

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

PRÁVNICKÁ FAKULTA

RIGORÓZNÍ PRÁCE

Nepřímá držba cenných papírů: dispozice, kolizní problematika,  
právně-politické aspekty

Intermediated Holding of Securities: dispositions, conflict-of-laws  
issues, public policy aspects

Zpracovatel: Mgr. Ondřej Vondráček Ph.D., LL.M

Říjen 2012

„Prohlašuji, že jsem předkládanou rigorózní práci vypracoval samostatně a za použití zdrojů a literatury v ní uvedených.“

V Praze, dne 9. října 2012.

Mgr. Ondřej Vondráček Ph.D, LL.M

## SHRNUTÍ

Tato práce analyzuje nepřímou držbu cenných papírů v její dynamické rovině. Zabývá se problematikou právních vztahů vyplývajících z „pohybu“ nepřímo držených cenných papírů.

První část rozebírá dobrovolné a nedobrovolné dispozice s nepřímo drženými cennými papíry. V rámci dobrovolných dispozic se zabývá převody nepřímo držených cenných papírů – jak v obecné rovině, tak prostřednictvím regulovaných trhů – a zřízením zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry. Druhá část analyzuje kolizní aspekty nakládání s nepřímo drženými cennými papíry, zejména pak problém obtížné prostorové lokalizace nepřímo držených cenných papírů a účtů, na nichž jsou tyto cenné papíry evidovány. Třetí část se zabývá právně-politickými aspekty nepřímé držby. Klade si otázku, zda teorie inkorporace práva do listiny u přímo držených účastnických listinných cenných papírů umožňující skrýt identitu jejich vlastníka přispívá k negativním jevům jako korupce, daňové úniky, střet zájmů či legalizace výnosů z trestné činnosti. V návaznosti na to se táže, zda by povinným zavedením nepřímé držby účastnických cenných papírů bylo možno docílit dohledatelnosti konečných podílníků právnických osob a zamezit tím zmíněným negativním jevům.

První dvě části jsou založeny na stejné struktuře. Dispozice s nepřímo drženými cennými jsou nejdříve popsány funkčním způsobem založeným na Ženevské úmluvě UNIDROIT z roku 2009. Vybrané klíčové aspekty těchto dispozic jsou poté nahlíženy optikou právních konceptů osmi právních řádů. V tomto kontextu jsou následně analyzována ustanovení českého práva týkající se nepřímo držených cenných papírů. Došlo-li v posledních letech k systémové konvergenci infrastruktur nepřímé držby v České republice napojením na mezinárodního centrálního depozitáře (Clearstream Luxembourg) vyvstává rovněž otázka, do jaké míry je třeba zajistit formální konvergenci právních norem, jež umožňují nakládání s nepřímo drženými cennými papíry. Jinými slovy, je třeba dekodovat, zda existující právní rámec pro nakládání s nepřímo drženými cennými papíry

odpovídá potřebám fungování kapitálového trhu a zda poskytuje dostatečnou právní jistotu jak jeho účastníkům, tak subjektům transakcí „přes přepážku.“ Právní rámec pro cenné papíry je dále podroben rozboru i z hlediska veřejnoprávního, konkrétně v optice problému anonymních přímo držených listinných akcií v porovnání s nepřímo drženými cennými papíry, jejichž držitele je možno identifikovat vždy.

*Klíčová slova:* *Cenné papíry*

## SUMMARY

This thesis analyses the dynamic aspects of intermediated holdings of securities. It deals with issues concerning legal relations which stem from the circulation of intermediated securities.

The first part maps voluntary and involuntary dispositions with intermediated securities. In the framework of voluntary dispositions it describes rules concerning transfers of intermediated securities - both stock market and over-the-counter (OTC) - as well as collateral arrangements comprising intermediated securities. The second part concentrates on the aspects of private international law of dispositions with intermediated securities, and in particular on difficulties with localisation of intermediated securities and accounts where they are recorded. The third part examines public policy aspects of intermediated holdings. It asks whether the theory of incorporation of the right in a certificate applying to directly held certificated equity securities - which allows their holder to hide their identity - contributes to negative social effects, like corruption, tax evasion, conflict of interest or money-laundering.

The first two parts are based on an identical structure. The dispositions with intermediated securities are first described under the functional approach of the 2009 UNIDROIT Convention. Selected key aspects of these dispositions are then viewed from the perspective of legal concepts of eight different jurisdictions. In this context, the rules of Czech law concerning intermediated securities are finally analysed. The recent systemic convergence of the Czech capital market infrastructures through the connection with the international securities depository (Clearstream Luxembourg) generates a question to what extent it is necessary to also ensure a formal convergence of legal rules governing the dispositions with intermediated securities. In other words, the thesis tries to decrypt whether the existing legal framework for transactions with intermediated securities corresponds to the needs of the capital market and whether it provides to its

participants as well as to persons engaged in OTC market transactions a sufficient level of legal certainty.

Ultimately, the existing rules of Czech law are analysed from the public policy perspective: it is assessed whether an obligatory introduction of the system of indirect holding of equity securities could be able to ensure traceability of ultimate beneficial owners of corporations and, thus, eliminate the aforementioned negative social phenomena of corruption, conflict of interest, tax evasion and money-laundering.

Key word: *Securities*

# Nepřímá držba cenných papírů – dispozice, kolizní problematika, právně-politické aspekty

## Obsah

|                                                                                                  |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>ÚVOD.....</b>                                                                                 | <b>13</b>  |
| <b>ČÁST PRVNÍ – DISPOZICE S NEPŘÍMO DRŽENÝMI CENNÝMI PAPÍRY.....</b>                             | <b>19</b>  |
| DÍL PRVNÍ – PŘEVOD NEPŘÍMO DRŽENÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ.....                                          | 21         |
| <i>Oddíl 1 – Funkční pojetí převodu nepřímých cenných papírů .....</i>                           | <i>22</i>  |
| <i>Pododdíl 1 – Převod nepřímých cenných papírů (obecný režim).....</i>                          | <i>24</i>  |
| Kapitola 1 – Podmínky převodu.....                                                               | 25         |
| Kapitola 2 – Způsob převodu .....                                                                | 26         |
| Kapitola 3 – Okamžik účinnosti převodu vůči třetím stranám.....                                  | 27         |
| Kapitola 4 – Anulace připsání cenných papírů na účet.....                                        | 29         |
| Kapitola 5 – Ochrana nabyvatele v dobré víře.....                                                | 31         |
| <i>Pododdíl 2 – Převod nepřímých cenných papírů na regulovaném trhu .....</i>                    | <i>34</i>  |
| <i>Oddíl 2 – Právní pojetí převodu nepřímých cenných papírů.....</i>                             | <i>43</i>  |
| <i>Pododdíl 1 – Převody nepřímých cenných papírů (obecně).....</i>                               | <i>44</i>  |
| <i>Pododdíl 2 – Převod nepřímých cenných papírů na regulovaném trhu .....</i>                    | <i>65</i>  |
| Kapitola 1 – Euroclear .....                                                                     | 67         |
| Kapitola 2 – Clearstream .....                                                                   | 77         |
| Kapitola 3 – The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) .....                            | 86         |
| Kapitola 4 – CREST.....                                                                          | 90         |
| Kapitola 5 – Další tržní infrastruktury ve zkoumaných právních řádech.....                       | 94         |
| <i>Oddíl 3 – Převody nepřímých cenných papírů v českém právu.....</i>                            | <i>95</i>  |
| <i>Pododdíl 1 – Převod nepřímých cenných papírů (obecný režim).....</i>                          | <i>99</i>  |
| <i>Pododdíl 2 – Převod nepřímých cenných papírů na regulovaném trhu .....</i>                    | <i>110</i> |
| DÍL DRUHÝ – NEPŘÍMO DRŽENÉ CENNÉ PAPÍRY JAKO PŘEDMĚT ZAJIŠTĚNÍ.....                              | 126        |
| <i>Oddíl 1 – Funkční pojetí zajištění pomocí nepřímých cenných papírů .....</i>                  | <i>127</i> |
| Kapitola 1 – Smlouva o zřízení zajištění .....                                                   | 127        |
| Kapitola 2 – Realizace zřízení zajištění .....                                                   | 128        |
| Kapitola 3 – Účinnost zajištění vůči třetím osobám .....                                         | 130        |
| Kapitola 4 – Zajištění v dobré víře .....                                                        | 132        |
| Kapitola 5 – Nakládání s nepřímými cennými papíry během doby zajištění .....                     | 133        |
| <i>Oddíl 2 – Právní pojetí zajištění závazků pomocí nepřímých cenných papírů .....</i>           | <i>135</i> |
| Kapitola 1 – Finanční zajištění podle směrnice 2002/47/ES.....                                   | 136        |
| Kapitola 2 – Zástavní právo k účtu cenných papírů a k cenným papírům na účtu.....                | 140        |
| Kapitola 3 – Převod vlastnického či obdobného práva za účelem zajištění (fiducie) .....          | 147        |
| Kapitola 4 – Další způsoby zajištění závazků pomocí nepřímých cenných papírů .....               | 152        |
| Kapitola 5 – Půjčování cenných papírů .....                                                      | 155        |
| <i>Oddíl 3 – Nepřímé cenné papíry jako předmět zajištění v českém právu.....</i>                 | <i>160</i> |
| Kapitola 1 – Finanční zajištění .....                                                            | 161        |
| Kapitola 2 – Zástavní právo (mimo režim finančního zajištění).....                               | 165        |
| Kapitola 3 – Zajišťovací převod vlastnického práva sui generis (mimo režim finančního zajištění) | 168        |
| Kapitola 4 – Půjčky a půjčování cenných papírů.....                                              | 172        |
| DÍL TŘETÍ – NEDOBROVOLNÉ DISPOZICE S NEPŘÍMO DRŽENÝMI CENNÝMI PAPÍRY .....                       | 174        |
| <i>Oddíl 1 – Funkční pojetí nedobrovolných dispozic s nepřímými cennými papíry ....</i>          | <i>175</i> |
| Kapitola 1 – Nedobrovolné zajištění .....                                                        | 176        |
| Kapitola 2 – Výkon práv ze zajištění.....                                                        | 176        |
| Kapitola 3 – Pořadí nároků (mimo insolvenční a v jejím rámci).....                               | 180        |

|                                                                                                                         |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <i>Oddíl 2 – Právní pojetí nedobrovolných dispozic s nepřímo drženými cennými papíry .....</i>                          | <i>184</i> |
| Kapitola 1 – Nedobrovolné zajištění .....                                                                               | 186        |
| Kapitola 2 – Výkon práv ze zajištění.....                                                                               | 193        |
| Kapitola 3 – Pořadí nároků (mimo insolvenční a v jejím rámci) .....                                                     | 203        |
| <i>Oddíl 3 – Nedobrovolné dispozice s nepřímo drženými cennými papíry v českém právu.....</i>                           | <i>211</i> |
| Kapitola 1 – Zajištění ex lege .....                                                                                    | 211        |
| Kapitola 2 – Výkon práv ze zajištění.....                                                                               | 213        |
| Kapitola 3 – Pořadí nároků (mimo insolvenční a v jejím rámci).....                                                      | 220        |
| <b>ČÁST DRUHÁ – KOLIZNÍ ASPEKTY NEPŘÍMÉ DRŽBY CENNÝCH PAPÍRŮ .....</b>                                                  | <b>223</b> |
| DÍL PRVNÍ – FUNKČNÍ PŘÍSTUP: HAAGSKÁ ÚMLUVA .....                                                                       | 227        |
| <i>Oddíl 1 – Haagská PRIMA.....</i>                                                                                     | <i>230</i> |
| <i>Oddíl 2 – Status Haagské úmluvy a možnosti jejího přijetí Českou republikou.....</i>                                 | <i>238</i> |
| DÍL DRUHÝ – KOLIZNÍ NORMY V JEDNOTLIVÝCH PRÁVNÍCH ŘÁDECH.....                                                           | 244        |
| <i>Oddíl 1 – Americká PRIMA .....</i>                                                                                   | <i>245</i> |
| <i>Oddíl 2 – PRACA (Place of the Relevant Account Approach) .....</i>                                                   | <i>247</i> |
| <i>Oddíl 3 – Lex cartae sitae .....</i>                                                                                 | <i>255</i> |
| DÍL TŘETÍ – KOLIZNÍ NORMY ČESKÉHO PRÁVNÍHO ŘÁDU .....                                                                   | 257        |
| <i>Oddíl 1 – Kolizní normy pro zaknihované cenné papíry přejaté z unijních směrnic.....</i>                             | <i>258</i> |
| <i>Oddíl 2 – Kolizní normy pro zaknihované cenné papíry mimo působnost příslušných unijních směrnic .....</i>           | <i>261</i> |
| <b>ČÁST TŘETÍ – PRÁVNĚ-POLITICKÉ ASPEKTY NEPŘÍMÉ DRŽBY CENNÝCH PAPÍRŮ .....</b>                                         | <b>267</b> |
| DÍL PRVNÍ – PŘÍMÁ DRŽBA CENNÝCH PAPÍRŮ A PROBLÉM ANONYMNÍCH KORPORÁTNÍCH STRUKTUR .....                                 | 268        |
| <i>Oddíl 1 – Ekonomické náklady přímé držby a anonymity korporátních struktur.....</i>                                  | <i>269</i> |
| Kapitola 1 – Náklady soukromoprávních transakcí .....                                                                   | 270        |
| Kapitola 2 – Daňové úniky, praní špinavých peněz, fiktivní výkon práv akcionáře.....                                    | 271        |
| Kapitola 3 – Zneužívání veřejných prostředků .....                                                                      | 275        |
| <i>Oddíl 2 – Anonymita versus transparentnost korporátních struktur akciových společností .....</i>                     | <i>278</i> |
| Kapitola 1 – Problematika anonymity korporátních struktur akciových společností .....                                   | 279        |
| Kapitola 2 – Anonymita a transparentnost korporátních struktur v zahraničních právních řádech .....                     | 282        |
| DÍL DRUHÝ – REGULACE PŘÍMÉ DRŽBY A ANONYMNÍCH KORPORÁTNÍCH STRUKTUR V ČR .....                                          | 289        |
| <i>Oddíl 1 – Povinný režim nepřímé držby cenných papírů jako požadavek unijního práva? .....</i>                        | <i>295</i> |
| <i>Oddíl 2 – Plné nahrazení přímé držby listinných cenných papírů nepřímou držbou .....</i>                             | <i>299</i> |
| <i>Oddíl 3 – Pravidlo transparentnosti korporátních struktur pro právnické osoby čerpající veřejné prostředky .....</i> | <i>307</i> |
| <b>ZÁVĚR .....</b>                                                                                                      | <b>315</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIE.....</b>                                                                                                | <b>319</b> |



## SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

**ABGB** – obecný občanský zákoník („*Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch*“) z 1. června 1812 (Patent vom 1ten Junius 1811, JGS Nr. 946/1811) v platném znění v Rakouské spolkové republice

**AktG (německý)** – německý zákon o akciových společnostech („*Aktiengesetz*“) ze 6. září 1965 (BGBl. I S. 1089) v platném znění

**Anglické zásady FMLC** - Zásady pro legislativní statut pro nepřímo držené cenné papíry anglického common law („*A statement of principles for an investment securities statute*“), 3. července 2004

**Bernasconiho zpráva** – Zpráva prvního sekretáře Stálé kanceláře Haagské konference mezinárodního práva soukromého Christopha Bernasconiho „*Právo použitelné na dispoziční úkony s cennými papíry drženými v rámci systému nepřímé držby*“ z 1. listopadu 2000

**BGB** – německý občanský zákoník („*Bürgerliches Gesetzbuch*“) z 18. srpna 1896 (RGBl. S. 195), v platném znění

**BSchuWG** – německý zákon o zadlužení spolku („*Bundesschuldenwesengesetz*“) z 12. července 2006, BGBl. I 1466, v platném znění

**Cass. com. (event. Cass. Civ. či Cass. crim.)** – rozhodnutí francouzského kasačního soudu (Cour de cassation); zkratka „com.“ odkazuje na obchodní senát tohoto soudu (ve fr. „*chambre commerciale*“), zkratka „civ.“ Na občanský senát (ve fr. „*chambre civile*“), zkratka „crim.“ odkazuje na trestní senát (ve fr. „*chambre criminelle*“)

**CMF** – francouzský peněžní a finanční zákoník („*Code monétaire et financier*“), v platném znění

**Code civil (francouzský, belgický, lucemburský)** – občanský zákoník, v platném znění v uvedených zemích vycházející z francouzského Code civil z 21. března 1804

**Code des sociétés (belgický)** - belgického zákoník o společnostech

**Code commerce (francouzský, belgický, lucemburský)** - obchodní zákoník, v platném znění v uvedených zemích vycházející z francouzského Code de commerce z roku 1807

**DepotG (německý)** - zákon o úschově a nabytí cenných papírů („*Depotgesetz*“) ze dne 3. února 1937, RGBL. I. S171 (účinný od 1. května 1937), v platném znění

**DepotG (rakouský)** – spolkový zákon o úschově a nabytí cenných papírů („*Depotgesetz*“) ze dne 22. října 1969, BGBl. Nr. 424/1969, (účinný od 1. ledna 1970) v platném znění

**Dotazník LCG-EC** – Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU, Evropská komise - Skupina právní jistoty, („*EU Clearing and Settlement - Questionnaire, Legal Certainty Group – European Commission*“), MARKT/G2/MNCT D(2005), 24. dubna 2006

**Dotazník LCG-EC: U.S. response** - Federální rezervní banka New York (Federal Reserve Bank of New York), Odpověď na Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU připravený Evropskou komisí a Skupinou právní jistoty, 6. března 2006

**Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI** - Zpráva technické pracovní skupiny ustavené ministerstvem financí [švýcarské] konfederace k návrhu spolkového zákona o nepřímo držených cenných papírech a k ratifikaci Haagské úmluvy, 15. července 2004

**Haagská úmluva** – Úmluva z 5. července 2006 o rozhodném právním řádu ohledně určitých práv k cenným papírům drženým přes prostředníka („*Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with Intermediary*“)

**InsO** – německé insolvenční nařízení

**InsZ** – zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon)

**ISDA** – Mezinárodní swapová a derivátová asociace („*International Swap and Derivatives Association*“)

**JIBFL** – Journal of International Banking and Financial Law

**Komentář k Haagské úmluvě** – Důvodová zpráva k Haagské úmluvě o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených skrz prostředníka, Goode, R., Kanda, H., Kreuzer, K., Stálá kancelář Haagské konference, 2006

**LCTIF** – lucemburský zákon z 1. srpna 2001 o oběhu cenných papírů a ostatních zastupitelných finančních nástrojů („*Loi du 1er août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles*”), Mémorial A, n° 106 du 31 août 2001

**LTI** - švýcarský zákon o nepřímo držených cenných papírech („*Loi fédérale sur les titres intermédiaires*”) ze 3. srpna 2008, Recueil officiel du Droit Fédéral, 29 juillet 2007, n° 29, str. 3577

**Nařízení AMF** – obecné nařízení francouzského Úřadu pro dozor nad finančními trhy („*Règlement général de l'Autorité des marchés financiers*“), v platném znění

**Nařízení č. 62 (belgické)** – královské nařízení č. 62 z 11. listopadu 1967 podporující oběh finančních nástrojů („*Arrêté royal n° 62 du 11 novembre 1967 favorisant la circulation des instruments financiers*”), Moniteur belge du 14 novembre 1967, str. 11799, v platném znění

**Návrh oficiálního komentáře** – návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů („*Draft of the Official Commentary on the draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities*”), 3. července 2009

**nOZ** – nový občanský zákoník

**OZ** – zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, v platném znění.

**OZO** – obecný zákoník občanský („*Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch*”) z 1. června 1812, recipovaný do československého právního řádu zákonem č. 11/1918 Sb.

**ObchZ** – zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění

**O.s.ř** – zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, v platném znění.

**NS** – Nejvyšší soud České republiky

**Směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování)** – směrnice 98/26/ES ze dne 19. května 1998 o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry (Úř. věst. L 166, 11.6.1998, str. 45—50, zvláštní vydání v českém jazyce: kapitola 06, svazek 03, str. 107 – 112) ve znění směrnice 2009/44/ES ze dne 6. května 2009, kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech

vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a pohledávky z úvěru (Úř. věst. L 146, 10.6.2009, str. 37—43)

**Směrnice o finančním zajištění** – směrnice 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění (Úř. věst. L 168, 27.6.2002, str. 43—50; zvláštní vydání v českém jazyce: Kapitola 10, Svazek 003, str. 89 – 96) ve znění směrnice 2009/44/ES ze dne 6. května 2009, kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a pohledávky z úvěru (Úř. věst. L 146, 10.6.2009, str. 37—43)

**Směrnice o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí** – směrnice 2001/24/ES ze dne 4. dubna 2001 o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí (Úř. věst. L 125, 5.5.2001, s. 15-23)

**UCC** – jednotný americký obchodní zákoník („*Uniform Commercial Code*“)

**Zákon proti praní špinavých peněz** - zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu, v platném znění

**ZCP** – zákon č. 592/1991 Sb., o cenných papírech, v platném znění

**ZKI** – zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, v platném znění

**ZMPS** – zákon č. 97/1963 Sb., o mezinárodním právu soukromém a procesním, v platném znění

**ZoFZ** – zákon č. 408/2010 Sb., o finančním zajištění, v platném znění

**ZoFZ (belgický)** - belgický zákon z 15. prosince 2004 o finančních zajištěních (ve fr. : „*Loi relative aux sûretés financières*“), Moniteur belge, 1. února 2005, str. 2961.

**ZPKT** – zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění

**Úmluva UNIDROIT** – Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů z 9. října 2009 uzavřená v Ženevě

## ÚVOD

Finanční trhy 21. století jsou trhy plně elektronizované.<sup>1</sup> Veškeré obchody, ať už se jedná o transakce s cennými papíry či s deriváty, probíhají elektronickým způsobem. S listinnými cennými papíry se na finančních trzích ve vyspělých světových ekonomikách dnes již neobchoduje.<sup>2</sup> Operují-li však obchodníci a makléři více jak dvě dekády pouze s nepřímo drženými, elektronicky vedenými cennými papíry, právníci při přípravě podpůrné dokumentace k těmto transakcím stále často přemýšlí v dimenzích přímo držených, listinných cenných papírů.<sup>3</sup> Finanční trhy stejně jako ekonomická teorie vnímají převody cenných papírů velmi odlišně od práva. Odkud se vzal tento rozdíl v náhledech? Proč dva typy subjektů – obchodníci s cennými papíry a právníci – , jež na transakcích spolupracují a jejichž cíl je shodný – zajistit bezproblémový průběh dané transakce – nahlízejí na tyto transakce koncepčně zcela odlišně?

Jestliže v dřívějších dobách existovala zřejmá podobnost mezi obchodní a právní realitou – prostřednictvím svůdné teorie inkorporace práva v listině a převodu tohoto práva spolu s listinou se toto právo jakoby „nacházelo v listině“ – , postupná eliminace listinných cenných papírů ve prospěch plně elektronicky vedených cenných papírů od konce šedesátých let minulého století rozklížila obchodní a právní pohled na transakce s cennými papíry.<sup>4</sup> Fyzicky existující

---

<sup>1</sup> Objem transakcí s nepřímo drženými cennými papíry včetně zajišťovacích transakcí, týkajících se cenných papírů vydaných soukromými i veřejnými korporacemi států OECD činil v roce 2003 denně 2 triliony amerických dolarů, tj. přesáhl objem světového hrubého domácího produktu (cca 36 miliard USD v té době) zhruba každých dvacet dní, kdy se finančních trzích obchodovalo (Komentář k Haagské úmluvě, str. 4).

<sup>2</sup> Kronke, H.: The Draft Unidroit Convention on Intermediated Securities: Transactional Certainty and Market Stability, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., 23. – 27. října 2006, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/dd.pdf>, str. 2.

<sup>3</sup> Převádí-li obchodní či investiční makléř ekonomickou hodnotu evidovanou v podobě elektronického záznamu, převádí se v mysli právníka kus papíru, resp. věc movitá v podobě listiny představující cenný papír. Přesto, že se bude jednat o identickou operaci spočívající v převodu cenných papírů či poskytnutí cenných papírů jako zajištění, bude představa obchodníka o tom, co se odehrálo, velmi odlišná od představy právníka.

<sup>4</sup> Z obchodního pohledu byla nepřímá držba vynucena příliš velkým množstvím listinných cenných papírů, jejichž fyzické transfery nebylo možno provádět v přiměřené době. Z ekonomického pohledu je zřejmé, že transakce s nepřímo drženými cennými papíry přinášejí mnohem větší ekonomický prospěch při vynaložení mnohem menších nákladů

listinné cenné papíry se díky fenoménům imobilizace,<sup>5</sup> elektronizace<sup>6</sup> a internacionalizace<sup>7</sup> přeměnily na nepřímo držené cenné papíry vedené v elektronických evidencích depozitářů (dále označovaných jako „prostředníci“): nepřímo držené cenné papíry již nejsou uschovávány v tradičním slova smyslu v bezpečnostních schránkách, při dispozicích s nimi nedochází k jejich fyzickému doručování a ani není možné vůči nim činit nucený výkon práva formou

---

než transakce s fyzickými listinnými cennými papíry. Díky elektronizaci je možné vypořádat s mnohem větším objemem a komplexností transakcí, které se denně uskutečňují na finančních trzích, v mnohem kratších časových intervalech, než kdyby bylo nutné doručovat fyzicky cenné papíry. Jelikož při těchto transakcích nedochází k jakémukoli fyzickému doručení či předání, riziko ztráty, krádeže či falzifikace převáděných nepřímo držených cenných papírů je zcela eliminováno. Díky tomu snižuje elektronizace podstatným způsobem náklady na ochranu cenných papírů a jejich transport. Zároveň zajišťuje možnost víceméně nepřetržitého obchodování s takovými cennými papíry, neboť obchodování s těmito cennými papíry nemusí být během procesu doručování a transferu pozastavováno jako tomu bylo u transakcí s fyzicky existujícími cennými papíry (Zpráva prvního sekretáře Stálé kanceláře Haagské konference mezinárodního práva soukromého Christopha Bernasconioho: „*Právo použitelné na dispoziční úkony s cennými papíry drženými v rámci systému nepřímé držby*“, předběžný dokument č. 1 z listopadu 2000 pro účely pracovní skupiny z ledna 2001 („*La loi applicable aux actes de disposition des titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte*“), úvodní dokument č.1 z 1. listopadu 2000, str. 2).

<sup>5</sup> Imobilizace, respektive z pohledu dispozic s cennými papíry intermediace, bude rovněž zdrojem významných úspor transakčních nákladů. Prostředník, často v postavení banky či obchodníka s cennými papíry, bude nejen vést evidenci nepřímo držených cenných papírů a tyto cenné papíry spravovat, avšak bude rovněž zajišťovat přístup k elektronickým systémům vypořádání obchodů s cennými papíry, jež umožní rychlé a efektivní provedení dispozic s nepřímo drženými cennými papíry. Uskutečnění dispozic s nepřímo drženými cennými papíry prostřednictvím intermediace rovněž může umožnit stranám transakce vyhnout se dvojnásobným záznamům o převodech v seznamu akcionářů či držitelů cenných papírů, neboť k vedení těchto záznamů může být pověřen právě daný příslušný prostředník (Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Třetí seminář – Problémy týkající se nabyvatelů nepřímo držených cenných papírů („*Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, Third Seminar – Issues affecting Transferees of Intermediated Securities*“), 27. července 2006, str. 9).

<sup>6</sup> V důsledku uzavření transakce na finančním trhu dochází pouze ke změně záznamů na elektronicky vedených účtech cenných papírů a souvisejících peněžních účtech. V žádném okamžiku nedochází k fyzickému předání jakýchkoli listin či hotovosti. Díky elektronizaci finančních trhů lze na těchto trzích obchodovat pouze s nepřímo drženými cennými papíry, tj. plně dematerializovanými cennými papíry vedenými na účtech cenných papírů.

<sup>7</sup> V neposlední řadě internacionalizace bude přispívat k dalšímu znásobení počtu transakcí s cennými papíry, neboť umožňuje provádět tyto transakce přeshraničně v rámci více odlišných jurisdikcí. Díky tomu je možno mobilizovat kapitál pocházející i ze zemí s rozvíjející se ekonomikou a dosáhnout tak významných synergií. Čím více bude uvedená modernizace právních pravidel konvergovat k mezinárodně harmonizovanému modelu – představovanému zejména rámcem vytvořeným Ženevskou úmluvou UNIDROIT –, tím významnější budou zisky z pozitivních změn v ekonomické efektivitě trhů cenných papírů v dané jurisdikci.

fyzického zabavení listin.<sup>8</sup>

Vzhledem k uvedeným diskrepancím mezi ekonomickou realitou a právním pojetím cenných papírů je nutno se ptát, jak vyřešit rozpor mezi řadu let úspěšně fungujícími modely transakcí s elektronicky vedenými cennými papíry<sup>9</sup> a právními koncepty založenými na modelech transferů fyzicky existujících věcí, za které jsou cenné papíry v důsledku teorie inkorporace v některých právních řádech stále ještě považovány.<sup>10</sup> V tomto kontextu je nutné položit si otázku, který z právně-politických přístupů k nepřímo drženým cenným papírům zvolit: adaptovat právo cenných papírů realitě finančních trhů – tzn. redefinovat koncept inkorporace cenného papíru v listině a převodu takového cenného papíru jako fyzicky existujícího zboží<sup>11</sup> – či naopak snažit se přizpůsobit realitu finančních trhů právu cenných papírů – tzn. přizpůsobit transakce s elektronickými cennými papíry na finančních trzích konceptům vyplývajícím z již nepoužívaných

---

<sup>8</sup> Nepřímo drženým cenným papírem se pro účely této práce rozumí cenný papír existující pouze ve formě záznamu na elektronicky vedeném účtu cenných papírů a převoditelný pouze změnou záznamu na takovém účtu, ať už v podobě zaknihované, imobilizované nebo jinak dematerializované (podrobněji k definici pojmu nepřímo drženého cenného papíru Vondráček, O.: *Nepřímá držba cenných papírů* (dizertační práce), Právnická fakulta Univerzity Karlovy, září 2010, str. 119 an.).

<sup>9</sup> Základní a standardní operace s nepřímo drženými cennými papíry – nepovažujeme-li za ně deriváty - neovlivnila ani finanční krize, jež vypukla v roce 2008 a s jejímiž následky se světová ekonomika doposud nevypořádala.

<sup>10</sup> Způsobení rozkolu v náhledech mezi právem a obchodní realitou je nutno přičítat právu: na jednu stranu je třeba připustit, že je přirozené, že právo ze své podstaty reflektuje měnící se realitu pomaleji než ekonomie, resp. obchodní zvyklosti na finančních trzích, na druhou stranu však nelze postřehnout dogmaticnost či pohodlnost právních teoretiků redefinovat více než století staré koncepty, aby byly opět schopné reflektovat existující realie finančních trhů.

<sup>11</sup> Odpověď ekonomická, resp. odpověď obchodního prostředí finančních trhů, je zřejmá: adaptovat právo cenných papírů realitě finančních trhů. Přizpůsobení právních pravidel současným praktikám držby a obchodování s nepřímo drženými cennými papíry je schopno přispět ke zvýšení konkurenceschopnosti dané jurisdikce v porovnání s jinými. Adaptace právních konstruktů praktikám plně elektronizovaných a dematerializovaných trhů s cennými papíry snižuje systémové riziko selhání finančního trhu v jurisdikci, jež provedla modernizaci svých právních pravidel týkajících se obchodů s cennými papíry, čímž přispívá ke zvýšení stability tohoto trhu, jež je v zájmu všech jeho účastníků. Z perspektivy jednotlivých investorů, prostředníků či věřitelů má vhodná modernizace právních pravidel potenciál zvýšit právní jistotu zejména v případě zajištění pomocí nepřímo držených cenných papírů, což může vést k redukci nákladů na získání úvěrů.

listinných cenných papírů?<sup>12</sup>

V optice právního pohledu není na rozdíl od ekonomické perspektivy odpověď otázkou, zda v oblasti transakcí s cennými papíry na finančních trzích přizpůsobit právo realitě či realitu právu jednoznačná. V právním diskurzu probíhajícím v řadě jurisdikcí lze zaznamenat hlasy volající po upřednostnění přístupu spočívajícím v přizpůsobení reality elektronických finančních trhů právním konceptům založeným na fyzickém transferu listinných cenných papírů.<sup>13</sup> Naproti tomu nové právní koncepty beroucí plně v potaz odlišnou realitu elektronizovaných finančních trhů operujících s nehmotnými hodnotami nejenže vrací společnou řeč obchodníkům s cennými papíry a právníkům, ale rovněž poskytuje větší právní jistotu oběma těmito skupinám, a v konečném důsledku celému prostředí finančních trhů. V důsledku toho je nutné z právního pohledu plédovat pro přístup požadující adaptaci práva realitě dematerializovaných trhů a nikoli naopak, přesto že tento proces může být obtížný a v jeho rámci bude nutné nabourat mnohá zažitá právní dogmata o cenných papírech a dispozicích s nimi.<sup>14</sup>

Je-li tedy nutno přizpůsobit právo realitě, a nikoli naopak, je nutno v prvním kroku definovat základní stavební prvky nepřímé držby cenných papírů, tzn. její subjekty a objekty.<sup>15</sup> Ve druhém kroku je poté nutno analyzovat dopad těchto

---

<sup>12</sup> Seminář UNIDROIT o nepřímo držených cenných papírech („*UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities*”), Sao Paulo, Brazílie, 13. – 14. října 2005, shrnutí, str. 2.

<sup>13</sup> Gómez-Sancha, I.: Direct and Indirect holding systems: practical implications in Seminář UNIDROIT o nepřímo držených cenných papírech („*UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities*”), Sao Paulo, Brazílie, 13. – 14. října 2005, str. 33. Názorový proud podporující přizpůsobení ekonomické reality existujícím právním konceptům neobstojí při hlubším zkoumání, neboť nelze zdůvodnit, jaký přínos by měla adaptace existujících transakčních infrastruktur do rámce vyplývajícího z prvků, které se na finančních trzích již několik desítek let nepoužívají. Existence určitých právních konceptů, jako jsou například listinné cenné papíry či teorie inkorporace práv spojených s cennými papíry do těchto listin, neznamená, že je nutné tyto koncepty za každou cenu naplnit, zvláště jsou-li v určitém prostředí zjevně obsoletní.

<sup>14</sup> Cílem práva je zajistit úspěšné provedení transakcí s cennými papíry, a to bez ohledu na to, jaké právní koncepty budou za tímto účelem použity. Krom toho je velmi obtížné si představit návrat zpět k transakcím založeným na fyzickém doručování listinných cenných papírů a zcela nemožné tohoto stavu reálně dosáhnout.

<sup>15</sup> Tj. nově vymezit, co je cenným papírem, resp. nepřímo drženým cenným papírem, jenž je cenným papírem bez hmotného substrátu, co je účet cenných papírů, jaká práva k němu přísluší jeho majiteli či prostředníkovi cenných papírů vedoucímu účet cenných papírů, jaká je role emitenta nepřímo držených cenných papírů atd.



nových definic na vztahy vznikající mezi objekty a subjekty nepřímé držby. Analýzu těchto vztahů je možno činit v rovině „statické“, tj. když se nepřímo držené cenné papíry nacházejí na účtu cenných papírů vedeného prostředníkem, aniž je s nimi jakkoli právně nakládáno či disponováno.<sup>16</sup> Toto „statické“ vymezení základních stavebních prvků a právních vztahů mezi nimi ovšem nepokrývá celou realitu nepřímé držby. K vymezení právních vztahů vznikajících v rámci nepřímé držby v rovině „statické“ musí přistoupit ještě vymezení v rovině „dynamické“, tj. v situacích, kdy se nepřímo držené cenné papíry stávají předmětem dispozičních úkonů ze strany jejich konečných majitelů a jsou takřkajíc „v pohybu“.<sup>17</sup>

V důsledku dispozičních úkonů s nepřímo drženými cennými papíry vznikají v rámci více či méně komplexní právní vztahy v závislosti na tom, jaké další subjekty vstupují mezi konečné majitele nakládající se svými nepřímo drženými cennými papíry: prostředníci vedoucí účty disponujících majitelů budou do těchto vztahů ingerovat vždy; pokud se obchody s nepřímo drženými cennými papíry uskutečňují prostřednictvím kapitálových trhů, přibudou do zmíněných komplexních vztahů ve dle prostředníků také osoby zajišťující sjednání obchodů s nepřímo drženými cennými papíry, tj. obchodníci s cennými papíry, a též osoby, jež tyto obchody zúčtovávají a vypořádávají, tzn. osoby provozující systémy zúčtování a vypořádání navazující na regulované trhy cenných papírů. Má-li být dynamická analýza nepřímé držby cenných papírů vyčerpávající, nelze se nezabývat otázkami kolizních norem týkajících se nepřímo držených cenných papírů, neboť přeshraniční dispozice s nepřímo drženými cennými papíry jsou v dnešní době zcela běžnou záležitostí. V neposlední řadě je rovněž nutno učinit rozbor právně-politických otázek, které vyplývají z důsledků existence nepřímé

---

<sup>16</sup> Podrobněji ke statickému vymezení základních stavebních prvků nepřímé držby cenných papírů Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 23 an.

<sup>17</sup> Jinými slovy, odpovídá-li se ve „statické“ rovině na otázku, „co“ je nepřímo držený cenný papír, o jaký typ právního objektu se jedná, jaká práva má majitel k tomuto cennému papíru a jaká práva má k němu prostředník, jenž vede daný účet cenných papírů pro konečné majitele, v rovině „dynamické“ je hledána odpověď na otázku, jak s nepřímo drženými cennými papíry, resp. a právy k nim disponovat, tj. jak převést tyto cenné papíry na jinou osobou, jakým způsobem ho poskytnout jako předmět zajištění, jak docílit nuceného vymožení takového cenného papíru od jiné osoby atd.

držby cenných papírů v určité jurisdikci, jako je například transparentnost korporátních struktur právnických osob.

V návaznosti na uvedené obecné rozčlenění se první část této práce zabývá dispozicemi s nepřímo držеныmi cennými papíry, a to jak dobrovolnými dispozicemi, tj. převody a učiněním nepřímo držených cenných papírů předmětem zajištění, tak nedobrovolnými dispozicemi, tj. nuceným výkonem práv vůči nepřímo drženým cenným papírům. Druhá část práce poté analyzuje problémy mezinárodního práva soukromého související s nepřímo držbou cenných papírů. Třetí část konečně rozebírá určité právně-politické aspekty plošného zavedení nepřímé držby cenných papírů v ČR z hlediska dopadů transparentnosti korporátních struktur právnických osob vyplývající z fungování institutu nepřímé držby cenných papírů na fenomény daňových úniků, legalizace výnosů z trestné činnosti či korupce.

## **ČÁST PRVNÍ – DISPOZICE S NEPŘÍMO DRŽENÝMI CENNÝMI PAPÍRY**

Právo nakládat s nepřímo drženými cennými papíry je hlavním ekonomickým užitkem spojeným s těmito cennými papíry.<sup>18</sup> Právo nakládat s cennými papíry neboli právo provádět dispozice s cennými papíry v sobě nese dvě základní formy nakládání: jednak právo prodat či koupit cenné papíry, či přesněji právo převést vlastnické či obdobné právo plně disponovat s nepřímo drženými cennými papíry, z jedné osoby na druhou, a jednak právo zajistit nepřímo drženými cennými papíry soukromoprávní splnění zpravidla peněžitých pohledávek.<sup>19</sup>

Dispozice s nepřímo drženými cennými papíry jsou představovány změnami zápisů na účtech cenných papírů, tzn. připisováním a odepisováním cenných papírů z účtů jejich konečných majitelů.<sup>20</sup> Tato v zásadě technická operace může být součástí různých typů právních dispozic: může se jednat o koupi či prodej, směnu cenných papírů, půjčku cenných papírů<sup>21</sup> či o smlouvu o zpětném odkupu cenných papírů. Účel těchto dispozic může být dvojího charakteru: buď se může jednat o účel spekulativní, tj. definitivní převod vlastnického či obdobného práva plně disponovat s nepřímo drženým cenným papírem za účelem realizovat zisk z tohoto převodu; alternativně může být účel zajišťovací, kdy dispozice s nepřímo drženými cennými papíry slouží jako záruka pro splnění jiných závazků.

---

<sup>18</sup> Realizace těchto ekonomických užitků představuje hlavní důvod, proč investoři věnují nepřímo drženým cenným papírům pozornost. Objektivní právo poskytuje jeden ze základních infrastrukturních prvků, který realizaci uvedených ekonomických užitků umožňuje provést.

<sup>19</sup> Otázkou je, do jaké míry lze k těmto dvěma základním typům dispozice ještě připočítat půjčku cenných papírů. Půjčka cenných papírů se bude obvykle objevovat v kontextu zajištění závazků a z právního hlediska nebude ničím jiným než převodem práva, obvykle vlastnického či obdobného, za účelem zajištění, neboť osoba, jež si tyto cenné papíry vypůjčila, bude mít zpravidla právo tyto cenné papíry prodat a vrátit půjčitelovi ekvivalentní cenné papíry.

<sup>20</sup> Paralelně s převody cenných papírů obvykle probíhají převody peněžních prostředků představující cenu, za kterou jsou cenné papíry převáděny; tyto převody peněžních prostředků nesledují převody cenných papírů vždy, neboť protihodnotou za převáděné cenné papíry mohou být například jiné cenné papíry.

<sup>21</sup> V kontextu transakcí s cennými papíry se půjčkou cenných papírů rozumí převedení vlastnického či obdobného práva k určitým cenným papírům (obvykle z osoby konečného majitele na osobu prostředníka), jejichž ekvivalent v podobě zastupitelných cenných papírů je prostředník povinen konečnému majiteli účtu po určité době vrátit (tzv. securities loan).

Charakter účelu určité dispozice s nepřímo drženými cennými papíry nebude na první pohled vždy zřejmý, neboť pro třetí stranu není možné z pohybu na účtech cenných papírů vždy jednoznačně určit, zda připsání cenného papíru na účet představuje jeho definitivní převod nebo pouze reverzibilní zajišťovací dispozici.<sup>22</sup>

Ilustrativním příkladem v tomto ohledu může být smlouva o zpětném odkupu, rovněž nazývaná repo.<sup>23</sup> Tato smlouva může být činěna jak za účelem spekulacím, kdy dochází k trvalému převodu práv k nepřímo drženému cennému papíru, tak za účelem zajišťovacím spojeným pouze s dočasným převodem práv, přičemž se bude objevovat v různých variantách (zahrnujících například klasické repo, reverzní repo či buy-sell (sell-buy) transakce),<sup>24</sup> jejichž primární účel (spekulacím či zajišťovací) nebude na první pohled vždy zřejmý.

Přes popsanou neostrost základních typů dobrovolných dispozic s nepřímo drženými cennými papíry se následující text drží tradičního rozlišení na převody

---

<sup>22</sup> V obchodním prostředí kapitálových trhů jsou převody cenných papírů v rámci načrtnutých verzí repo transakcí považovány za zajišťovací převody s dočasným převodem práv k nepřímo drženým cenným papírům, přestože se jedná o převod plného vlastnického či obdobného práva k těmto cenným papírům: zajišťovacího účelu je dosahováno zpětným odkupem těchto cenných papírů a ustanovením o konečném vypořádání. Naproti tomu čistě z technického pohledu představuje repo smlouva dispozicí zahrnující dva definitivní převody vlastnického či obdobného práva k nepřímo drženému cennému papíru, nikoli dispozicí zajišťovací.

<sup>23</sup> Mezinárodně používaná zkratka anglického termínu „*repurchase agreement*.“

<sup>24</sup> Klasické a reverzní repo jsou smlouvy o koupi a prodeji cenných papírů pouze viděné z pohledu opačných stran transakce: klasické repo je smlouva, podle které v první fázi převodce převede na nabyvatele cenné papíry za určitou předem stanovenou cenu; ve druhé fázi dojde buď ve stanovený okamžik či na požádání ke zpětnému převodu cenných papírů z nabyvatele na převodce opět za předem stanovenou cenu. Reverzní repo ve své podstatě představuje identickou smlouvu pouze viděnou z druhé strany, neboť v první fázi nabyvatel získá od převodce za předem stanovenou cenu cenné papíry, aby je později opět za předem stanovenou cenu na převodce zase převedl. Na finančních trzích obě fáze uvedených repo obchodů probíhají v rámci standardizovaných smluv (master agreements), které specifikují zejména způsob výpočtu rozdílu ceny mezi prodávanými a zpětně kupovanými cennými papíry a práva a povinnosti jednotlivých stran v případě, že dojde k neplnění povinností (tzv. default). Další obvyklou verzí repo smlouvy je buy-sell (sell-buy) transakce. Tato smlouva se liší od předchozích verzí repo smluv pouze v tom, že jednotlivé fáze transakce, tj. převod a zpětný odkup jsou striktně odděleny jedna od druhé. Strany tak mezi sebou souběžně uzavřou vůči týmž cenným papírům smlouvu o jejich koupi i prodeji pouze s odlišným datem (Cross-Border Securities Settlements, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, March 1995, str. 41).

nepřímo držených cenných papírů a zajišťovací dispozice s těmito cennými papíry. První díl této části se zaměřuje na problematiku převodu nepřímo držených papírů, zatímco druhý díl se soustřeďuje na zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry. Třetí díl doplňuje analýzu dobrovolných dispozic s nepřímo drženými cennými papíry rozbořem nedobrovolných dispozic s těmito cennými papíry: mezi tyto dispozice řadí nedobrovolné zřízení zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, výkon práv ze zajištění (bez ohledu na to, jakým způsobem bylo zřízeno), a otázku pořadí zajištěných věřitelů při distribuci výtěžku z realizovaného zajišťovacího práva.

## **Díl první – Převod nepřímo držených cenných papírů**

Z ekonomického pohledu představuje převod nepřímo držených cenných papírů jednoduchou transakci: jedná se o směnu jednoho statku za statek jiný – cenné papíry za peněžní prostředky či za jiné cenné papíry – s cílem realizovat zisk. Převod jakéhokoli předmětu, ať už se jedná o nepřímo držené cenné papíry či jiná aktiva, je proto ekonomickým výsledkem transakce, v rámci které jedna osoba převádí na druhou právo disponovat s tímto předmětem.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Účel převodu nepřímo držených cenných papírů je vždy investiční. Spočívá ve zvýšení hodnoty aktiv v majetku daného subjektu. Tento účel naopak nikdy není spotřební, neboť cenné papíry nejsou schopny přímo uspokojit jakoukoli lidskou základní potřebu. Tato charakterová odlišnost cenných papírů od jiných statků se přelévá i do právní roviny: zatímco u statků, které uspokojují určitou biologickou či sociální potřebu, jako je například bochník chleba či obraz, je zcela zásadní jejich fyzické předání z rukou převodce do rukou nabyvatele, neboť pouze následkem tohoto předání může nabyvatel využít ekonomickou hodnotu získaného statku, u statků, jež jsou získávány za investičním účelem, je potřeba fyzického transferu do rukou převodce víceméně podružná. To má zásadní vliv na „reálný“ charakter smlouvy o převodu nepřímo držených cenných papírů. Převody nepřímo držených cenných papírů v tomto ohledu zásadně liší od transakcí s reálnými statky – movitými věcmi – včetně listinných cenných papírů, neboť není třeba jakéhokoli fyzického předání čehokoli hmotného. Krom toho, změna vlastníka movité věci se zpravidla nezaznamenává v žádném veřejném ani jiném registru; tím se charakter převodu nepřímo držených cenných papírů liší od převodu hmotných movitých věcí, včetně listinných cenných papírů, neboť každá změna majitele nepřímo držených cenných papírů vyžaduje registraci v určité evidenci. V tomto ohledu mají převody nepřímo držených cenných papírů více společného s převody nemovitých věcí, neboť předmět převodu se mezi účastníky převodu nepředává ve smyslu jeho fyzického přemístění v prostoru, ale pouze dochází ke změně v záznamu v registru vlastníků, resp. majitelů, těchto statků. Jediným rozdílem lze najít v charakteru tohoto registru: zatímco registr nemovitostí a práv k nim je veřejně přístupnou evidencí zajišťovanou státem, registry nepřímo držených cenných

Převody nepřímo držených cenných papírů se v dnešní době na rozdíl od převodů přímo držených listinných cenných papírů v drtivé většině případů odehrávají v ekonomickém kontextu obchodování s cennými papíry. Pojem obchodu či obchodování s cennými papíry je možno chápat ve dvojím smyslu – širším a užším. V širším slova smyslu tento pojem označuje „*výměnu majetku za jiný majetek nebo za peníze*.“<sup>26</sup> V perspektivě kapitálových trhů širší pojem obchodování odpovídá více méně obchodování cenných papírů na sekundárním trhu, tj. trhu, kde existující majitelé cenných papírů prodávají tyto cenné papíry jiným majitelům cenných papírů.<sup>27</sup> Na sekundárním trhu cenných papírů lze cenné papíry obchodovat prostřednictvím regulovaného trhu, například prostřednictvím burzy či jiného organizovaného systému, či mimo tyto trhy, tzv. „přes přepážku“<sup>28</sup> či „dohodou po dobrém.“<sup>29</sup> V užším slova smyslu se obchodováním s cennými papíry rozumí obchodování pouze prostřednictvím kapitálových trhů.

### **Oddíl 1 – Funkční pojetí převodu nepřímo držených cenných papírů**

Jakákoli transakce spočívající v převodu vlastnického či obdobného práva plně disponovat s nepřímo drženými cennými papíry se bude sestávat ze dvou fází: fáze sjednání, tj. učinění kroků vedoucích k dohodě o počtu převáděných papírů a jejich ceně či způsobu určení ceny a fáze provedení této dohody, tj. převedení

---

papírů jsou vedeny soukromými společnostmi, prostředníky, byť přísně státem regulovanými. Tento rozdíl vyplývá z odlišného vztahu nemovitostí a podílů ve společnostech ke státu: zatímco nemovitosti tvoří součást státního území, nedílné složky jednoho z konstitutivních prvků státu, soukromé společnosti a podíly v nich nemají s institucí státu žádný přímý vztah. Charakter evidence nemovitostí jako veřejné a evidence nepřímo držených cenných papírů jako evidence soukromé je proto zcela odůvodněný. Tato odůvodněná odlišnost mezi charakterem uvedených registrů je nicméně vedlejší a nijak neovlivňuje skutečnost, že převody nepřímo držených cenných papírů jsou si navenek charakterově bližší s převody nemovitostí než s převody movitých věcí. V České republice byly převody zaknihovaných cenných papírů a nemovitostí donedávna charakterově téměř identické, neboť Středisko cenných papírů bylo v podstatě „*katastrem cenných papírů*.“

<sup>26</sup> Rogers, S. J.: Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8, 43 UCLA Law Review 1431 (1996), str. 1439.

<sup>27</sup> Primárním trhem se naopak rozumí trh, kde upisováním nově emitovaných cenných papírů přecházejí tyto cenné papíry z emitentů na první majitele.

<sup>28</sup> V ang.: „*over the counter*“ či zkráceně OTC.

<sup>29</sup> Ve fr.: „*de gré à gré*.“ Struktura tohoto způsobu obchodování zahrnuje více méně pouze jednoduché vztahy mezi převodcem, nabyvatelem a jejich prostředníky, s eventuální ingerencí emitenta, a vystačí si proto s relativně jednodušší právní infrastrukturou.

dohodnutého počtu cenných papírů z účtu převodce na účet nabyvatele, a zrcadlově obrácené převedení peněžních prostředků odpovídajících ceně za převedené cenné papíry. Stejně fáze bude mít převod nepřímo držených cenných papírů jak v případě, že bude proveden prostřednictvím regulovaného trhu, tak mimo něj, i když v posléze uvedeném případě budou jednotlivé fáze komplikovanější a v určitých aspektech se budou lišit.<sup>30</sup>

V případě, že přímý prostředník převodce je zároveň přímým prostředníkem nabyvatele, bude převod z hlediska technického provedení nejjednodušší, neboť tento společný přímý prostředník jednoduše odepíše nepřímo držené cenné papíry z účtu převodce, jenž pro něj ve svých knihách vede, a připsá tyto cenné papíry na účet nabyvatele, jenž tento prostředník vede ve svých knihách rovněž. Jedná-li se o cenné papíry na jméno, prostředník změnu majitele nepřímo držených cenných papírů nahlásí emitentovi. Takovýto převod nepřímo držených cenných papírů bude navenek podobný jednoduché účetní operaci.

Převod nepřímo držených cenných papírů v situaci, kdy převodce a nabyvatel nemají společného přímého prostředníka bude o poznání složitější. Konečný majitele účtu cenných papírů v roli převodce dá svému přímému prostředníkovi pokyn k odepsání nepřímo držených cenných papírů z jeho účtu vedeného pro něj tímto prostředníkem. Tento přímý prostředník odepíše z účtu převodce příslušné množství nepřímo držených cenných papírů a dá svému prostředníkovi na vyšší úrovni (zpravidla centrálnímu depozitáři)<sup>31</sup> pokyn k odepsání stejného počtu

---

<sup>30</sup> Technicky se převod nepřímo držených cenných papírů realizuje provedením změny v záznamu na účtu cenných papírů převodce (odepsání) a změny v záznamu na účtu cenných papírů nabyvatele (připsání). Jde-li o standardní převod proběhne souběžně s provedením záznamů na účtech cenných papírů převodce a nabyvatele na souvisejících peněžních účtech těchto osob opačná operace, tzn. připsání peněžních prostředků na peněžní účet převodce cenných papírů a odepsání peněžních prostředků z účtu nabyvatele cenných papírů.

<sup>31</sup> V případě, že se bude jednat o vlastnický řetězec s dvoustupňovou strukturou, kde prostředník vede účty konečných majitelů a centrální depozitář vede účty prostředníků. Struktura vlastnického řetězce ovšem může být více než dvoustupňová. Ať bude počet stupňů dané struktury jakýkoli, je třeba k uskutečnění převodu nepřímo držených cenných papírů najít v rámci vlastnického řetězce prostředníka (centrálního depozitáře), jenž vede v určitém stupni účet pro některého z prostředníků převodce i pro některého z prostředníků nabyvatele.

nepřímo držených cenných papírů, jaký odepsal z účtu převodce, ze svého účtu<sup>32</sup> vedeného u tohoto prostředníka vyšší úrovně (centrálního depozitáře). Tento prostředník na vyšší úrovni (centrální depozitář) odepíše ze (zákaznického) účtu prostředníka převodce příslušný počet cenných papírů a připíše je na (zákaznický) účet prostředníka nabyvatele, pro nějž vede účet; tento prostředník následně připíše odpovídající počet cenných papírů na (vlastnický) účet konečného majitele, který je u něj zřízen.<sup>33</sup>

Bude-li převod nepřímo držených cenných papírů uzavřen na regulovaném trhu či proběhne-li jeho realizace prostřednictvím souvisejícího systému vypořádání, vstoupí do uvedené struktury mezi prostředníky ještě osoba provozující tento systém vypořádání. V důsledku těchto různých modalit převodu je nutno pojímat převody nepřímo držených cenných papírů v perspektivě dvou úrovní: úrovně přímých převodů mezi jednotlivci bez ingerence tržních infrastruktur (pododdíl 1) a úrovně komplexních převodů uskutečňovaných pomocí těchto infrastruktur, zejména systémů zúčtování a vypořádání (pododdíl 2).

#### *Pododdíl 1 – Převod nepřímo držených cenných papírů (obecný režim)*

Analýzu problematiky převodu nepřímo držených cenných papírů je nutno začít objasněním, co je vlastně při převodu nepřímo držených cenných papírů převáděno, tzn. co je předmětem tohoto převodu? Z funkčního pohledu je převodem nepřímo drženého cenného papíru třeba rozumět převod „práva plně disponovat“ s tímto cenným papírem. Toto genericky označené „právo plně disponovat“ s nepřímo drženým cenným papírem nazývají jednotlivé právní řády různým způsobem: například jako právo vlastnické, věcné právo, právo *sui*

---

<sup>32</sup> V závislosti na struktuře účtů předepsané daným centrálním či mezinárodním centrálním depozitářem.

<sup>33</sup> Takováto složitá konstrukce – bez ohledu na možné právní překážky – však může způsobit, že k uskutečnění převodu bude třeba využít několik prostředníků na několika různých úrovních vlastnického řetězce pocházejících často z různých jurisdikcí, aby se takový převod vůbec mohl uskutečnit. V důsledku toho porostou transakční náklady takového převodu a v některých případech nebude možné určitý převod technicky vůbec uskutečnit. To bude případ zejména v situaci, kdy se střetnou prostředníci operující pod různými národními či nadnárodními centrálními depozitáři, jež spolu nejsou propojeni.



*generis*, věcné oprávnění atd.<sup>34</sup> Přímým předmětem převodu naopak není objekt tohoto práva, tj. nepřímo držený cenný papír, přestože i v právním jazyce se hovoří o „převodu nepřímo drženého cenného papíru.“<sup>35</sup>

Základní otázky, které vyvstávají v souvislosti s převodem „práva plně disponovat“ s nepřímo drženými cennými papíry, jsou několikerého druhu: první je otázka, jaké jsou podmínky pro uskutečnění platného převodu; druhou otázka, jakým způsobem je možno platně převést právo disponovat s nepřímo drženými cennými papíry na jinou osobu; třetí pak otázka, kdy dochází k účinnosti převodu tohoto práva vůči třetím stranám, zejména vůči věřitelům převodce; čtvrtou dále otázka za jakých okolností lze stornovat zápis nabytých cenných papírů na účtu cenných papírů a zpětně připsat tyto cenné papíry na účet osoby převodce; poslední otázkou, která se klade v souvislosti s převodem dispozičního práva k nepřímo drženým cenným papírům, je otázka, za jakých podmínek, může dojít k nabytí tohoto práva i od osoby, která tímto právem k okamžiku převodu nedisponovala, tzv. nabytí od nevlastníka.<sup>36</sup> Odpovědi na tyto otázky jsou zkoumány nejdříve z obecného funkčního pohledu adoptovaného Úmluvou UNIDROIT.

## **Kapitola 1 – Podmínky převodu**

Základním předpokladem pro dobrovolný převod práva disponovat s nepřímo drženým cenným papírem je právní úkon, kterým bude nejčastěji smlouva.<sup>37</sup> Je-li smlouva vždy podmínkou nutnou k učinění dobrovolného převodu práva disponovat s nepřímo drženým cenným papírem nebude ve většině případů<sup>38</sup> –

<sup>34</sup> Více k odlišnostem v kvalifikaci „práva plně disponovat“ s nepřímo drženým cenným papírem Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 256 an.

<sup>35</sup> K nepřesnosti spočívající ve směřování práva, jež je předmětem převodu, a předmětu tohoto práva jsou náchylné kontinentální právní řády: omyl spočívající ve směřování práva a jeho předmětu pochází již z dob římských.

<sup>36</sup> Thévenoz, L.: *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 170, September 2007, Social Science Network Electronic Paper Collection, str. 49.

<sup>37</sup> Může jím však být i jednostranný právní úkon.

<sup>38</sup> Tj. s výjimkou případů přechodu cenných papírů na jinou osobu na základě určité právní události či rozhodnutí soudního orgánu, event. správního, orgánu.

podmínkou dostatečnou.<sup>39</sup> K uskutečnění převodu práva disponovat s nepřímo drženými cennými papíry Úmluva UNIDROIT vyžaduje platně učiněný příkaz majitele účtu (převodce) vůči svému prostředníkovi k odepsání příslušného množství nepřímo držených cenných papírů z účtu;<sup>40</sup> není-li takového příkazu, je možno takový převod anulovat.<sup>41</sup> Naproti tomu prokázání existence písemného vyhotovení smlouvy mezi převodcem a nabyvatelem prostředníkovi majícímu provést změnu zápisů na účtech Úmluva UNIDROIT nevyžaduje; absence předložení písemného vyhotovení smlouvy rovněž není důvodem anulace převodu.<sup>42</sup>

## Kapitola 2 – Způsob převodu

Základním způsobem uskutečnění převodu nepřímo držených cenných papírů je změna záznamu na účtech převodce a nabyvatele, tzn. odepsání nepřímo držených

<sup>39</sup> Obecnou podmínkou převodu podle Úmluvy UNIDROIT není dostatečný počet nepřímo držených cenných papírů na účtu převodce, neboť u nepřímo držených cenných papírů může převodce za určitých podmínek převést více práv, než sám má, tedy převést i cenné papíry, které doposud nenabyl. Nicméně, zda prostředník vykoná příkaz majitele účtu k odepsání nepřímo držených cenných papírů, i když na účtu majitele nebude dostatečný či žádný zůstatek, je nutno řešit v rámci smluvního vztahu mezi prostředníkem a majitelem účtu. Prostředník a majitel účtu se zpravidla mohou ve smlouvě o vedení účtu dohodnout, za jakých podmínek prostředník půjčí majiteli účtu cenné papíry, bude-li zůstatek na jeho účtu negativní (v některých právních řádech jako například v Belgii nesmí účet cenných papírů vykazovat negativní zůstatek). Bude-li ovšem majitelem účtu fyzická osoba, může být v některých právních řádech poskytování cenných papírů „na úvěr“ na základě kogentních norem spotřebitelského práva zakázáno.

<sup>40</sup> Úmluva UNIDROIT tuto podmínku stanoví výslovně v článku 15, podle kterého prostředník může odepsat cenné papíry z účtu cenných papírů [...] nebo učinit jinou dispozici s cennými papíry, pokud je k tomu zmocněn, vzhledem k odepsání majitelem účtu nebo případně osobou, jíž přísluší k předmětným cenným papírům práva vyplývající ze zajištění (čl. 15, odst. 1 Úmluvy). Úmluva naopak nevyžaduje autorizaci prostředníka nabyvatele k přijetí instrukce k připsání cenných papírů na jeho účet, neboť eventuelní chybné připsání, na rozdíl od chybného odepsání, nepředstavuje pro konečného majitele účtu v pozici nabyvatele žádné potenciální riziko (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů („*Draft of the Official Commentary on the draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities*“), UNIDROIT, CONF. 11/2 - Doc. 5, 3. července 2009, str. 48-49).

<sup>41</sup> Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 50.

<sup>42</sup> Na druhou stranu Úmluva (čl. 16) nezakazuje, aby právní řád daného státu prokázání písemného vyhotovení smlouvy příslušnému prostředníkovi jako podmínku pro uskutečnění zápisů na účtech nevyžadoval. Taková podmínka není považována Úmluvou za zakázanou ve smyslu, že by představovala další nedovolený krok podmiňující účinnost nabytí podle čl. 11, odst. 2 Úmluvy (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 64).

cenných papírů z účtu převodce a připsání na účet nabyvatele.<sup>43</sup> Ženevská úmluva UNIDROIT považuje tento způsob převodu za klíčový<sup>44</sup> a vyžaduje, aby tímto způsobem bylo možno realizovat převod nepřímo držených cenných papírů v každém právním řádu.<sup>45</sup> I když tento způsob provedení převodu není jediným způsobem, jakým lze provést dispozici s nepřímo drženými cennými papíry, nicméně v případě převodu práva plně disponovat s nepřímo drženým cenným papírem to bude v praxi víceméně způsob výlučný.<sup>46</sup>

### Kapitola 3 – Okamžik účinnosti převodu vůči třetím stranám

Nejzásadnějším okamžikem při převodu nepřímo držených cenných papírů je okamžik,<sup>47</sup> kdy převod práva plně disponovat s nepřímo drženým cenným papírem nabývá účinnosti vůči třetím stranám. Tímto okamžikem právo plně disponovat s nepřímo drženým cenným papírem převedené na nabyvatele získává účinnost *erga omnes*,<sup>48</sup> tj. slovy Úmluvy UNIDROIT je účinné vůči insolvenčnímu správci a věřitelům v jakémkoli insolvenčním řízení.<sup>49</sup> Ženevská úmluva se snaží okamžik, kdy převod nabývá účinnosti vůči třetím stranám unifikovat, a váže ho výlučně k okamžiku připsání nepřímo držených cenných papírů na účet nabyvatele; odstavec 1 článku 11 Úmluvy stanoví, že majitel účtu

---

<sup>43</sup> Úmluva se snaží zůstat neutrální co se týče odlišného doktrinálního náhledu podmíněných a nepodmíněných systémů na otázku, zda převod nepřímo držených cenných papírů je třeba chápat v tom smyslu, že cenné papíry odepsané z účtu převodce jsou identické s těmi, jež jsou v rámci daného převodu připsány na účet nabyvatele – v takovém případě je připsání cenných papírů na účet nabyvatele podmíněno jejich odepsáním z účtu převodce – či, zda se jedná o dva právně odlišné předměty, kdy odepsáním z účtu převodce dané cenné papíry právně zanikají a připsáním na účet nabyvatele vznikají cenné papíry nové (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 47).

<sup>44</sup> Čl. 11, odst. 3 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>45</sup> Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT (op. cit. pozn. č. 40), str. 50.

<sup>46</sup> Tamtéž, str. 46.

<sup>47</sup> Účinnosti převodu nepřímo držených cenných papírů vůči třetím stranám může být navázána na různé časové momenty: například, na okamžik připsání cenných papírů na účet nabyvatele nebo na okamžik připsání peněžních prostředků odpovídající ceně na příslušný peněžní účet či na jiné okamžiky, které s převodem přímo nesouvisí, jako je úřední ověření podpisů na smlouvě o převodu či na zveřejnění tohoto převodu v určitém registru.

<sup>48</sup> Důležitost přesného určení tohoto okamžiku vyplývá zejména z důvodu nebezpečí zahájení insolvenčního řízení, které může změnit obsah či rozsah práv k nepřímo drženému cennému papíru.

<sup>49</sup> Čl. 14, odst. 1 Úmluvy UNIDROIT.

cenných papírů nabývá nepřímým držení cenné papíry okamžikem připsání těchto nepřímým držení cenných papírů na svůj účet. Úmluva zároveň zakazuje, aby okamžik účinnosti byl vázán na jakýkoli jiný okamžik; odstavec 2 stejného článku uvádí, že účinnost nabytí nepřímým držení cenných papírů vůči třetím stranám nesmí být činěna závislou na žádném dalším kroku.<sup>50</sup>

To, že převod nepřímým držení cenných papírů nabyde účinnosti vůči třetím stranám okamžikem připsání cenných papírů na účet nabyvatele ovšem neznamená, že tento právní následek je definitivního charakteru.<sup>51</sup> Definitivnost připsání cenných papírů na účet může být například navázána na ověření odepsání odpovídajícího množství cenných papírů z účtu převodce či zaplacení ceny za převedené cenné papíry.<sup>52</sup> Nedojde-li k realizaci podmínky činící připsání

---

<sup>50</sup> Návrh oficiálního komentáře k Úmluvě UNIDROIT v tomto ohledu dále specifikuje, že zmíněným zakázaným „dalším krokem“ se rozumí „zápis ve veřejném registru, ohlášení připsání nepřímým držení cenných papírů u veřejné instituce, notarizace veřejným notářem, publikace v úředním věstníku či na internetu.“ (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 49).

<sup>51</sup> Představuje-li na jednu stranu jakákoli z uvedených položek nepřípustný krok podmiňující účinnost nabytí nepřímým držení cenných papírů pouhým připsáním na účet, na druhou stranu Úmluva UNIDROIT v článku 16 umožňuje, aby připsání nepřímým držení cenných papírů v rámci nabytí bylo pouze provizorní, a tedy, aby jeho definitivnost byla vázána buď na určitou rozvazovací či odkládací podmínku: určení toho, kdy toto provizorní připsání bude učiněno definitivním ponechává Úmluva národnímu právnímu řádu, smlouvě o vedení účtu a pravidlům jednotného systému vypořádání.

<sup>52</sup> V nepodmíněných systémech, kde odepsání příslušného počtu nepřímým držení cenných papírů z účtu zcizitele znamená právní zánik takových cenných papírů a připsání identického množství nepřímým držení cenných papírů na účet nabyvatele znamená vznik nových nepřímým držení cenných papírů, aniž by takto nově vzniklé nepřímým držení cenné papíry na účtu nabyvatele byly považovány za „nástupce“ cenných papírů odepsaných z účtu zcizitele, nepředstavuje navázání účinku vůči třetím stranám na okamžik připsání na účet nabyvatele bez dalšího žádný významný problém. Jelikož nepřímým držení cenné papíry připsané v rámci převodu na účet nabyvatele jsou považovány za „nové“ nepřímým držení cenné papíry, nenesou tyto „nové“ cenné papíry ani eventuelní právní vady, které mohly lpět na nepřímým držení cenných papírech odepsaných v rámci téže transakce z účtu cenných papírů zcizitele. Účinnost takového převodu se bude proto logicky vázat s konečnou platností na okamžik připsání nepřímým držení cenných papírů na účet nabyvatele, neboť díky zmíněné nepodmíněnosti mezi odepsáním nepřímým držení cenných papírů z účtu zcizitele a připsáním na účet nabyvatele nebude možno v podstatě žádným způsobem toto připsání zneplatnit či jinak zpochybnit. Naproti tomu v podmíněných systémech bude vázání účinnosti vůči třetím stranám na okamžik připsání nepřímým držení cenných papírů na účet nabyvatele bez dalšího problémem, neboť tyto systémy považují nepřímým držení cenné papíry připsané v rámci převodu na účet nabyvatele za „nástupce“ nepřímým držení cenných papírů odepsaných z účtu zcizitele, včetně možných právních vad, které si tyto nepřímým držení cenné papíry mohly s sebou přenést z účtu zcizitele na účet nabyvatele. Tato skutečnost činí přiznání plné účinnosti připsání nepřímým držení cenných papírů již okamžikem tohoto připsání na účet

nepřímo držených cenných papírů na účet definitivním, může být toto připsání stornováno.<sup>53</sup>

#### **Kapitola 4 – Anulace připsání cenných papírů na účet**

Přesto, že připsání cenných papírů na účet je dostatečnou podmínkou pro uskutečnění převodu těchto cenných papírů, není nutně podmínkou definitivní: připsání na účet může mít provizorní charakter a definitivní účinek může nabýt až později v okamžiku materializace určité další skutečnosti. Alternativně může za určitých okolností být připsání cenných papírů stornováno z důvodu chyby, omylu, absence příkazu či neoprávněného jednání a obnoven stav, který existoval před tímto připsáním.

Ženevská úmluva UNIDROIT předvídá čtyři případy, kdy může dojít k anulaci připsání cenných papírů na účet příslušného majitele, a to případy, kdy je dispozice s nepřímo drženými cennými papíry neoprávněná, neplatná, stornovatelná či podmíněná.<sup>54</sup> Uvedená označení dispozic jsou funkčního charakteru a snaží se postihnout odlišné účinky, jež vadné dispozice s nepřímo drženými cennými papíry mohou v různých jurisdikcích vyvolat.<sup>55</sup> Zatímco neoprávněné,<sup>56</sup> neplatné či stornovatelné dispozice<sup>57</sup> budou vyplývat z určité

---

nabyvatele značně problematickým, neboť plná účinnost by měla nastat až okamžikem, kdy nabyvatel úspěšně dokončí kontrolu bezvadnosti nepřímo držených cenných papírů připsaných na jeho účet. Krom toho, aby se připsání nepřímo držených cenných papírů na účet stalo plně účinné vůči třetím stranám, vyžadují právní řády spadající do podmíněných systémů, aby nastala ještě další podmínka spočívající například ve skutečnosti, že v rámci dané transakce byl odpovídající počet nepřímo držených cenných papírů odepsán z účtu zcizitele či že odpovídající počet nepřímo držených cenných papírů byl připsán na účet prostředníka nabyvatele vedeného na nejbližším vyšším stupni vlastnického řetězce.

<sup>53</sup> Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 49 – 50.

<sup>54</sup> Čl. 15 a 16 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>55</sup> Vadná dispozice identického charakteru může být v jedné jurisdikci považována za neoprávněnou, v jiné za neplatnou a v další za stornovatelnou, přičemž účinky takové vadné dispozice mohou být v jednotlivých jurisdikcích rovněž odlišné v závislosti na důvodu vady (omyl, trestný čin atd.).

<sup>56</sup> Případ neoprávněné dispozice nastane, pokud prostředník učiní úkon spočívající v připsání či odepsání cenných papírů majitele účtu či jinou dispozici, aniž by k tomu dostal příkaz majitele účtu, jemuž cenné papíry vedené na účtu náleží. Jaká sankce za učinění takové neoprávněné dispozice přijde, resp. jaké budou účinky takového neoprávněného úkonu, už však Úmluva neřeší a ponechává na úpravě právních řádů jednotlivých států (čl. 15, odst. 2 Úmluvy UNIDROIT).

vady, která zpravidla bude nechtěná či provedená prostřednictvím porušení právních norem, podmíněné dispozice zahrnují případy oprávněných dispozic, které pouze berou v potaz specifika určitého právního řádu či způsobu vypořádání obchodů s cennými papíry.<sup>57</sup>

Bude-li v uvedených případech prostředník moci napravit vadnou dispozici s nepřímo držеныmi cennými papíry bez souhlasu dotčeného majitele účtu, nebude mít v žádném z uvedených případů možnost tak učinit vůči osobě, která v mezidobí mezi provedením vadné dispozice a její anulací získala k nepřímo držným cenným papírům, jež byly předmětem této vadné dispozice, v dobré víře vlastnické právo *sui generis* či zajišťovací právo k daným cenným papírům.<sup>59</sup>

---

<sup>57</sup> Neplatná či neoprávněná dispozice se týká právních účinků připsání cenných papírů na účet či účinků jejich označení jako předmětu zajištění: tyto účinky vůbec nemusí nastat (neplatnost) nebo již nastalé účinky mohou zpětně zaniknout (storno). Neplatnost a stornovatelnost dispozice se liší pouze nepatrně: zatímco v prvním případě se jedná o neplatnost „*ex tunc*“, tj. od okamžiku k neplatné dispozici došlo, v případě storna se bude jednat o neplatnost „*ex nunc*“, tj. neplatnost od okamžiku, kdy byl odstraněn neplatný záznam. Technicky bude muset v obou případech dojít k úkonu prostředníka, který připsání či odepsání cenných papírů anuluje, tj. odepíše či připíše odpovídající množství cenných papírů z účtu na účet tak, aby bylo dosaženo původního stavu, který existoval před dotčenou vadnou dispozicí. Jaké konkrétní účinky bude tento úkon prostředníka mít Úmluva neřeší a ponechává národnímu právnímu řádu, nicméně limituje tyto účinky tím, že se nesmějí nijak dotknout nabyvatele v dobré víře, tj. osoby, která v mezidobí od okamžiku učinění neplatného připsání do okamžiku objevení a napravení této vady, tyto vadně připsané cenné papíry nabyde (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 69-70).

<sup>58</sup> Posledním případem, ve kterém může dojít k anulaci již uskutečněného připsání cenných papírů na účet podle Úmluvy, je případ podmíněného připsání. Takovéto připsání, jak z názvu plyne, nemá definitivní charakter. Jeho účinnost je vázána na splnění určité odkládací podmínky, například zaplacení ceny za připsané nepřímo držené cenné papíry, na peněžní účet převodce. V okamžiku, kdy dojde k realizaci této podmínky, dojde k tomu, že provizorní připsání se stane definitivním, a to buď retroaktivně k okamžiku, kdy bylo učiněno („*ex tunc*“), a nebo k okamžiku, kdy došlo k naplnění zmíněné odkládací podmínky („*ex nunc*“). Pokud k naplnění odkládací podmínky nedojde, bude provizorně učiněný záznam na účtu v podobě připsání cenných papírů na účet anulován a obnoví se předchozí stav, jaký byl před učiněním tohoto připsání (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 73).

<sup>59</sup> Odlišnosti účinků neplatnosti a stornovatelnosti mohou být demonstrovány například na následujícím příkladě: majiteli účtu bylo omylem připsáno k dobru 1000 akcií společnosti X, na základě kterých tento majitel účtu hlasoval na valné hromadě; omyl v připsání těchto 1000 akcií zjistil prostředník až po tomto hlasování a toto chybné připsání stornoval odepsáním 1000 akcií společnosti X z účtu dotčeného majitele. Bude-li toto připsání od počátku neplatné, bude rovněž neplatný akt hlasování, který tento majitel na valné hromadě učinil; naopak bude-li storno vadného připsání 1000 akcií účinné až od okamžiku, kdy bude provedeno, bude uvedený akt hlasování na valné hromadě zpravidla platný (Návrh

## Kapitola 5 – Ochrana nabyvatele v dobré víře

Zásada ochrany nabyvatele v dobré víře má důležitý právně-politický význam, neboť přispívá ke stabilitě systémů obchodování s cennými papíry a finančních trhů obecně.<sup>60</sup> Jelikož transakce s nepřímo drženými cennými papíry probíhají v dnešní době extrémně rychle, jsou vzájemně provázány a často prováděny prostřednictvím systémů znemožňujících identifikaci převodce a nabyvatele, vyvstává silná potřeba zajistit právní jistotu osob spoléhajících se na záznamy na účtech cenných papírů.<sup>61</sup> Nebude-li si nabyvatel moci být jistý, že připsáním cenných papírů na jeho účet tyto cenné papíry platně nabyl a že ho nikdo nemůže práv k těmto cenným papírům zbavit, nebudou moci kapitálové trhy v důsledku právní nejistoty fungovat rychle a efektivně.<sup>62</sup>

Je-li nutnost zajistit ochranu nabyvatele v dobré víře z obecného pohledu ustavena, je nutno specifikovat, co tato ochrana obnáší.<sup>63</sup> Úmluva UNIDROIT chrání nabyvatele v dobré víře před dvěma konkrétními nebezpečími: prvním z nich je nebezpečí, že na nabyté nepřímo držené cenné papíry si bude činit nárok jiná osoba, která má k daným cenným papírům neslučitelné zpravidla dříve

---

oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 73).

<sup>60</sup> Ochrana nabyvatele v dobré víře vychází z myšlenky, že osoba, která získala právo disponovat s nepřímo drženými cennými papíry, za které poskytla určitou hodnotu – ať už v podobě peněžní částky či v případě repa jiné cenné papíry - a není ji známo či by neměla vědět, že k těmto jiným cenným papírům má určité neslučitelné právo někdo jiný, je tato osoba chráněna před jakýmkoli nárokem jiných osob vůči těmto nepřímo drženým cenným papírům. Na rozdíl od zásady, že nikdo nemůže převést více práv, než sám má, která poskytuje ochranu osobě, která nabyla určitou věc jako první (v ang.: „*first-in-time priority rule*“), zásada ochrany nabyvatele v dobré víře chrání osobu, jež nabyla cenné papíry jako poslední ( v ang.: „*last-in-time priority rule*“).

<sup>61</sup> Krom toho vzhledem k podstatě nepřímo držených cenných papírů představovaných elektronickými záznamy na účtu nemůže - na rozdíl od listinných cenných papírů, jejichž vady bylo možno při fyzickém předání zjistit - nabyvatel či jeho prostředník nijak verifikovat, že se jedná o „*bezvadný*“ nepřímo držený cenný papír; tento cenný papír nemá žádné povinné zákonem vyžadované náležitosti, jejichž existenci a správnost by bylo možno ověřit.

<sup>62</sup> Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 73.

<sup>63</sup> Z hlediska rozsahu chrání Úmluva nabyvatele nejen před nároky třetích osob, které si vůči daným nepřímo drženým cenným papírům nárokují práva neslučitelná s těmi, které získal nabyvatel, ale rovněž před odpovědnostními nároky za škodu způsobenou třetím osobám v důsledku převodu nepřímo držených cenných papírů od nevlastníka (čl. 18, odst. 1, písm. b) Úmluvy UNIDROIT).

zřízené právo,<sup>64</sup> druhým pak nebezpečí, že převodce převedl na nabyvatele „vadné“ nepřímo držené cenné papíry, tj. cenné papíry, jež byly na účtu převodce představovány vadnými záznamy, které byly od počátku neplatné či měly být stornovány.<sup>65</sup> V obou těchto případech převádí převodce na nabyvatele více práv, než má sám – v prvním případě, již právo disponovat s nepřímo drženými cennými převedl na někoho jiného,<sup>66</sup> v druhém případě toto právo nikdy neměl, i když o tom v okamžiku převodu nutně nemusel vědět.<sup>67</sup>

Byly-li osvětleny právní účinky zásady ochrany dobré víry nabyvatele nepřímo držených cenných papírů, je třeba určit, kdo je oním nabyvatelem, který může z těchto účinků profitovat, dále co podle Úmluvy znamená být v dobré víře a

---

<sup>64</sup> Čl. 18, odst. 1 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>65</sup> Čl. 18, odst. 2 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>66</sup> Pokud jde o první případ, zde se jedná o klasickou třístrannou situaci zahrnující převodce, nabyvatele a třetí osobu nárokuje si práva, jež získal nabyvatel, tj. když převodce neplatně nabyl nepřímo držené cenné papíry, které dále prodává, a tyto na nabyvatele převedené cenné papíry si nárokuje osoba, která je poskytla převodci nebo se jedná o případy, kdy převodce převedl určité nepřímo držené cenné papíry na nabyvatele, i když jiná osoba měla k těmto cenným papírům neslučitelné právo, například zajišťovací vlastnické právo. Při aplikaci obecných zásad soukromého práva, zejména zásady *nemo plus iuris transferre ad alium potest quam ipse habet*, by takový nabyvatel v drtivé většině případů nemohl platně nabýt titul k předmětům, ke kterým převodce neměl právo, které by na nabyvatele mohl převést. V případě nepřímo držených cenných papírů však tato zásada nutně neplatí: jelikož nabyvatel nebude mít žádnou možnost zjistit, že převodce na něj převádí práva, jimiž sám nedisponuje, a jelikož uvalení povinnosti na nabyvatele zkoumat titul převodce by jednak nebylo spravedlivé a jednak by mělo velmi negativní účinky na fungování kapitálových trhů, bude na základě zvláštního pravidla chráněn jeho vadný nabývací titul jako perfektní za předpokladu, že nabyvatel o vadném charakteru svého titul nevěděl či vědět nemohl (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 82 a 84).

<sup>67</sup> Co se týče druhého typu nebezpečí, před kterým chrání nabyvatele jeho dobrá víra, tento typ situací se týká ochrany nabyvatele před předchozími defekty záznamů na účtu převodce a nelegálním jednáním převodcova prostředníka. Toto nebezpečí bude vyvstávat zejména v podmíněných systémech, kde je na převod nepřímo držených cenných papírů nahlíženo jako na derivativní způsob nabytí práva, kdy nabyvatel nabývá takové právo „jaké na něj převádí převodce. V těchto systémech proto podle obecných pravidel bude kvalita práva převodce determinovat kvalitu práva nabyvatele. Opravňuje-li článek 17 Úmluvy prostředníka anulovat za určitých podmínek záznamy na účtu majitele, a to i bez souhlasu tohoto majitele, pravidlo ochrany nabyvatele v dobré víře podle článku 18 toto právo omezuje. Je-li na účtu majitele učiněn záznam v podobě připsání cenných papírů, přičemž po určité době se zjistí, že tento záznam má být anulován, ať už s účinky *ex tunc* či *ex nunc*, a v mezidobí majitel účtu převede tyto „vadné“ nepřímo držené cenné papíry na jinou osobu v dobré víře, bude nabytí těchto nepřímo držených cenných papírů uvedenou osobou chráněno před zneplatněním v důsledku předchozí „vadnosti“ záznamů na účtu převodce (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 83).



v jakém okamžiku je třeba dobrou víru mít.<sup>68</sup> Úmluva uvádí, že nabyvatelem v dobré víře je osoba, na jejíž účet cenných papírů byly připsány nepřímo držené cenné papíry,<sup>69</sup> tj. osoba, na jejímž účtu cenných papírů byl učiněn záznam, v důsledku kterého se zvýšil zůstatek na tomto účtu, bylo-li toto připsání učiněno za úplatu. Naproti tomu Úmluva UNIDROIT nechrání nabyvatele v dobré víře, který nepřímo držené cenné papíry bezúplatně, například v podobě daru.<sup>70</sup> Co znamená být v dobré víře se snaží Úmluva podobně jako v jiných případech určit funkčně bez ohledu na různé koncepty dobré víry v jednotlivých právních řádech. Za nabyvatele jsoucího v dobré víře je dle článku 17, písm. a) Úmluvy považována osoba,<sup>71</sup> která v okamžiku nabytí nevěděla či nemohla vědět, že jiná osoba má k předmětným nepřímo drženým cenným papírům takové právo či práva, že by připsání těchto cenných papírů nebo jiný úkon představoval porušení těchto práv nebo že by záznamy představující uvedené nepřímo držené cenné papíry či práva k nim byla neplatná, neúčinná či měla být stornována.<sup>72</sup>

<sup>68</sup> Co se týče okamžiku, kdy je třeba, aby nabyvatel byl v dobré víře, aby mohl profitovat z účinků ochrany, je zřejmé, že tuto dobrou víru musí mít v okamžiku, kdy se uskutečňuje převod práva, jehož kvalitu mu pravidlo nabytí v dobré víře zajišťuje, tzn. v okamžiku, kdy je činěn příslušný záznam k dobru jeho účtu cenných papírů spočívající v připsání nabytých cenných papírů na tento účet (čl. 17, písm. e) Úmluvy).

<sup>69</sup> Čl. 17, písm. a), bod (i) Úmluvy UNIDROIT.

<sup>70</sup> Čl. 18, odst. 3 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>71</sup> Bude-li se jednat o právnickou osobu, vyžaduje Úmluva takovouto dobrou víru u osob jednajících jménem této právnické osoby, jež jsou odpovědné za záležitosti týkající se nabytí příslušných nepřímo držených cenných papírů (čl. 17, písm. c) Úmluvy). Tato odpovědnost nutně nepředpokládá, že dané nepřímo držené cenné papíry nabývá přímo daná organizace či že vědomost o vadě má přímo určitý pracovník dané organizace. Bude-li například nabytí cenných papírů provedeno přes zástupce, takže se určité informace budou záměrně dostávat pouze k tomuto zástupci, nebude moci uvedená entita, která toto aranžmá vytvořila, namítat dobrou víru ve prospěch své osoby.

<sup>72</sup> Zda osoba o určité vadě nevěděla či o ní vědět měla, nebude zpravidla jednoduché určit. Zatímco v případě koupě zboží nebo listinných cenných papírů lze od nabyvatele vyžadovat, aby si v okamžiku fyzického předání u dané hmotné věci či listiny zkontroloval, zda kupovaná věc nemá alespoň zřejmé faktické či právní vady, u nabytí nepřímo držených cenných papírů nepřichází takováto kontrola v úvahu: za prvé, jak již bylo uvedeno výše, u nepřímo držených cenných papírů nelze nijak verifikovat jejich faktickou bezvadnost, neboť nemají žádné „náležitosti“ jako listinné cenné papíry; za druhé, informace o účtu cenných papírů nejsou přístupné třetím osobám, takže nabyvatel nemůže nijak zjistit, jaký je stav účtu převodce či, zda na jeho účtu či na některých cenných papírech připsaných na tomto účtu nevážnou nějaká práva; za třetí, veškeré dispozice s nepřímo drženými cennými papíry činí prostředník, a konečný majitel účtu cenných papírů se tudíž nijak nemůže dostat přímo do provádění transakce a kontrolovat, zda byla řádně provedena; konečně, za čtvrté, je-li dispozice s nepřímo drženými cennými papíry prováděna na regulovaných trzích

## *Pododdíl 2 – Převod nepřímo držených cenných papírů na regulovaném trhu*

Vzhledem k tomu, že na dnešních kapitálových trzích se obchodují pouze zcela dematerializované, elektronicky vedené cenné papíry, odehrávají se transakce s těmito cennými papíry výhradně v rámci struktur nepřímé držby. Uskutečňování převodů nepřímo držených cenných papírů přes kapitálové trhy uvádí do vztahů mezi subjekty nepřímé držby (majitel účtu cenných papírů, prostředník vedoucí tento účet a emitent cenných papírů)<sup>73</sup> další subjekty, jež jsou součástí infrastruktur kapitálových trhů: těmito subjekty jsou zejména osoby poskytující služby centrální protistrany či osoby provozující systémy zúčtování a vypořádání. V důsledku intervence těchto dalších subjektů se v rámci nepřímé držby vytvářejí komplexní právní vztahy, a to nejen mezi samotnými účastníky transakcí s nepřímo drženými cennými papíry (převodce-nabyvatel), nýbrž i těmito účastníky a osobami zajišťujícími fungování tržních infrastruktur.<sup>74</sup> Systémová důležitost fungování tržních infrastruktur vyžaduje nutnost dodržování určitých principů zajišťujících fungování mechaniky těchto infrastruktur. Dodržování těchto principů ovlivňuje právní infrastrukturu nepřímé držby cenných papírů, která se v řadě případů musí těmto principům přizpůsobit.

Oproti struktuře jednoduchých transakcí sestávajících se ze sjednání obchodu (smlouvy) a jeho provedení, kdy se strany mezi sebou zpravidla navzájem znají a

---

prostřednictvím centrální protistrany, nemá nabyvatel ani možnost vědět, či cenné papíry konkrétně nabyt, neboť tyto cenné papíry získává od centrální protistrany, která stojí mezi ním a převodcem. Z těchto důvodů lze proto uzavřít, že proto, aby nabyvatel byl v dobré víře, nelze od něho vyžadovat jakékoli vlastní úsilí zkoumat bezvadnost nabývaných nepřímo držených cenných papírů. Dobrá víra bude proto – podle Úmluvy – chránit jakéhokoli neúmyslně jednajícího nabyvatele, i když nepodnikne z vlastní vůle jakýkoli krok k ověření faktického či právního stavu nabývaných nepřímo držených cenných papírů. Na druhou stranu takovýto nabyvatel se nesmí úmyslně vyhýbat tomu, aby se s určitou právní či faktickou vadou mohl seznámit (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 76).

<sup>73</sup> Podrobněji Vondráček, O.: *Nepřímá držba cenných papírů*, op. cit. pozn. č. 8, str. 23 an.

<sup>74</sup> Nahlížíme-li na transakce s cennými papíry optikou finančních trhů dispozice s nepřímo drženými cennými papíry se odehrávají na kapitálových trzích. Právě v aspektu dispozic se kapitálové trhy odlišují od trhů s deriváty: zatímco na kapitálových trzích dochází k reálnému převodu cenných papírů, kdy v důsledku uskutečněných obchodů cenné papíry jsou převáděny mezi účty jejich převodců a nabyvatelů, na trhu s deriváty se v zásadě se skutečnou realizací převodů nepřímo držených cenných papírů nepočítá a až na výjimky k reálnému transferu cenných papírů nedochází, i když nepřímo držené cenné papíry slouží jako podkladová aktiva ke kontraktům (závazkům), které se na trhu s deriváty obchodují.

provádějí plnění přímo jedna druhé, je struktura obchodů uskutečňovaných na regulovaných trzích složitější. Standardní transakce spočívající v převodu nepřímo držených cenných papírů prostřednictvím kapitálového trhu se skládají minimálně ze tří fází - z fáze obchodu, fáze zúčtování a fáze vypořádání, přičemž každá z těchto fází bude implikovat účast různých subjektů zajišťujících úspěšné provedení dané fáze: obchodník s cennými papíry daný obchod zprostředkuje a zaregistruje do příslušného systému, centrální protistrana, jež se stává součástí obchodu jako mezičlánek mezi převodcem a prostředníkem, zaručí plnění obou stran a subjekt zajišťující vypořádání obchodu s cennými papíry provede výměnu cenných papírů proti dohodnuté ceně.

První fází transakce s nepřímo drženými cennými papíry na kapitálovém trhu je fáze obchodu:<sup>75</sup> z právního pohledu se bude jednat o proces uzavření smlouvy.<sup>76</sup> Pravidla uzavírání těchto smluv, včetně obsahu těchto smluv, budou obvykle stanovena přímo osobou provozující daný kapitálový trh v obecných podmínkách tohoto trhu (či na jejich základě), přičemž střet nabídky a jejího přijetí bude plně

---

<sup>75</sup> Tímto obchodem či obchodováním nahlíženém v užším smyslu, tzn. jako součást obchodu na sekundárním organizovaném trhu, rozumíme proces od okamžiku podání nabídky na prodej cenného papíru, přes jeho uvedení do systému regulovaného trhu, spárování s příslušnou protinabídkou (akceptací), potvrzení uzavření obchodu a jeho zaslání zúčastněným stranám a systému zúčtování a vypořádání (Carvalho, C. H. de.: Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Prerequisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspectives, HWWA Discussion Paper 287, červenec 2004, str. 13).

<sup>76</sup> Z právního pohledu se jedná o realizaci určité příkazní smlouvy, ať už mandátní či zprostředkovatelské, mezi konečným majitelem nepřímo držených cenných papírů a obchodníkem s cennými papíry v podobě formulace nabídky na koupi či prodej nepřímo držených cenných papírů na daném regulovaném trhu a následném uzavření smlouvy o takové koupi či prodeji mezi konečným majitelem (nabyvatelem) a jiným konečným majitelem (zcizitelem) a jejím potvrzení obchodníkem. Pomineme-li skutečnost, že strany obchodu musí obchodníkovi s cennými papíry sdělit údaje umožňující identifikaci jejich účtů cenných papírů, které tento obchodník spolu s potvrzením o uzavření smlouvy zašle zúčtovacímu a vypořádacímu systému, fáze obchodování s cennými papíry v popsaném užším slova smyslu nemá na nepřímou držbu přímý vliv. Od transakcí „přes přepážku“ se liší v tom, že smlouva o převodu cenných papírů v rámci obchodu na regulovaném trhu má charakter „formulářové“ smlouvy a k jejímu uzavření nestačí pouhý souhlasný střet projevů vůle nabyvatele a zcizitele, avšak je nutné potvrzení o uzavření smlouvy (Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: The Law of Global Custody, 2. vydání, 2002, Butterworths LexisNexis, str. 141).

automatizovaný.<sup>77</sup> Na některých kapitálových trzích<sup>78</sup> vstupuje v této fázi do daného obchodu mezi převodce a nabyvatele centrální protistrana s cílem zajistit splnění závazků obou stran.<sup>79</sup> Vzniklý smluvní vztah mezi převodcem a nabyvatelem se v důsledku intervence centrální protistrany rozdělí na smluvní vztah mezi převodcem a centrální protistranou a centrální protistranou a nabyvatelem: ve vztahu k převodci vystupuje centrální protistrana vůči převodci jako dlužník vzhledem k zaplacení ceny a jako věřitel vzhledem k dodání předmětných cenných papírů; ve vztahu vůči nabyvateli vystupuje centrální protistrana v postavení opačném.<sup>80</sup>

Zúčtování je druhou fází převodu nepřímo držených cenných papírů uskutečněného prostřednictvím kapitálového trhu. Zúčtování navazuje na fázi obchodu a ústí do závěrečné fáze, fáze vypořádání. Zúčtování zahrnuje řadu dílčích sub-procesů, jejichž účel je společný: přesné určení toho, co je obsahem smlouvy uzavřené automatizovaným způsobem na kapitálovém trhu, tj. kolik cenných papírů má obdržet nabyvatel a jakou částku má za tyto cenné papíry obdržet převodce.<sup>81</sup> Bez ohledu na to, zda je určení výše plnění jednotlivých stran

---

<sup>77</sup> Tyto smlouvy jsou standardizované a na rozdíl od smluv v rámci transakcí přes přepážku nemohou strany o jejich obsahu vyjednávat (Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 26, str. 1439-1440).

<sup>78</sup> Instituce centrální protistrany se nevyskytuje na všech regulovaných kapitálových trzích. Přehled regulovaných kapitálových trhů, jež využívají služby centrální protistrany lze najít například v dokumentu Securities trading, clearing, central counterparties and settlement in EU 25 – an overview of current arrangements, Report by London Economics commissioned by the Competition, 30. června 2005, str. 29 - 30.

<sup>79</sup> Účelem tohoto aranžmá je jednak snížení rizika nesplnění závazků jedné ze stran, neboť centrální protistrana díky své kvalitní kapitálové vybavenosti zajistí toto splnění i v případě, že jedna ze stran své závazky nerealizuje, a jednak umožnění provádění mnohostranného zúčtování. K tomu, aby mohla centrální protistrana zajišťovat splnění závazků účastníků transakcí na regulovaných trzích, musí být sama schopna mobilizovat ve svůj prospěch dostatečné množství likvidních aktiv, ze kterých se uspokojí v případě, že bude muset provést platby či doručení cenných papírů za nesolventní účastníky: za tímto účelem proto právní řády zřizují ve prospěch centrální protistrany zajištění vůči cenným papírům držným prostředníky, jež jsou členy systému, kde institut centrální protistrany působí.

<sup>80</sup> Guadamillas, M., Keppler, R.: Securities Clearance and Settlement Systems, A Guide to Best practices, Světová banka, 2001, str. 5.

<sup>81</sup> Důsledkem ingerence centrální protistrany je skutečnost, že ani jedna ze stran transakce uzavřené prostřednictvím regulovaného trhu a převzaté centrální protistranou neví a ani nemůže vědět, kdo je její skutečnou protistranou v rámci takového obchodu. To je důležité zejména pro nabyvatele cenného papíru, neboť ten si z tohoto důvodu nikdy nemůže ověřit,

určeno na hrubé bázi,<sup>82</sup> bilaterální čisté bázi<sup>83</sup> či mnohostranné čisté bázi,<sup>84</sup> přímá interakce procesu zúčtování se vztahy v rámci nepřímé držby nastává až v okamžiku, kdy je výše plnění jednotlivých stran přesně určena: v tom okamžiku osoba provádějící zúčtování<sup>85</sup> vyše příkaz do systému vypořádání, aby prostřednictvím prostředníků převodce a nabyvatele (či obchodníka s cennými papíry či jiné osoby činné pro účastníky transakce) tento systém zajistil realizaci dané transakce, tzn. doručení příslušných cenných papírů oproti zaplacení ceny za tyto cenné papíry.<sup>86</sup>

Vypořádání je poslední a z hlediska vlivu na nepřímou držbu nejdůležitější fází transakce s nepřímo držеныmi cennými papíry uskutečňované na kapitálovém trhu.<sup>87</sup> Vypořádáním se obecně rozumí realizace povinností z uskutečněného obchodu na kapitálovém trhu prostřednictvím transferu cenných papírů (či práv k

---

zda cenné papíry koupené prostřednictvím regulovaného trhu nenabývá od nevlastníka. V případě, že centrální protistrana zajišťuje zúčtování na mnohostranné bázi je obtížné, ne-li nemožné, podmiňovat připsání nepřímo držných cenných papírů na účet nabyvatele jejich odepsáním z účtu převodce, neboť v důsledku vstupu centrální protistrany mezi nabyvatele a převodce, resp. nahrazením všech skutečných protistran ze všech uskutečněných transakcí jedním vztahem s centrální protistranou kumulujícím a započítávajícím všechny tyto uskutečněné transakce, se ztrácí možnost identifikace skutečných protistran daného obchodu (Giovanniniho skupina, Způsoby přeshraničního zúčtování a vypořádání v Evropské unii („*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*”), tzv. „*První Giovanniniho zpráva*“, listopad 2001, Brusel, str. 5).

<sup>82</sup> Zúčtování na hrubé bázi znamená, že každý obchod je vypořádáván jednotlivě. V systému vypořádání na hrubé bázi v reálném čase (v ang.: „*real-time gross settlement system*” neboli „*RTGS*”) je každá transakce definitivně vypořádána hned poté, co je sjednání obchodu potvrzeno.

<sup>83</sup> Vypořádání na dvoustranné bilaterální bázi nastává v okamžiku, kdy jsou spárovány pozice dvou účastníků a „*započteny*” ve stanovených intervalech před konečným vypořádáním například jednou denně po skončení cyklu obchodování nebo každé dvě hodiny v rámci cyklu obchodování.

<sup>84</sup> Vícestranné vypořádání na čisté bázi znamená, že pozice všech účastníků jsou „*započteny*” předtím, než dojde k uskutečnění převodů cenných papírů a peněžních prostředků z účtu na účet.

<sup>85</sup> V ang. „*clearing agent*.”

<sup>86</sup> Díky procesům vzájemného nettingu se redukuje počty skutečně proběhlých převodů mezi účty. V roce 2006 americký systém průběžného čistého vypořádání NSCC snížil objem transakcí z \$174.9 trilionů na \$3.8 trilionů, tj. o 98% (Mooney, Ch., W. Jr.: *Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan, and the UNIDROIT Draft Convention*, Discussion Paper No. 2008-E-7, Institute for Economic and Monetary Studies (Bank of Japan), Tokyo, <http://www.imes.boj.or.jp>, str. 110).

<sup>87</sup> Obrazně řečeno, „*vypořádání je vodovodním a kanalizačním systémem trhů cenných papírů*.” (Benjamin, J.: *Interests in Securities – A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford, 2000, str. 19).

nim) ze strany převodce ve prospěch nabyvatele a protisměrnému transferu peněžních prostředků odpovídající ceně za tyto cenné papíry (či práva k nim) z osoby nabyvatele na osobu převodce.<sup>88</sup> Jedna část smlouvy o převodu cenných papírů je splněna zaplacením kupní ceny, druhá část doručením cenných papírů, přičemž obojí probíhá v elektronické „bezhotovostní“ podobě.<sup>89</sup> Jinými slovy, co se týče cenných papírů, vypořádání nastává v okamžiku, kdy je příslušný počet cenných papírů převeden z osoby převodce na osobu nabyvatele - obvykle prostřednictvím osoby provozující vypořádání či jiného prostředníka cenných papírů; co se týče ceny, k vypořádání dochází v okamžiku, když je učiněna konečná platba ve prospěch převodce - ať už prostřednictvím obchodníka s cennými papíry, prostředníka či příslušné banky.<sup>90</sup>

Popsané mechanismy zúčtování a vypořádání jsou realizovány prostřednictvím systémů zúčtování a vypořádání. Tyto systémy představují tržní infrastrukturu, která umožňuje rychle a efektivně realizovat obchody uzavřené na kapitálových trzích. Objem realizovaných transakcí a komplexnost fungování činí ze zúčtovacích a vypořádacích systémů systémově důležité prvky kapitálových, a i finančních trhů. Právní řády si jsou vědomy této systémové důležitosti, a proto vytvářejí či uznávají zvláštní pravidla, podle kterých tyto systémy fungují, a umožňují, aby tato pravidla měla přednost před obecnými ustanovení soukromého práva, včetně práva insolvenčního.<sup>91</sup> Základními dvěma zásadami, na kterých tyto

---

<sup>88</sup> Guadamillas, M., Keppler, R.: op. cit. pozn. č. 80, str. 9.

<sup>89</sup> Rogers, S.J.: Conflict of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries, Boston College Law School Faculty Papers, 2005, Paper 108, str. 46 – 47.

<sup>90</sup> Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 27, str. 1461.

<sup>91</sup> Nadřazenost těchto pravidel fungování systémů zúčtování a vypořádání soukromoprávním pravidlům věcného a závazkového práva a s tím související nutnost modifikace těchto pravidel v důsledku uplatnění uvedených zásad je odůvodněna veřejným zájmem. Nedodržování zásad konečnosti vypořádání a zásady doručení proti zaplacení by totiž vedlo k narušení práv třetích osob a potenciálně celých trhů s cennými papíry a způsobovalo by šíření neblahých důsledků kolapsu jedné osoby na ostatní účastníky těchto trhů, kdežto modifikace soukromoprávních pravidel bude mít pouze limitované účinky mezi dotčenými stranami, tj. zcizitelem, nabyvatelem a jejich příslušnými prostředníky. Vzhledem k tomu, že dodržování těchto zásad nelze docílit pouze pomocí technických prostředků zkracujících dobu vypořádání či zajišťujících bezpečnější způsob úhrady ceny, neboť jejich naplnění závisí rovněž na aplikaci příslušných právních norem, je nutno rovněž zásadám fungování systémů zúčtování a vypořádání adekvátně přizpůsobit pravidla nepřímé držby (Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 27, str. 1461).

systémy fungují a které ovlivňují právní důsledky převodů nepřímo držených cenných papírů, je zásada konečnosti vypořádání, zahrnující zásadu neodvolatelnosti zúčtování,<sup>92</sup> a zásada dodání oproti zaplacení (DVP).<sup>93</sup>

Zásada konečnosti vypořádání<sup>94</sup> či jen zásada konečnosti je používána v řadě různých významů.<sup>95</sup> Primárním účelem zásady konečnosti je zajistit realizaci povinností stran vyplývajících z obchodů s cennými papíry bez ohledu na možnou insolvenční některé ze stran.<sup>96</sup> V nejobecnějším významu zásada konečnosti zajišťuje neodvolatelné a za všech okolností vykonatelné zpracování příkazu k vypořádání sjednané a zúčtované transakce směřující k převodu cenných papírů či

---

<sup>92</sup> Zásadou neodvolatelnosti zúčtování je možno rozumět princip, podle kterého od určitého okamžiku, kdy sjednaný obchod s nepřímo drženými cennými papíry vstoupí do systému zúčtování, není možné tento obchod odvolat, tj. žádná ze stran obchodu či osob jednajících jejich jménem nemůže od tohoto okamžiku zabránit uskutečnění tohoto obchodu, například zasláním instrukce žádající zastavení procesu zúčtování dané transakce.

<sup>93</sup> Zásada DVP eliminuje hlavní riziko, tj. riziko, že kterákoli ze stran obchodu nesplní své povinnosti.

<sup>94</sup> V ang.: „*finality principle*.“

<sup>95</sup> Sama zásada konečnosti ovšem nezajišťuje, že cenné papíry budou skutečně připsány na účet nabyvatele-konečného majitele účtu stejně jako že peněžní prostředky budou připsány na účet převodce. Tato zásada rovněž nezaručuje, že cenné papíry připsané na účet nabyvatele v rámci dané transakce byly na tento účet připsány s definitivním účinkem a že takový zápis na účtu nelze stornovat. V širším právním významu používaném zejména ve Spojených státech amerických v kontextu právní úpravy nepřímo držených cenných papírů v UCC se zásadou konečnosti rozumí konečnost převodu věcného práva k cennému papíru. „*Jinými slovy, jakmile nabyvatel získal věcné právo k cennému papíru převodem zpracovaným prostřednictvím příslušného formálního mechanismu, nabytí tohoto věcného práva nemůže být anulováno na základě toho, že převodce nejednal v dobré víře při převádění cenných papírů na nabyvatele.*“ (Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 27, str. 1462). Mluvíme-li o zásadě konečnosti vypořádání, je proto vždy nutné rozlišovat, v jakém z uvedených dvou nejčastěji používaných významů ji chápeme, neboť každý z těchto významů má diametrálně odlišné právní důsledky.

<sup>96</sup> Poté, co v rámci fáze obchodování nabyvatel uzavřel na regulovaném trhu smlouvu o koupi cenných papírů jsou jeho práva k těmto cenným papírům do okamžiku ukončení fáze vypořádání a připsání koupených cenných papírů na účet pouze závazkového charakteru, a jsou tudíž ohrožena možnou insolvenční zcizitele. Jakmile je však vypořádání ukončeno a nepřímo držené cenné papíry jsou s definitivním účinkem připsány na účet nabyvatele závazková práva nabyvatele k zakoupeným cenným papírům se mění na práva věcná či obdobná, na které už možná insolvence nabyvatele nemá vliv. Převodce naopak v rámci vypořádání čelí riziku, že převede cenné papíry a nedostane za ně zaplacení. Vzhledem k tomu, že jeho nárok na peněžité plnění bude stále závazkového charakteru, bude ohrožen insolvenční nabyvatele až do okamžiku, kdy budou finanční prostředky odpovídající ceně zobchodovaných cenných papírů připsány na jeho peněžní účet. Převodce i nabyvatel mají z tohoto důvodu eminentní zájem na tom, aby dodání cenných papírů proběhlo simultánně, tj. ve stejný okamžik, jako zaplacení ceny za tyto cenné papíry. Pro úspěšné provedení vypořádání obchodu s cennými papíry je proto nutno, pokud jde o cenné papíry, dodržet zásadu konečnosti vypořádání, a pokud jde o zaplacení ceny, zásadu doručení proti zaplacení.

jiných finančních aktiv na straně jedné, a k zaplacení ceny za tyto cenné papíry či finanční aktiva na straně druhé.<sup>97</sup>

Zásada dodání proti zaplacení<sup>98</sup> je komplementární zásadou k zásadě konečnosti vypořádání. Tato zásada je definována jako souběžná výměna cenných papírů a odpovídající hotovostní hodnoty za účelem vypořádání transakce.<sup>99</sup> Základním účelem této zásady je synchronizace zaplacení ceny za zobchodované cenné papíry oproti doručení těchto cenných papírů, tj. paralelní uskutečnění odepsání cenných papírů k tíži účtu převodce a jejich připsání k dobru účtu nabyvatele na straně jedné a souběžné odepsání finanční částky odpovídající ceně za tyto cenné papíry k tíži peněžního účtu nabyvatele a jejich připsání k dobru peněžní účtu převodce na straně druhé.<sup>100</sup> Zásada dodání proti zaplacení zajišťuje, že převod zobchodovaných cenných papírů či práv k nim bude uskutečněn jen tehdy, jestliže zároveň dojde k převodu finančních prostředků odpovídajících sjednané ceně za tyto cenné papíry.<sup>101</sup> Způsob, jakým je zásada dodání oproti zaplacení realizována v jednotlivých jurisdikcích, závisí jednak na tom, jaký model vypořádání a zaplacení daný systém používá<sup>102</sup> a jednak na otázce, prostřednictvím jakých osob<sup>103</sup> je

<sup>97</sup> Návrh oficiálního komentáře Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 123.

<sup>98</sup> V ang.: „*delivery versus payment principle*.“

<sup>99</sup> „Zpráva o « dodání proti zaplacení » v systémech vypořádávání obchodů s cenných papírů,“ (v ang. „*Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems*“), Banka pro mezinárodní vypořádání (BIS), Basilej, 1992, str. 15.

<sup>100</sup> Jak je podrobněji rozvedeno dále v dalším oddíle ve vztahu k jednotlivým systémům zúčtování a vypořádání, „dodání oproti zaplacení“ není v řadě případů realizováno přímo z účtů převodce a nabyvatele, jež jsou konečnými majiteli účtů cenných papírů, nýbrž z účtů osob provádějících danou transakci jejich jménem, tj. obvykle obchodníky s cennými papíry, jež mohou být rovněž prostředníky.

<sup>101</sup> Jestliže zásada dodání oproti zaplacení je na jednu stranu schopna zajistit včasný transfer cenných papírů a plateb vyplývajících z příkazů akceptovaných pro vypořádání daným systémem, nemůže na druhou stranu ovlivnit, zda příkaz k vypořádání obchodu bude systémem akceptován. Akceptace příkazů k vypořádání je vždy podmíněná dostatečným zůstatkem cenných papírů na účtu převodce; není-li zůstatek dostatečný uzavřený obchod se neuskuteční, není-li tento problém vyřešen jinak. Možnosti půjčování cenných papírů umožňují snížit riziko nevypořádání, avšak žádný systém není schopen zcela eliminovat neúspěšná vypořádání obchodů vyplývající z potíží převodce mít či si půjčit dostatečné množství cenných papírů („Zpráva o « dodání proti zaplacení » v systémech vypořádávání obchodů s cenných papírů,“ op. cit. pozn. č. 99, str. 36).

<sup>102</sup> V zásadě lze identifikovat tři existující a stále používané modely vypořádání: *DVP Model 1*: Konečný (nepodmíněný) převod cenných papírů a plateb probíhá na hrubé bázi a ve stejný okamžik (simultánní vypořádání jednotlivých převodů cenných papírů a peněžních prostředků; v rámci vypořádacího systému jsou obvykle vedeny jak účty cenných upírů, tak peněžní účty); *DVP Model 2*: Konečný převod cenných papírů probíhá na hrubé bázi



vypořádání v rámci daného systému a modelu uskutečněno.<sup>104</sup> Nastavení těchto „proměnných“ či jejich kombinace bude mít různé právní důsledky pro fungování systému nepřímé držby cenných papírů v dané jurisdikci.<sup>105</sup>

---

(vypořádání jednotlivých převodů), ovšem platby jsou započteny na čisté bázi a vypořádány na konci vypořádacího cyklu (v rámci vypořádacího systému jsou vedeny účty cenných papírů, nikoli však peněžní účty; ty jsou vedeny zpravidla na účtech komerčních bank); DVP Model 3: Příkazy k doručení cenných papírů a plateb jsou započteny na čisté bázi, přičemž konečný převod konečných pozic probíhá na konci vypořádacího cyklu (v rámci vypořádacího systému jsou vedeny účty cenných papírů, peněžní účty jsou zpravidla vedeny centrální bankou či komerčními bankami) („Zpráva o « dodání proti zaplacení » v systémech vypořádávání obchodů s cenných papírů“, op. cit. pozn. č. 99, str. 16).

<sup>103</sup> Figuruje v převodu centrální protistrana? Jsou k zaplacení využity peněžní prostředky centrální banky či jen komerčních bank? Provádí zúčtování a/nebo vypořádání sám obchodník s cennými papíry v postavení agenta pro zúčtování a/nebo vypořádání (v ang.: „clearing agent“ a/nebo „settlement agent“) nebo využívá služeb zúčtování a vypořádání poskytovaných jinými osobami? atd. Každá z těchto otázek může vyvolat jiné právní důsledky pro převod nepřímo držených cenných papírů, zejména co se týče okamžiku definitivního nabytí práv k nepřímo drženým cenným papírům nabyvatelem.

<sup>104</sup> Guadamillas, M., Keppler, R.: op. cit. pozn. č. 80, str. 5.

<sup>105</sup> V modelu DVP1 jsou záporné zůstatky na účtu cenných papírů zakázány a to i přesto, že ve většině systémů používajících tento model existují aranžmá, které se ve svém důsledku neliší od záporných zůstatků. V tomto systému nebude převod uskutečněn, pokud na účtu cenných papírů nebo na peněžním účtu nebude dostatečný zůstatek. Aby v důsledku nedostatečných zůstatků nedocházelo k častému selhání vypořádání, DVP model 1 používá techniky řazení transakcí a nabízí služby půjčování cenných papírů. Zároveň poskytuje krátkodobé zpravidla maximálně jednodenní úvěry. Pro pokrytí rizika nesplacení těchto úvěrů je ve prospěch osoby provozující vypořádací systém zřizováno zajištění, jehož předmětem jsou zpravidla vypořádávané cenné papíry. V modelu DVP2 převod cenných papírů předchází převodu peněžních prostředků. Obdobně jako v modelu DVP1 model DVP2 zpravidla zakazuje účastníkům negativní zůstatky na účtech cenných papírů, nicméně mlčky připouští „úvěry“ na peněžních účtech. Příkaz k vypořádání není akceptován, pokud na účtu převodce není dostatečný zůstatek cenných papírů. Za účelem zajištění bezpečného vypořádání je využíván zajištěný platební systém, ve kterém oproti doručení cenných papírů je „doručení“ neodvolatelný závazek pověřené banky nabyvatele za tyto cenné papíry zaplatit. Tento systém však neeliminuje riziko nezaplacení bankou nabyvatele či riziko nezaplacení nabyvatele jeho bance: první problém je řešen povinností bank mít v daném dnu k dispozici částky odpovídající cenám, jež mají za své klienty platit, druhý problém zajištěním banky vůči svému klientovi, jehož předmětem jsou cenné papíry vedené na účtu klienta. V modelu DVP3 dochází během obchodovacího dne ke kalkulaci peněžních sum a množství cenných papírů. K převodu cenných papírů na účtech dochází až na konci cyklu zpracování; záznamy na účtech učiněné dříve mohou být pouze podmíněnými (provizorními). Před koncem tohoto cyklu systém verifikuje, zda na peněžních účtech a účtech cenných papírů jsou dostatečné zůstatky umožňující vypořádání dané transakce; je-li na některém účtu nedostatek, je majitel účtu notifikován a je mu umožněno, aby si opatřil potřebné množství chybějících cenných papírů či peněžních prostředků. Vypořádání uvedených závazků není zpravidla z právního hlediska definitivní a může být anulováno nebo odloženo ke zpracování v následujícím vypořádacím cyklu. Za účelem eliminace tohoto rizika vyžaduje tento model intervenci centrální protistrany, která provádí kalkulace hodnot uzavřených obchodů a zároveň garantuje jejich vypořádání; v důsledku toho je nutné, aby se centrální protistrana mohla sama zajistit vůči členům systému, a to zpravidla prostřednictvím přednostního zajištění v hodnotě vypořádávaných

Poslední determinantou v rámci tržních infrastruktur mající vliv na strukturu pravidel nepřímé držby cenných papírů je postavení národních a mezinárodních centrálních depozitářů.<sup>106</sup> Tyto osoby v řadě případů plní nejen svou základní funkci „centrálních prostředníků,“ nýbrž také provádějí pro kapitálové trhy služby zúčtování a vypořádání.<sup>107</sup>

Vzhledem k systémovému významu mechanismů zúčtování a vypořádání na provádění obchodů s nepřímo drženými cennými papíry bere v potaz pravidla těchto mechanismů i Ženevská úmluva UNIDROIT.<sup>108</sup> Úmluva definuje jak systém vypořádání,<sup>109</sup> tak systém zúčtování,<sup>110</sup> a přiznává pravidlům upravujícím

---

obchodů vůči danému členu („Zpráva o «dodání proti zaplacení» v systémech vypořádávání obchodů s cenných papírů,“ op. cit. pozn. č. 99, str. 17 an.).

<sup>106</sup> Integrace obchodování (v užším slova smyslu), zúčtování a vypořádání s evidencí nepřímo držených cenných papírů v jedné osobě do tzv. „vertikálních sil“ prostřednictvím systémů zvaných „straight-through-processing“ umožnila odstranění právní nejistoty ohledně konečnosti vypořádání a převodu vlastnických či jiných práv k cenným papírům. Nicméně, vzhledem k tomu, že ne všechny regulované trhy se vydaly cestou vertikální integrace, neboť zvolily například model „horizontální konsolidace,“ stala se konfigurace systému zúčtování a vypořádání s činností centrálního depozitáře další proměnnou mající vliv na architekturu nepřímé držby cenných papírů. (Eurozone payment and securities settlement systems interdependence: Will consolidation initiatives lead to contagion; who is accountable?, reGEN Policy Paper, únor 2004, str. 8).

<sup>107</sup> Zpráva neformální pracovní skupiny pro systémy zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry („Report of the Informal Working Group on Securities Clearing and Settlement Systems Including Rules of Central Securities Depositories,“) UNIDROIT, CONF. 11 – Doc. 6, únor 2008, str. 2 – 3).

<sup>108</sup> Systémem jako takovým rozumí Ženevská úmluva určitou síť či infrastrukturu, která spojuje alespoň tři účastníky za účelem zúčtování či vypořádání obchodů s cennými papíry. Pokud by spojoval pouze dva účastníky, jednalo by se o typický smluvní soukromoprávní vztah, jehož ujednání by nemohla převažovat na normami objektivního práva; rovněž z ekonomického hlediska by eventuelní problém ve vztazích mezi dvěma účastníky byl těžko schopen vyvolat systémové riziko pro finanční systém. Účastníky systému budou většinou finanční instituce splňující určité veřejnoprávní požadavky. Systém bude provozován určitou osobou, jež bude odpovědná za zajištění fungování procesů zúčtování či vypořádání. Na systém budou obvykle napojeny další osoby zajišťující související služby, jako například centrální protistrana, zúčtovací střediska či agenti pro vypořádání (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 12).

<sup>109</sup> Systém vypořádání cenných papírů vymezuje Úmluva UNIDROIT jako systém, který vypořádává, či vypořádává a zúčtovává, obchody s cennými papíry, je provozován centrální bankou nebo centrálními bankami nebo podléhá regulaci, doзору či dohledu státního či veřejného orgánu ve vztahu ke svým pravidlům a byl v prohlášení strany Úmluvy identifikován jako systém, jež přispívá ke snížení rizik ohrožujících stabilitu finančního systému v rámci státu, který takové prohlášení činí (čl. 1, písm. n) Úmluvy UNIDROIT).

<sup>110</sup> Obdobně definuje systém zúčtování cenných papírů, který se od systému vypořádání liší v tom, že zúčtovává, avšak nevypořádává obchody s cennými papíry prostřednictvím centrální protistrany či jiným způsobem; ostatní konstitutivní znaky, tj. veřejnoprávní

fungování těchto systémů (tzv. jednotná pravidla v jazyce Úmluvy) přednost před obecnými pravidly nakládání s nepřímo drženými cennými papíry, například v oblasti přijímání příkazů prostředníkem,<sup>111</sup> důsledků neoprávněných<sup>112</sup> a neplatných dispozic,<sup>113</sup> nabytí cenných papírů v dobré víře,<sup>114</sup> držení dostatečného množství disponibilních cenných papírů,<sup>115</sup> a samozřejmě otázek insolvence prostředníka,<sup>116</sup> který je členem systému zúčtování a vypořádání.<sup>117</sup> Na druhou stranu Úmluva UNIDROIT již nepodává definici výše popsaných zásad systémů zúčtování a vypořádání ani jejich důsledků pro právní vztahy v rámci nepřímé držby.<sup>118</sup>

## **Oddíl 2 – Právní pojetí převodu nepřímo držených cenných papírů**

Dispozice s nepřímo drženými cennými papíry ve formě převodu práva plně disponovat s těmito cennými papíry lze v právním pojetí definovat jako převod titulu k nepřímo drženým cenným papírům opravňující nabyvatele k plné

---

dohled a identifikace jako systémově důležitý element pro stabilitu finančního systému se neliší od systému vypořádání (čl. 1, písm. o) Úmluvy).

<sup>111</sup> Čl. 9, odst. 1, písm. c) a čl. 23 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>112</sup> Čl. 15, odst. 2 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>113</sup> Čl. 16 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>114</sup> Čl. 18, odst. 5 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>115</sup> Čl. 24, odst. 4 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>116</sup> Čl. 27 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>117</sup> Čl. 28 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>118</sup> Úmluva však definuje, co se rozumí jednotnými pravidly fungování systému zúčtování a vypořádání; tato „jednotná pravidla“ představují ve vztahu k systému vypořádání cenných papírů a systému zúčtování cenných papírů pravidla takového systému, (včetně pravidel obsažených v národních právních řádech), která jsou společná účastníkům či části účastníků takového systému a jsou veřejně dostupná (čl. 1, písm. p) Úmluvy). Tato pravidla musí trvalým způsobem určovat fungování systému zúčtování a vypořádání a zahrnovat poskytování standardizovaných služeb širokému spektru účastníku. Tato pravidla musí být konzistentní a vynutitelná. Jejich charakter není důležitý: může se jednat o ustanovení vtělená do zákona, podzákonného předpisu, obecných smluvních podmínek atd., avšak nemusí zahrnovat všechna pravidla určitého systému. V případě, že se bude jednat o systém mezinárodního zúčtování a vypořádání, jež bude poskytovat své služby pro několik různých jurisdikcí, bude třeba, aby účinnost pravidel takového systému byla uznána právním řádem jurisdikce, pro kterou daný systém poskytuje své služby; v takovém případě je nutno odlišovat právní řád, jenž přiznává konečný účinek příkazu zadaného do příslušného systému od právního řádu, jimiž se řídí vztahy mezi daným systémem a účastníky tohoto systému. Konečně je nutné, aby pravidla systému zúčtování a vypořádání byla přístupná veřejnosti, neboť jen tak mohou tato pravidla zajistit dostatečnou míru právní jistoty a předvídatelnosti, zejména pokud mají mít potenciál derogovat obecné normy obchodního či insolvenčního práva (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 17 a 18).

dispozici s nepřímo drženým cenným papírem.<sup>119</sup> Reflektujeme-li tuto obecnou definici ve světle jednotlivých právních řádů, narazíme na pestrou škálu přístupů, jakým jednotlivé právní řády tuto problematiku pojmají: odpovědi na otázky, co je předmětem převáděného práva, jaký charakter má převáděné právo plně disponovat s nepřímo drženými cennými papíry, kdy se nepřímo držené cenné papíry dostávají z moci převodce do moci nabyvatele, kdy je převedené právo účinné *erga omnes*, za jakých okolností je možné připsání cenných papírů na účet anulovat, jaké je nutno splnit předpoklady pro možnost získat právo od nevlastníka v dobré víře, jsou téměř v každé ze zkoumaných jurisdikcí odlišné.

Jestliže se převody nepřímo držených cenných papírů mimo tržní infrastruktury budou odehrávat v rámci obecných principů smluvního práva, práv věcných a insolvenčního práva, převody uskutečněné prostřednictvím tržních infrastruktur budou v řadě ohledů natolik ovlivněny zásadami týkajícími se fungování těchto infrastruktur, že se právní charakter těchto převodů bude od charakteru převodu v rámci obecného soukromoprávního režimu značně lišit: uvedené dvě roviny převodů je proto nutné prezentovat odděleně.

#### *Pododdíl 1 – Převody nepřímo držených cenných papírů (obecně)*

V souladu s nastíněnou strukturou funkčního přístupu k převodu práva plně disponovat s nepřímo drženými cennými papíry, zahrnující otázky ohledně charakteru převodu, podmínek převodu, způsobu realizace převodu, nabytí účinnosti převodu vůči třetím stranám, anulace převodu a nabytí nepřímo držených cenných papírů v dobré víře od nevlastníka, zkoumá tento oddíl tyto jednotlivé aspekty v optice vybraných právních řádů.

##### **a) Francouzské právo**

Francouzské právo patří do okruhu systémů podmíněných, tj. systémů, kde převod vlastnického práva je derivativního charakteru, tzn. kde nabyvatel nabývá právo převodce. Připsání cenného papíru na účet nabyvatele je proto odvislé od

---

<sup>119</sup> Srovnej s čl. 1, odst. 1, písm. h) Haagské úmluvy.

odepsání ekvivalentního počtu cenných papírů z účtu převodce.<sup>120</sup> Předmětem převodu – byť tento názor není sdílen určitou částí doktríny<sup>121</sup> – je u dematerializovaných cenných papírů na majitele vlastnické právo, u dematerializovaných cenných papírů na jméno zvláštní nepojmenované právo věcného, a pravděpodobně i vlastnického, charakteru.<sup>122</sup>

K převodu vlastnického práva k nepřímo drženému cennému papíru dochází ve francouzském právu jak mezi stranami převodu, tak vůči třetím osobám, včetně emitenta, nikoli okamžikem uzavření smlouvy podle obecné úpravy v Code civil,<sup>123</sup> ale až okamžikem učinění příslušného zápisu na účet vlastníka cenných papírů, tj. zápisem na účtu cenných papírů vedeného u jeho přímého prostředníka.<sup>124</sup> Učinění zápisu na vlastnickém účtu ve prospěch nabyvatele je

---

<sup>120</sup> Dotazník LCG-EC, str. 167.

<sup>121</sup> Maffei, A.: De la nature juridique des titres dématerialisés intermédies en droit français, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 242.

<sup>122</sup> Na rozdíl od dematerializovaných cenných papírů na majitele se u dematerializovaných cenných papírů na jméno zákonné i podzákoné texty, například čl. 322-65 obecného nařízení AMF, úzkostlivě vyhýbají nazvat převod práv k těmto cenným papírům převodem vlastnického práva a označit subjekt tohoto práva jako vlastníka. Tento přístup navazuje na předchozí přístup k listinným akciím na jméno, kdy tyto cenné papíry nebyly na rozdíl od cenných papírů na majitele považovány za způsobilý předmět vlastnického práva z důvodu absence inkorporace práva do listiny, neboť to je v případě cenných papírů na jméno spíše „inkorporováno“ do seznamu akcionářů.

<sup>123</sup> Platně uzavřená smlouva mezi převodcem a nabyvatelem, která zakládá povinnost převodce převést vlastnické právo k nepřímo drženému cennému papíru na nabyvatele, je nicméně nutnou podmínkou pro uskutečnění převodu nepřímo držených cenných papírů.

<sup>124</sup> Vzhledem k tomu, že převod vlastnického práva je ve francouzském právu obecně založen na principu konsensualismu (čl. 1583 francouzského Code civil uvádí „[Prodej] je účinný mezi stranami a vlastnictví je kupujícím vůči prodávajícímu podle práva nabyto, jakmile je dosaženo dohody ohledně věci a ceny, i když věc nebyla ještě dodána ani zaplacená.“) a jelikož ohledně nepřímo držených cenných papírů zvláštní předpis pouze stanovil, že převod cenných papírů nabývá účinnosti vůči třetím stranám okamžikem připsání na účet nabyvatele (čl. 94-II zákona č. 81-1160 z 30. prosince 1981), podřídila francouzská judikatura převody těchto cenných papírů tomuto obecnému principu konsensualismu: k převodu vlastnického práva k nepřímo drženým cenným papírům proto docházelo mezi nabyvatelem a převodcem okamžikem účinnosti smlouvy bez ohledu na to, zda se převáděný cenný papír stále nacházel na účtu převodce (Cass. com., 22. listopadu 1988, *Bull. Joly* 1989, str. 84 nebo Cass. Com., 23. listopadu 1993, *Bull. IV*, n° 431).<sup>124</sup> V reakci na tuto poněkud nepraktickou situaci – došlo-li v mezidobí od uzavření smlouvy do okamžiku připsání cenných papírů na účet k insolvenční nabyvatele, byly účinky insolvence nabyvatele ohroženy i cenné papíry na účtu převodce – stanovil francouzský zákonodárce, že nepřímo držený cenný papír se převádí z účtu na účet (čl. L. 211-15 francouzského peněžního finančního zákoníku) a že převod vlastnictví vyplývá ze zápisu převáděných cenných papírů na účet nabyvatele (čl. L. 228-1, odst. 9 francouzského Code de Commerce).

podmínkou nutnou k uskutečnění převodu, nikoli však podmínkou dostatečnou. Co je touto další podmínkou, která činí převod nepřímo drženého cenného „perfektní“, se liší v závislosti na typu cenného papíru: v tomto kontextu je nutno rozlišovat převody nepřímo držených cenných papírů, které jsou vedeny u prostředníků mimo rámec systému centrálního depozitáře, a převody cenných papírů v rámci systému centrálního depozitáře.

Jsou-li cenné papíry evidovány v rámci systému centrálního depozitáře nebo jejich převody prováděny prostřednictvím systému zúčtování a vypořádání použijí se ohledně jejich převodu zvláštní ustanovení peněžního a finančního zákoníku.<sup>125</sup> Jsou-li cenné papíry registrovány u prostředníka mimo systém centrálního depozitáře, jedná se o zaknihované cenné papíry na jméno vedené emitentem nebo prostředníkem na základě mandátu od emitenta, tzv. „*titres nominatifs purs*“.<sup>126</sup> v kontextu tohoto typu cenných papírů stanoví prováděcí dekret,<sup>127</sup> že zápis na účtu nabyvatele je proveden k datu určeným stranami a k okamžiku notifikace společnosti emitenta.<sup>128</sup>

---

<sup>125</sup> Čl. L228-1, odst. 9 francouzského Code de Commerce; čl. L. 211-17 odst. 2 francouzského CMF. Více ohledně těchto převodů níže kapitola 1 pododdíl 2 tohoto oddílu.

<sup>126</sup> Zvolí-li si emitent takového prostředníka, musí jeho jméno zveřejnit v Bulletinu povinných právních oznámení (ve fr.: „*Bulletin des annonces légales obligatoires*“).

<sup>127</sup> Čl. 60 dekretu č. 2006-1566 z 11. prosince 2006 (inkorporován do čl. R. 228-10 francouzského Code de commerce).

<sup>128</sup> Způsob notifikace je v případě absence smluvních ustanovení upraven v novém občanském soudním zákoníku (ve fr.: „*Nouveau code de procédure civile*“) a lze ho provést zasláním poštou, doručením oproti potvrzení nebo doručení soudním doručovatelem (čl. 650 an. francouzského nového občanského soudního zákoníku). V okamžiku přijetí tohoto oznámení společnost emitenta, ev. jí pověřený prostředník, zaznamená změnu majitele cenného papíru v seznamu vedeného danou společností (čl. R. 228-7 až 9 francouzského obchodního zákoníku). Záznam v tomto seznamu je poté rozhodující informací o vlastnictví dematerializovaných cenných papírů nabyvatelem (rozhodnutí Cour d'appel de Versailles, 28. května 1988, Bull. Joly, 1998, str. 1055); to platí i pro tzv. administrované cenné papíry na jméno vedené mimo centrálního depozitáře, tzv. „*titres nominatifs administrés*“, u nichž jejich vlastníci zmocnili k výlučnému jednání s emitentem prostředníky, kteří vedou paralelní účty cenných papírů pro své klienty reflektující údaje o jejich vlastnicích v seznamu vedeného společností nebo osobou touto společností pověřenou. Tento přístup navazuje na předchozí legislativu, judikaturu a doktrínu týkající se listinných akcií na jméno (čl. 1, odst. 2 dekretu č. 55-1595 ze 7. prosince 1955 uváděl, že převod cenných papírů na jméno se uskutečňuje vůči třetím osobám a emitentům pouze zápisem převodu v seznamech společnosti emitenta; z judikatury, lze uvést například rozhodnutí obchodního senátu Kasačního soudu ve věci *Nortène* z 24. ledna 1989, kde se uvádí, že „zápis převodu akcií na jméno v seznamu vedeném společností je absolutním

K anulaci zápisu na účtu nabyvatele učiněného v důsledku převodu nepřímo držených cenných papírů bude nejčastěji docházet buď v případě nezaplacení ceny za nabyté cenné papíry ze strany nabyvatele či v případě absence připsání cenných papírů na účet nabyvatele.<sup>129</sup> Možnost nabytí nepřímo držených cenných papírů od nevlastníka v dobré víře je výslovně připuštěna.<sup>130</sup>

## b) Belgické a lucemburské právo

Předmětem převodu v belgickém a lucemburském právním řádu, které můžeme v oblasti cenných papírů řadit mezi právní řády podmíněného systému přímého vlastnictví, je věcné právo sui generis vůči prostředníkovi k nehmotnému souboru cenných papírů na účtu.<sup>131</sup> Převod nepřímo drženého cenného papíru je definován jako „*opérence, v rámci které prostředník vedoucí účet na základě žádosti klienta odepíše z jeho účtu určité množství cenných papírů za účelem jejich připsání na*

---

*důkazem o vlastnictví těchto akcií a chrání nabyvatele před jakýmkoli nárokem na vydání těchto akcií“* (Bull. IV, n°39, str. 23); z doktríny lze citovat například *Traité de droit commercial* (autoři Ripert a Roblot) kniha 2, 7. vydání, para. 197: „*Ten, kdo drží cenný papír na základě platného zápisu [v seznamu akcionářů] se nemusí bát vydání třetí osobě díky absolutní důkazní síle zápisu. Nejedná se jen o ochranu vůči třetím osobám prostřednictvím publikace, ale o absolutní důkazní sílu zápisu, která je analogická zápisům v katastru nemovitostí v zemích, kde se informace o vlastnictví nemovitostí zapisují do těchto katastrů.*“

<sup>129</sup> K anulaci nabytí vlastnických práv může dojít ovšem pouze v prvně uvedeném případě, jelikož vlastnické právo k nepřímo drženému cennému papíru se ve francouzském právu nabývá až okamžikem učinění záznamu na účtu nabyvatele. Je-li zaplacená cena za cenné papíry, avšak cenné papíry ještě nejsou připsány na účet kupujícího, nemůže kupující nabytí vlastnictví, neboť to se nabývá až okamžikem zápisu na účet nabyvatele. V obou uvedených situacích však synallagmatický charakter smlouvy o převodu vlastnického práva k nepřímo drženým cenným papírům opravňuje věřitele nesplněného závazku žádat soud o anulaci smluvních závazků podle čl. 1184 Code civil (Čl. 1184 Code civil: *Rozvazovací podmínka je vždy, i nevýslovně, obsažena v synallagmatických smlouvách pro případy, kdy jedna ze stran nesplní svůj závazek. V takových případech se však smlouva neruší. Strana, jež je věřitelem nesplněného závazku, má možnost donutit druhou stranu k vykonání svého závazku, je-li to možné, nebo žádat zrušení smlouvy s náhradou škody. Zrušení musí být žádáno u soudu a žalovanému může být stanovena přiměřená lhůta podle okolností.*), tak aby dotčený věřitel nemusel plnit své závazky. Jedná-li se o nezaplacení ceny v situaci, kdy i přes tuto okolnost již došlo k připsání cenných papírů na účet nabyvatele, a tedy i k převodu vlastnictví, anulace smlouvy o prodeji bude mít za následek zneplatnění tohoto převodu a návrat vlastnického práva zpět k převodci (Müller, A.-C.: *Droit des marchés financiers et droit de contrats*, Economica, 2007, str. 220).

<sup>130</sup> Čl. L. 211-16 francouzského CMF.

<sup>131</sup> Belgie: Dotazník LCG-EC, str. 244; Lucembursko: Dotazník LCG-EC, str. 241.

*jiný účet.*<sup>132</sup> Díky uvedenému charakteru nepřímo drženého cenného papíru v belgickém a lucemburském právu je nutno na převod nepřímo držených cenných papírů v těchto právních řádech nahlížet jako na snížení rozsahu věcného práva převodce vůči jeho přímému prostředníkovi a souběžné zvýšení rozsahu věcného práva nabyvatele vůči jeho přímému prostředníkovi.<sup>133</sup>

Převod nepřímo držených cenných papírů bude v obou právních řádech vyžadovat existenci právního úkonu, tj. nejčastěji smlouvy<sup>134</sup> uzavřené souladu s obecnými podmínkami sjednání smluv<sup>135</sup> a rovněž zadání platného příkazu prostředníkovi.<sup>136</sup> Jak vyplývá z uvedené definice převodu je tento převod realizován pomocí odepsání cenných papírů z účtu převodce a jejich připsání na účet nabyvatele.<sup>137</sup> V obou právních řádech je k nutným předpokladům provedení převodu rovněž připočítat další faktickou podmínku spočívající v dostatečném zůstatku nepřímo držených cenných papírů na účtu převodce, a to nejméně ve výši nepřímo držených cenných papírů, jež mají být předmětem zamýšleného převodu.<sup>138</sup>

Ani belgické ani lucemburské právo nespecifikuje moment, kdy příslušný převod nepřímo držených cenných papírů nabývá účinnosti vůči třetím stranám, nicméně vzhledem k charakteru nepřímo držených cenných papírů je dovozováno, že tento okamžik nastává v momentě, kdy lze v majetkové podstatě prostředníka identifikovat nepřímo držené cenné papíry jako cenné papíry držené ve prospěch

---

<sup>132</sup> Moussel, P., Fayot, F.: La circulation des titres in Droit bancaire et financier au Luxembourg, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier, str. 1367.

<sup>133</sup> Vzhledem k tomu, že toto věcné právo *sui generis* nelze podle lucemburského práva považovat za věc, nelze rovněž na smlouvu o převodu nepřímo drženého cenného papíru použít režim smlouvy o prodeji věci; obdobný závěr lze *cum grano salis* dovozovat i v belgickém právu (Moussel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 132, str. 1348 a 1368; Haentjens, M.: Harmonisation of Securities Law – Custody and Transfer of Securities in European Private Law, Kluwer Law International, 2007, Netherlands, str. 68 – 69).

<sup>134</sup> Projekt britské Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Třetí seminář – Problémy týkající se nabyvatelů nepřímo držených cenných papírů, op. cit. pozn. č. 5, str. 9), str. 14.

<sup>135</sup> Moussel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 132, str. 1347.

<sup>136</sup> Belgie: Dotazník LCG-EC, str. 219 ; Lucembursko: Dotazník LCG-EC, str. 228.

<sup>137</sup> Moussel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 132, str. 1348.

<sup>138</sup> Belgické právo: Dotazník LCG-EC, str. 219; Haentjens, str. 66 (rovněž v tomto smyslu rozhodnutí antverpského odvolacího soudu *Hof van Beroep te Antwerpen* z 21. listopadu 2002 (analyzovaný tamtéž)); lucemburské právo: Dotazník LCG-EC, str. 228.



jeho přímého klienta-majitele účtu. Určení tohoto momentu bude vyplývat ze smluvního ujednání mezi prostředníkem a majitelem účtu.<sup>139</sup> Nebude-li tato otázka mezi prostředníkem a jeho majitelem účtu smluvně upravena, lze se domnívat, že půjde-li o převod nepřímo držených cenných papírů držených převodcem a nabyvatelem u téhož prostředníka, nabyde tento převod účinnosti již uzavřením smlouvy mezi převodcem a nabyvatelem majícím identického prostředníka.<sup>140</sup> Naproti tomu půjde-li o převod mezi klienty různých prostředníků, bude nabytí účinnosti vůči třetím stranám vázáno nejpozději na okamžik záznamu na účtu cenných papírů převodce u jeho přímého prostředníka.<sup>141</sup> Vzhledem k účinkům insolvenčních norem lucemburského práva lze převod považovat za účinný vůči třetím stranám již okamžikem připsání cenných papírů na tzv. odložený účet, neboť ustanovení článku 10 lucemburského zákona o nepřímo držených cenných papírech zahrnuje záznamy na odloženém účtu již do majetkové podstaty majitele účtu, tzn. nabyvatele;<sup>142</sup> v belgickém právu je situace obdobná.<sup>143</sup>

Co se týče možnosti anulace převodu nepřímo držených cenných papírů a souvisejícího záznamu na účtu cenných papírů nabyvatele, může k takové anulaci

<sup>139</sup> Belgie: Dotazník LCG-EC, str. 165 a 589; Lucembursko: Dotazník LCG-EC, str. 168a 595. Strany převodu mohou rovněž okamžik převodu pozdržet na základě výhrady vlastnictví k pozdějšímu datu, například k okamžiku zaplacení ceny za cenné papíry.

<sup>140</sup> Belgie: Dotazník LCG-EC, str. 219; Lucembursko: Dotazník LCG-EC, str. 228.

<sup>141</sup> Budou-li připsány nepřímo držené cenné papíry na účet konečného majitele u jeho přímého prostředníka, aniž by byl v okamžiku takového zápisu učiněn odpovídající zápis na účtu prostředníka vyšší úrovně, bude prvně uvedený zápis učiněn obvykle na tzv. odložený účet (ve fr.: „*différé du compte*“), a to až do okamžiku učinění korespondujícího zápisu na zákaznickém účtu prostředníka, přičemž v této době nebudou tyto cenné papíry k dispozici konečnému majiteli účtu (Belgie: Dotazník LCG-EC, str. 281; Lucembursko: Dotazník LCG-EC, str. 168).

<sup>142</sup> V případě úpadku, likvidace či jakékoli jiné situace vedoucí ke konkurzu či nucené správě majetku uschovatele cenných papírů nebo jiných finančních nástrojů, věřitelé tohoto uschovatele mohou uplatnit svá práva k disponibilnímu zůstatku cenných papírů a jiných finančních nástrojů evidovaných na účtu na jménem dlužníka a na jeho účet, po odepsání nebo připsání cenných papírů nebo jiných finančních nástrojů, které na základě podmíněných závazků, závazků, jejichž výše je v dané chvíli nejistá nebo závazků s odloženou splatností, a které přešly, podle potřeby, do zvláštní části tohoto účtu v den zahájení některého z výše uvedených řízení a jejichž zahrnutí do disponibilního zůstatku je odloženo do okamžiku naplnění podmínky, určení výše nebo uplynutí lhůty splatnosti (čl. 10 lucemburského LCTIF).

<sup>143</sup> Znění čl. 11, odst. 2 belgického nařízení č. 62 je v podstatě identické s čl. 10 lucemburského LCTIF.

dojít v belgickém a lucemburském právu základě ustanovení o bezdůvodném obohacení<sup>144</sup> či v případě obcházení zákona (fraude) a rovněž na základě ustanovení insolvenčního práva.<sup>145</sup> Možnost nabytí nepřímo držených cenných papírů od nevlastníka v dobré víře stejně jako jeho ochrana vůči původnímu skutečnému majiteli jsou uznávány v lucemburském právu, i když výslovnou úpravu ohledně nabytí v dobré víře od nevlastníka v případě převodu nepřímo držených cenných papírů lucemburské právo nemá.<sup>146</sup> V belgickém právu není situace nabyvatele nepřímo drženého cenného papíru v dobré víře od „nevlastníka“ zcela vyjasněna,<sup>147</sup> nicméně doktrína dovozuje aplikaci ochrany nabyvatele v dobré víře i v oblasti nepřímo držených cenných papírů.<sup>148</sup>

### c) Německé právo

Německé právo je příkladem právního řádu podmíněného systému přímého vlastnictví. Nabytí nepřímo držených cenných papírů (na sekundárním trhu) je považováno za derivativní způsob nabytí práva, kdy převodem nabyvatel získává právo, jež měl převodce.<sup>149</sup> Předmětem převodu je zvěcnělé spoluvlastnické právo *sui generis* k abstraktnímu souhrnu nepřímo držených cenných papírů.<sup>150</sup>

---

<sup>144</sup> Tj. v případě nezaplacení ceny nabyvatelem; anulace převodu z důvodu absence „doručení“ nepřímo držených cenných papírů převodcem v důsledku nedostatečného zůstatku na jeho účtu cenných papírů bude v obou právních řádech vysoce nepravděpodobnou událostí, neboť kontrola dostatečného zůstatku na účtu pro uskutečnění převodu je „*de facto*“ podmínkou k uskutečnění převodu verifikovanou *ex ante* prostředníkem (podrobněji výše v odstavci zabývajícím se podmínkami převodu nepřímo držených cenných papírů v belgickém a lucemburském právním řádu).

<sup>145</sup> Na základě analogické aplikace principů belgického a lucemburského bankovního práva a příslušných ustanovení Code civil (čl. 1376) lze rovněž dovodit možnost prostředníka provést opravu chyby v záznamu učiněním záznamu opačného, například v případě, kdy byly cenné papíry omylem odeslány na jiný účet (ve fr.: „*contrepassation*“). Ke stornování připsání cenných papírů na účet nabyvatele (Belgie: Dotazník LCG-EC, str. 266; Lucembursko: Dotazník LCG-EC, str. 274).

<sup>146</sup> Lucembursko: Dotazník LCG-EC, str. 304.

<sup>147</sup> Belgie: Dotazník LCG-EC, str. 300.

<sup>148</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 68.

<sup>149</sup> Einsele, D.: Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance?, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 258.

<sup>150</sup> Naproti tomu dochází-li k převodu práva k zahraničnímu neněmeckému cennému papíru, je předmětem převodu pouze závazkové právo vůči přímému prostředníkovi k ekonomické hodnotě takového cenného papíru (tzv. WR-kredit). V takovém případě se pak jedná o

Nutnou podmínkou pro uskutečnění převodu nepřímo držených cenných papírů v německém právu je shodný projev vůle převodce a nabyvatele.<sup>151</sup> Vydáním příkazu obchodníkovi s cennými papíry (zpravidla bance, jež je zároveň prostředníkem) k převodu zmocňuje převodce tohoto obchodníka s cennými papíry k podání nabídky k převodu uvedeného spoluvlastnického práva *sui generis* k nepřímo drženému cennému papíru;<sup>152</sup> centrální depozitář akceptuje tuto nabídku jako zmocněnec obchodníka s cennými papíry (jímž je opět zpravidla banka, jež je obvykle zároveň prostředníkem), přičemž tento obchodník je ke koupi dále zmocněn převodcem-konečným majitelem účtu.<sup>153</sup> Smlouvou vzniká převodci závazek převést zvěcnělé spoluvlastnické právo *sui generis* na nabyvatele, nicméně – nejedná-li se o převod mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem či mezi majiteli účtu, jež mají stejného přímého prostředníka – k samotnému převodu tohoto práva samotnou smlouvou nedochází,<sup>154</sup> převod se uskutečňuje až momentem zápisu cenných papírů na účet.<sup>155</sup>

Přesto, že se v případě převodu nepřímo držených cenných papírů jedná o převod práva, nikoli věci, je z důvodu chápání nepřímo drženého cenného papíru v německém právu jako „zvěcnělého“ spoluvlastnického práva *sui generis* dovozováno analogické podřízení tohoto převodu ustanovením o převodu movitých věcí podle německého občanského zákoníku.<sup>156</sup> Z tohoto důvodu je

---

originární nabytí práva: právo převodce příslušnou změnou záznamu na jeho účtu (odepsání) zaniká a učiněním odpovídající změny záznamu na účtu nabyvatele (připsání) vzniká nové právo ve prospěch nabyvatele v rozsahu tohoto připsání (Dotazník LCG-EC, str. 238; Einsele, str. 256; tzv. Gutschrift in Wertpapierrechnung (podrobněji k tomuto konceptu Vondráček, O.: Nepřímá držba cenných papírů, op. cit. pozn. č. 8, str. 73 an).

<sup>151</sup> V něm.: „Einigung.“

<sup>152</sup> Čl. 185 BGB.

<sup>153</sup> Dotazník LCG-EC, str. 220.

<sup>154</sup> Projekt britské Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Třetí seminář – Problémy týkající se nabyvatelů nepřímo držených cenných papírů, op. cit. pozn. č. 5, str. 14.

<sup>155</sup> Z uvedeného vyplývá, že kromě shody vůle další nutnou podmínkou k převodu spoluvlastnického práva *sui generis* zmocnění prostředníka, resp. příkaz konečného majitele účtu k uskutečnění prodeje nepřímo drženého cenného papíru: k platnému převodu spoluvlastnického práva k nepřímo drženému cennému papíru je v každém individuálním případě nutno výslovného souhlasu konečného majitele účtu (čl. 24, odst. 1 německého DepotG).

<sup>156</sup> Převod (nepřímé) držby práva je považován za fiktivní předání ve smyslu první věty ustanovení § 929 německého občanského zákoníku. V důsledku toho dochází k aplikační

nutno nabytí účinnosti převodu vůči třetím stranám situovat rovněž k okamžiku zápisu na zákaznickém účtu, nikoli na účtu vlastnickém; dojde-li k dřívějšímu zápisu cenných papírů na vlastnický účet konečného majitele, nabývá tento zápis účinnosti vůči třetím stranám až okamžikem odpovídajícího zápisu na účtu vlastnickém.<sup>157</sup> K anulaci připsání nepřímo držených cenných papírů na účet následkem převodu může dojít v zásadě ve dvou situacích: jednak v případě neplatnosti smlouvy, na níž se tento převod zakládá a jednak v důsledku technické chyby při činění příslušného záznamu na účtu.<sup>158</sup> Nabytí v dobré víře od nevlastníka je v německém právu umožněno pouze u převodu movitých věcí.<sup>159</sup> I když, jak bylo uvedeno, výše předmět převodu, tj. „*zvěcnělé spoluvlastnické právo sui generis*“ nelze považovat za movitou věc, díky analogickému použití ustanovení o převodu věcí movitých i na převody *sui generis* práv k nepřímo drženým cenným papírům, dovozuje doktrína, byť ne zcela jednomyslně,<sup>160</sup> možnost použití ustanovení o nabytí v dobré víře i v případě nabytí uvedeného spoluvlastnického práva *sui generis* a garantuje nabyvateli tohoto práva stejnou ochranu jako nabyvateli věci movité.<sup>161</sup>

---

přednosti tohoto obecného ustanovení před ustanovením odstavce 2 § 24 německého DepotG týkajícího se převodu zápisem na účet konečného majitele; toto posléze uvedené ustanovení sice uvádí, že k převodu spoluvlastnického práva *sui generis* dochází nejpozději okamžikem zápisu na účet konečného majitele, nicméně pouze v případě, že k převodu tohoto práva nedošlo již dříve podle ustanovení občanského práva (Than, J.: Neue Rechtsentwicklungen für den grenzüberschreitenden Effektengiroverkehr in Ekkenga, J., Hadding, W., Hammen, H. (Hrsg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift für Siegfried Kumpel zum 70. Geburtstag, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2003, str. 547).

<sup>157</sup> K odlišné právní situaci dochází v případě převodu závazkového práva vůči přímému prostředníkovi k ekonomické hodnotě neněmeckého nepřímo drženého cenného papíru (WR-kredit): zde je nabyvatelem práva přímo centrální depozitář, byť ve prospěch konečného majitele účtu v rámci Treuhandu; účinky nabytí tohoto typu práva vůči třetím stranám ovšem zůstávají identické jako v případě převodu *sui generis* spoluvlastnického práva k německému cennému papíru (Dotazník LCG-EC, str. 174).

<sup>158</sup> V prvním případě půjde o klasickou situaci neplatnosti smlouvy, například z důvodu nezpůsobilosti převodce, obcházení zákona atd. (Dotazník LCG-EC, str. 269). Pokud jde o druhý případ – anulaci připsání z technických důvodů –, je v německém právu na základě obchodních zvyklostí vyplývajících z všeobecných podmínek kreditních institucí možno anulovat podmíněně učiněné či chybné zápisy na účtu cenných papírů (Dotazník LCG-EC, str. 268).

<sup>159</sup> § 932 BGB.

<sup>160</sup> Einsele, D.: op. cit. pozn. č. 149, str. 252.

<sup>161</sup> Dotazník LCG-EG, str. 198-199. U převodu WR-kreditů není otázka možnosti nabytí v dobré víře od nevlastníka relevantní, neboť se nejedná o derivativní, nýbrž originární

#### d) Rakouské právo

Rakouské právo je obdobně jako německé právo příkladem podmíněného systému přímého vlastnictví, kde je převod práv k nepřímo drženým cenným papírům chápán jako derivativní způsob nabytí práva.<sup>162</sup>

Podmínkou převodu je uzavření smlouvy mezi převodcem a nabyvatelem (titulus) a perfekce této smlouvy (modus).<sup>163</sup> K realizaci perfekce převodu (modus) dochází okamžikem, kdy prostředník nabyvatele přijme pokyn<sup>164</sup> k připsání nepřímo drženého cenného papíru na účet nabyvatele; tento okamžik je zároveň okamžikem, kdy dochází k nabytí účinnosti převodu vůči třetím stranám. Připsání na účet nabyvatele je chápáno jako ekvivalent převodu práva držby k daným nepřímo drženým cenným papírům.<sup>165</sup> Dochází-li při převodu nepřímo držených cenných papírů ke změně záznamu na „zákaznickém“ účtu vedeného na jméno účastníka u centrálního depozitáře, tzn. jedná-li se o převod mezi konečnými majiteli účtu, jež nemají stejného prostředníka, jenž je účastníkem centrálního depozitáře, okamžik převodu spoluvlastnického práva sui generis nastává v momentu připsání cenného papíru na účet prostředníka, jenž účastníkem centrálního depozitáře OeKB.<sup>166</sup> Naopak probíhá-li převod mezi dvěma konečnými majiteli účtu, jež mají stejného prostředníka, a tudíž není nutné činit změnu v záznamech na „zákaznickém“ účtu, právní účinky převodu mohou nastat bez ohledu na provedení změny záznamu na „vlastnických“ účtech konečných majitelů, byť záznam na účtech konečných majitelů bude zpravidla důkazním prostředkem – byť nevýlučným – k prokázání nabytí nepřímo drženého cenného papíru v rámci takového převodu.<sup>167</sup>

---

způsob nabytí práva; v důsledku toho nenabývá nabyvatel právo od převodce a nemůže tedy ani ničeho nabýt od nevlastníka (Einsele, D.: op. cit. pozn. č. 149, str. 256).

<sup>162</sup> V případě „domácího“ převodu je předmětem nepřímo držený cenný papír, v případě převodu nerakouského zahraničního cenného papíru jsou předmětem převodu práva k těmto cenným papírům, jež jsou závazkového charakteru.

<sup>163</sup> Dotazník LCG-EC, str. 232.

<sup>164</sup> V něm. : „Besitzanweisung.“

<sup>165</sup> Dotazník LCG-EC, str. 242.

<sup>166</sup> § 7, odst. 6 všeobecných podmínek CSD.austria OeKB; § 5, odst. 1 rakouského DepotG.

<sup>167</sup> Dotazník LCG-EC, str. 170.

Rakouské právo nemá výslovnou právní úpravu anulace zápisů na účtech cenných papírů a účinků s ní spojených.<sup>168</sup> Možnost nabytí nepřímo držených cenných papírů v dobré víře od nevlastníka rovněž není v rakouském právu uspokojivě vyřešena, neboť je sporné, zda ustanovení zabývající se otázkou nabytí práv v dobré víře od nevlastníka uvedená v §§ 367 a 371 ABGB<sup>169</sup> a v §§ 366 a 367 rakouského obchodního zákoníku lze použít na práva k nepřímo drženými cenným papírům.<sup>170</sup> Může-li nabyvatel na jednu stranu spoléhat na záznam v podobě připsání cenných papírů na účet jako na nevýlučný důkazní prostředek prokazující jeho právo k nabytým nepřímo drženým cenným papírům,<sup>171</sup> nebude na druhou stranu spoléhání pouze na tento zdroj informací (nevýlučný důkazní prostředek) dostatečné k prokázání jeho dobré víry.<sup>172</sup>

#### e) Švýcarské právo

Švýcarský právní řád, i přes nově přijatou úpravu, která vychází z nových konceptů je právním řádem systému přímého vlastnictví a právním řádem podmíněným, neboť převod nepřímo drženého cenného papíru má charakter

---

<sup>168</sup> Nicméně všeobecné podmínky rakouských bank, které budou v drtivé většině případů rovněž prostředníky vedoucími účty cenných papírů konečných majitelů, předvídají „*provizorní připsání*“ cenných papírů na účet nabyvatele, přičemž anulace tohoto provizorního připsání je možná, pokud bude prostředníkovi nabyvatele prokázána nade vší pochybnost neplatnost příkazu převodce vedoucí k odepsání cenných papírů a rovněž uvedenému „*provizornímu připsání*.“ Naproti tomu v případě pochybení technického charakteru může k anulaci připsání cenných papírů učiněných v důsledku tohoto pochybení v jakémkoli okamžiku (Dotazník LCG-EC, str. 276).

<sup>169</sup> § 367 ABGB chrání držitele movitých věcí nabytých v dobré víře; § 371 ABGB se naopak týká pouze hotovostních peněžních prostředků a cenných papírů na majitele.

<sup>170</sup> § 366 rakouského obchodního zákoníku se použije na situace nabytí v dobré víře od nevlastníka v rámci prodeje movitých věcí nebo jejich poskytnutí jako zajištění při obchodní činnosti obchodníka, kdežto víceméně obsoletní ustanovení § 367 vylučuje dobrou víru bankéře v případě, že ztráta cenných papírů na majitele byla publikována v tisku.

<sup>171</sup> Dotazník LCG-EC, str. 181.

<sup>172</sup> Nevyvine-li nabyvatel úsilí v podobě určitého pozitivního jednání k ověření jeho nabývacího titulu rovněž z jiných zdrojů (důkazních prostředků), nebude to podle rakouského práva dostačující k prokázání dobré víry na jeho straně. Pouhé spoléhání se na zápis na účtu by pravděpodobně bylo kvalifikováno jako hrubá nedbalost efektivně zamezující využít možnosti nabytí nepřímo držený cenný papír od nevlastníka v dobré víře (Dotazník LCG-EC, str. 305).

derivativního nabytí, kdy právo k nabývanému cennému papíru je odvozeno od práva převodce k tomuto cennému papíru.<sup>173</sup>

Dispoziční úkon, ať již se jedná o převod nebo bezúplatný úkon, týkající se nepřímo držených cenných papírů<sup>174</sup> se provádí příkazem majitele účtu prostředníkovi směřujícímu k převodu cenných papírů na nabyvatele a připsáním cenných papírů k dobru účtu nabyvatele.<sup>175</sup> Dispoziční úkon se stává účinným vůči třetím stranám okamžikem připsání cenných papírů na („vlastnický“) účet nabyvatele.<sup>176</sup> K tomuto okamžiku dochází ke konstitutivnímu nabytí<sup>177</sup> vlastnického práva *sui generis* k nepřímo drženému cennému papíru ve prospěch nabyvatele-konečného majitele účtu cenných papírů.<sup>178</sup> Korelace mezi záznamy na účtu konečného majitele u jeho přímého prostředníka a na účtech u prostředníků na vyšší úrovni je zajištěna prostřednictvím povinnosti prostředníka mít v každém okamžiku, tj. od okamžiku připsání cenných papírů na účet konečného majitele účtu, u sebe nebo u sub-prostředníka nepřímo držené cenné papíry, jejichž počet a druh odpovídá minimálně počtu nepřímo držených cenných papírů připsaných k dobru účtů cenných papírů majitelů účtu, tzv. disponibilní cenné papíry, přičemž za tyto disponibilní cenné papíry se považují, mimo jiné, nepřímo držené cenné papíry připsané na účet cenných papírů, které prostředník

<sup>173</sup> Thévenoz, L.: New Legal Concepts regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction, - The Swiss Draft Act in Uniform Law Review – Revue de droit uniforme 2005-1/2, str. 305, 309 a 310.

<sup>174</sup> Dispozicí s nepřímo drženým cenným papírem se ve švýcarském právu rozumí jakýkoli právní úkon, který způsobuje změnu v počtu nepřímo držených cenných papírů vedených na účtu disponujícího (Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 67).

<sup>175</sup> Čl. 24, odst. 1 švýcarského LTI. Příkaz depozitáři není ve švýcarském právu považován za podmínku právního úkonu zakládajícímu právní důvod převodu *sui generis* vlastnického práva k nepřímo drženému cennému papíru, ale primo za součást úkonu, jímž se převod tohoto vlastnického práva realizuje. Majitel účtu může odvolat příkaz až do okamžiku uvedeného ve smlouvě se svým prostředníkem nejpozději však do okamžiku, kdy prostředník odepsal cenné papíry z účtu majitele (čl. 15, písm. d) švýcarského LTI); prostředník nemá ani povinnost ani právo zkoumat právní důvod příkazu (čl. 15, písm. c) švýcarského LTI).

<sup>176</sup> Čl. 24, odst. 2 švýcarského LTI. Převodce je subjektem práv k nepřímo drženým cenným papírům i po okamžiku odepsání nepřímo držených cenných papírů z jeho účtu, kdy s těmito cennými papíry nemůže již fakticky disponovat, a to až do okamžiku učinění příslušného záznamu na účtu nabyvatele.

<sup>177</sup> Účinnost konstitutivního nabytí uvedeného vlastnického práva *sui generis* je podmíněna učiněním předcházejícího korespondujícího záznamu na účtu prostředníka či prostředníků nabyvatele na vyšší úrovni vlastnického řetězce.

<sup>178</sup> Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 67.

drží na účtu vedeném u jiného prostředníka.<sup>179</sup>

Odepsání nepřímo držených cenných papírů z účtu může být stornováno, jestliže bylo učiněno bez příkazu nebo na základě příkazu, který je neplatný nebo nepochází od majitele účtu ani od jeho zástupce nebo byl včas majitelem účtu odvolán nebo byl založen na omylu v prohlášení nebo omylu při komunikaci, podvodu či opodstatněné obavě. Dále může dojít k anulaci odepsání, jestliže odvozené připsání na účtu cenných papírů nabyvatele neodpovídá příkazu nebo neproběhlo v době obvyklé pro provedení příkazu.<sup>180</sup> Neplatnost smlouvy o převodu nepřímo držených cenných papírů mezi převodcem či nabyvatelem nemůže v zásadě přivodit anulaci odepsání či připsání cenných papírů na účet: prostředník se spoléhá pouze na příkaz od svého majitele účtu, který musí vykonat, ledaže by měl vědomost o vadnosti právního úkonu, jehož účel příkaz realizuje; nicméně jelikož příkaz je „abstraktního charakteru“, tj. je nezávislý na existenci či platnosti souvisejícího právního úkonu, eventuelní vady tohoto

---

<sup>179</sup> Čl 11, odst. 1 a odst. 2, písm. a) švýcarského LTI. Výkon této povinnosti je podřízen veřejnoprávnímu dohledu (Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 67).

<sup>180</sup> V případě absence či neplatnosti příkazu je důkazní břemeno prokázání, že příkaz byl vadný na majiteli účtu; i když však majitel účtu toto důkazní břemeno unese, právo na storno nevznikne, jestliže depozitář prokáže, že nevěděl a nemohl vědět o chybě v příkazu, přestože k jejímu zabránění provedl přiměřená opatření a zavedl přiměřené postupy za tímto účelem. Při stornu je na majitele účtu pohlíženo tak, jako kdyby k odepsání nikdy nedošlo; důsledkem storna je proto opětovné připsání cenného papíru na účet převodce, tj. *restitutio in integrum*. Alternativně má dotčený majitel účtu právo žádat náhradu škody vzniklé v důsledku vadného odepsání cenných papírů z jeho účtu. Nároky vzniklé v důsledku uvedeného stornování, tj. jak nárok na navrácení do předchozího stavu či na náhradu škody, se promlčí jeden rok po zjištění chyby, nejpozději však pět let po dni odepsání (čl. 27 švýcarského LTI, Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 73-74). Zrcadlově může stornovat prostředník i připsání nepřímo držených cenných papírů na účet, a to v případě, že odpovídající odepsání bylo stornováno nebo připsání neodpovídá příkazu; takovéto stornování musí být oznámeno majiteli účtu. Stornování je vyloučeno, jestliže na účtu není žádný nepřímo držený cenný papír stejného druhu nebo pokud třetí osoby nabyly práva k těmto cenným papírům v dobré víře. V takovém případě má prostředník právo na protihodnotu připsaných cenných papírů, ledaže se majitel účtu zbavil cenných papírů v dobré víře nebo nemohl očekávat, že by je musel vrátet. Nároky vzniklé v důsledku stornování připsání se promlčí jeden rok po zjištění chyby, nejpozději však pět let ode dne připsání k dobru. Majitelé účtu, jež jsou kvalifikovanými investory, se mohou dohodou odchýlit od uvedených způsobů stornování (čl. 28 švýcarského LTI).



souvisejícího právního úkonu nemají vliv na odpovědnost prostředníka v případě, že tento vadný úkon realizoval na základě platně učiněného příkazu.<sup>181</sup>

Před anulací připsání nepřímo drženého cenného papíru na účet chrání nabyvatele za určitých okolností jeho dobrá víra. Nabyvatel, který v dobré víře a za úplatu nabyde nepřímo držené cenné papíry nebo práva k nim je chráněn, i pokud zcizitel neměl právo s nepřímo drženými cennými papíry nakládat či pokud bylo připsání nepřímo cenných papírů na účtu zcizitele stornováno;<sup>182</sup> nabytí v dobré víře ovšem není schopno zhojit nezpůsobilost převodce k právním úkonům či omezení vyplývající z účinků zahájení insolvenčního řízení.<sup>183</sup>

#### **f) Právo spojených států amerických**

Převod nepřímo držených cenných papírů podle práva Spojených států je silně determinován zařazením amerického právního řádu<sup>184</sup> – v oblasti nepřímé držby cenných papírů – do nepodmíněného neprůhledného systému vícevrstevných oprávnění.<sup>185</sup> V tomto systému v rámci převodu cenná oprávnění jedné osoby

---

<sup>181</sup> Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 66-67.

<sup>182</sup> Čl. 29, odst. 1 švýcarského LTI.

<sup>183</sup> Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 79. Jestliže nabyvatel není při nabytí chráněn, je povinen vrátit nepřímo držené cenné papíry stejného počtu a stejného druhu podle ustanovení švýcarského zákoníku o obligacích o bezdůvodném obohacení; pokud se nabyvatel, který má povinnost vrátit cenné papíry ocitl sám v insolvenčním řízení, může oprávněná osoba požadovat vynětí nepřímo držených cenných papírů stejného počtu a stejného druhu ve svůj prospěch v rozsahu, ve kterém se tyto cenné papíry nacházejí v insolvenční podstatě takového nabyvatele. Tyto nároky založené se promlčí jeden rok poté, co se majitel účtu, z něhož byly cenné papíry odepsány, dozvěděl o svém právu a o identitě svého dlužníka nejpozději však deset let po dni odepsání (čl. 29 švýcarského LTI).

<sup>184</sup> Konkrétně články 8 a 9 UCC. Tato federální legislativa byla převzata do právních řádů většiny států USA. Články 8 a 9 UCC ovšem neřeší problematiku nepřímo držených cenných papírů komplexně a některé otázky, zejména otázky závazkověprávního charakteru vztahující se k nepřímo drženým cenným papírům, nejsou řešeny federálním právem, ale právem jednotlivých států USA.

<sup>185</sup> Jelikož cenné oprávnění se koncepčně liší od cenného papíru, neboť představuje nárok na určité plnění vůči přímému prostředníkovi vyplývající z cenného papíru, a nikoli cenný papír jako takový, je velmi obtížné dohledat „převodce“ a „nabyvatele“ cenného oprávnění, nemají-li identického přímého prostředníka (Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 196).

v důsledku odepsání z účtu zanikají a při připsání na účet jiné osoby simultánně vznikají.<sup>186</sup>

Převod cenného oprávnění vyžaduje smlouvu mezi převodcem a nabyvatelem. Smlouva může být ústní či písemná.<sup>187</sup> Uskutečnění převodu rovněž vyžaduje příkaz převodce jeho přímému prostředníkovi<sup>188</sup> k učinění příslušné změny na účtu cenných papírů vedených prostředníkem pro majitele.<sup>189</sup> Uzavřením smlouvy o převodu či odepsáním cenného oprávnění z účtu, resp. zánikem cenného oprávnění, nedochází k nabytí cenného oprávnění nabyvatelem, jež by mělo věcněprávní charakter; tímto okamžikem je až moment vzniku cenného oprávnění na účtu nabyvatele v podobě změny zápisu na účtu majitele, jímž se zvýší jeho zůstatek o příslušný počet nabývaných cenných papírů.<sup>190</sup> Okamžikem připsání na účet se vzniklé cenné oprávnění – s určitými výjimkami<sup>191</sup> – stává účinné vůči třetím stranám,<sup>192</sup> neboť připsáním získává nabyvatel nad cenným oprávněním kontrolu.<sup>193</sup>

Otázka anulace převodu nepřímo držených cenných papírů a jejich nabytí v dobré

---

<sup>186</sup> Z pohledu kontinentálních právních řádů chybí převodu nepřímo držených cenných papírů „předmět“; bráno do důsledku nelze v kontextu amerického práva ani hovořit o převodu, neboť nedochází k „převodu“, tj. derivativnímu nabytí práva k nepřímo drženému cennému papíru, nýbrž k zániku cenného oprávnění a souběžnému vzniku nového cenného oprávnění, tj. originárnímu nabytí cenného oprávnění (Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 13).

<sup>187</sup> Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 7; Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 210.

<sup>188</sup> Ustanovení § 8-115 UCC přiznává prostředníkovi, který převede finanční aktivum na základě platného příkazu majitele, ochranu proti osobě uplatňující protinárok k tomuto aktivu s výjimkou situace, kdy tento prostředník obdržel soudní příkaz nenakládat s tímto aktivem či pokud při převodu aktiva jednal v koluzi s osobou, které bylo známo, že se jedná o neoprávněný převod. Díky této ochraně není prostředník povinen verifikovat smluvní ustanovení mezi převodcem a nabyvatelem, na jehož základě k převodu dochází (Mooney Ch., W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 19).

<sup>189</sup> Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 7.

<sup>190</sup> Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 3.

<sup>191</sup> Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 9. Práva majitele účtu vyplývající z věcného oprávnění jsou účinná vůči třetím stranám s výjimkou situací, kdy poskytl toto cenné oprávnění jako předmět zajištění či nabyl věcné oprávnění s vědomím, že třetí osoba si na ně činí protinárok.

<sup>192</sup> Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 8.

<sup>193</sup> § 8-106(d)(2) UCC.

víře jsou v americkém právu řešeny velmi odlišně od jiných právních řádů.<sup>194</sup> Jestliže v jiných zkoumaných právních řádech je nabytí cenných papírů od nevlastníka v dobré víře výjimkou, oprávněnost jejíhož použití musí prokazovat nabyvatel, podle ustanovení jednotného amerického zákoníku je tomu naopak: při nabytí cenného oprávnění není nutno zkoumat, zda cenné oprávnění dříve svědčilo převodci; v případě, že tomu tak skutečně nebylo, bude v eventuelním sporu nést důkazní břemeno dotčená třetí strana, nikoli nabyvatel.<sup>195</sup> Má-li nabyvatel kontrolu nad cenným oprávněním, a poskytl-li protihodnotu, tzn. zaplatil cenu,<sup>196</sup> aniž by měl informaci o existenci protinároku třetí strany a nejednal-li v koluzi s přímým prostředníkem převodce,<sup>197</sup> bude se nacházet v postavení chráněného nabyvatele. V této pozici bude jeho právo k cennému oprávnění chráněno téměř absolutně<sup>198</sup> a navíc toto jeho cenné oprávnění bude prosto jakýchkoli práv třetích stran, a to i kdyby tato práva vznikla před okamžikem převodu. Důkazní břemeno prokázání vědomosti protinároku či

<sup>194</sup> Pojem „dobrá víra“ jednotný americký zákoník ani výslovně nepoužívá a nahrazuje ho pojmem chráněný nabyvatel (v ang.: „*protected purchaser*“).

<sup>195</sup> Nabyvatel chráněný před protinároky jakýchkoli třetím stran k cennému oprávnění, je nabyvatel, jenž nabyl cenné oprávnění „*za protihodnotu bez informace o jakémkoli protinároku třetí strany*“ (§§ 8-303 a 8-502 UCC). Osoba má informaci o protinároku, pokud má vědomost o takovém nároku, tj. znalost o jeho existenci, nebo pokud si je vědoma skutečností dostatečných k prokázání značné pravděpodobnosti o existence protinároku a úmyslně se vyhýbá informacím, které by mohly potvrdit existenci protinároku, nebo tato osoba má právní povinnost zkoumat, jestli protinárok existuje, a toto zkoumání by existenci protinároku potvrdilo (§ 8-105 (a) UCC). Úmyslné se vyhýbání se informacím o protinároku třetí osoby odkazuje na tzv. test „úmyslné slepoty,“ (v ang.: „*willful blindness*“), jenž vyplývá z předchozí judikatury Nejvyššího soudu Spojených států ve věci *Graham v. White-Philips Co.*, kde tento soud uvedl, že „*není možné úmyslně zavírat oči před informací nebo se uchýlit k takovým úskokům či aranžmá, aby bylo možné vyhnout se znalosti obsahu informace nebo tuto informaci vědomě opomíjet*.“ (296 U.S. 27, 31 – 32, (1935) (obdobně například v *Hollywood Nat'l Bank v. IBM*, 113 Cal. Rptr. 494, 498-499 (1974) nebo *First Nat'l Bank v. Lewco Sec. Corp.*, 860 F.2 dd 1407 (7<sup>th</sup> Cir. 1988)). Na druhou stranu, jedná-li při prodeji za osobu převodce zástupce, nestačí taková skutečnost sama o sobě k dovození vědomosti o protinároku nabyvatele; pokud však nabyvatel, ví, že zástupce použije výtěžek z převodu neoprávněně ve svůj prospěch nebo poruší jinou povinnost, má tato osoba vědomost o protinároku (§ 8-105 (b) UCC).

<sup>196</sup> Osoba dává protihodnotu, pokud za nabytá práva, převádí jakoukoli ekonomickou hodnotu postačující k existenci prosté smlouvy (§ 1-204(4)) UCC).

<sup>197</sup> § 8-503 (e) UCC.

<sup>198</sup> Mooney Ch., W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 17. Výjimku tvoří určitá práva prostředníka k nepřímo drženým cenným papírům jeho přímého majitele účtu a práva jeho zajištěných věřitelů vůči cenným papírům klientů v případě insolvence prostředníka (více k těmto právům Vondráček, O.: Nepřímá držba cenných papírů, op. cit. pozn. č. 8, září 2010, str. 307-308).

jednání v koluzi bude nést dotčená třetí osoba.<sup>199</sup> Má-li nabyvatel kontrolu nad cenným oprávněním, avšak neposkytl-li protihodnotu, je sice obecně chráněn vůči nárokům třetích stran, ale není chráněn vůči protinárokům, a to zejména proti nárokům na zaplacení ceny převodcem.<sup>200</sup> Má-li nabyvatel kontrolu nad cenným oprávněním, a poskytl-li protihodnotu, avšak má informaci o existenci protinároku třetí strany či jednal-li v koluzi s přímým prostředníkem převodce, nebude mu poskytnuta ochrana jako chráněnému nabyvateli a jeho nárok se octne v konkurenci s protinároky uplatňovanými třetími stranami.

### **g) Anglické právo**

Anglické právo představuje právní řád, jenž lze zařadit mezi právní řády systému vícevrstevných oprávnění nepodmíněného charakteru.<sup>201</sup> Převod nepřímo

---

<sup>199</sup> Žaloba založená na protinároku k finančnímu aktivu bez ohledu na to, zda je formulovaná ve formě žaloby proti neoprávněnému zcizení, odnětí držby, faktickému trustu, ekvitemu nároku *ex lege* nebo jiným způsobem, nemůže být uplatněna proti osobě, která nabyde cenné oprávnění podle § 8-501 za protihodnotu a bez informace o tomto protinároku (§ 8-502 UCC).

<sup>200</sup> Právo Spojených států připouští možnost anulace připsání nepřímo držených cenných papírů na účet za předpokladu dohledání příslušného účtu, kam byly tyto cenné papíry připsány, v případě, že osoba, jež se bude této anulace domáhat, prokáže, že nabyvatel nepřímo držených cenných papírů není oprávněn využít ochranu přiznanou chráněným nabyvatelům a že ji svědčí věcné oprávnění ekvivalentní vlastnickému právu k daným nepřímo drženým cenným papírům (§ 8-404 UCC; *McMillan, Ltd v. Warrior Drilling & Engineering CO.*, 512 So. 2d 14,20 (Ala. 1986), *Beck v. American Sharecom, Inc.*, 514 N.W.2d 584 (Minn. Ct. App. 1994). Toto věcné oprávnění ji bude svědčit například v případě vědomého nelegálního jednání (fraud) ze strany nabyvatele. Na druhou stranu toto věcné oprávnění nevznikne v případě porušení smlouvy mezi převodcem a nabyvatelem – například když převodce po uzavření smlouvy převede nepřímo držené cenné papíry na jinou osobu; v takovém případě bude mít oprávněná osoba k dispozici pouze možnost žaloby na náhradu škody. V určitých případech v závislosti na intenzitě porušení povinností, nelze vyloučit možnost dosáhnout stornování připsání cenných papírů na účet na základě žaloby vycházející z nároku na přeměnu (*claim in conversion*) či občanskoprávního přečinu (*tort*) (Mooney Ch., W., jr.: op. cit. pozn. č. 86; Hakes, R. A.: UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of the Day, *Loyola of Los Angeles Law Review*, Vol 35: 661, str. 700, 712, 743-744).

<sup>201</sup> Nepřímo držené cenné papíry mohou jsou evidovány pouze v rámci centrálního depozitáře CREST. Anglické právo – konkrétně Uncertificated Securities Regulation – nicméně neznemožňuje, aby vedle CRESTu vznikl další centrální depozitář, bude-li splňovat podmínky stanovené uvedenými právními předpisy. V CRESTu mohou být přímo evidovány pouze cenné papíry vydané společnostmi, jež se řídí právním řádem platným v Anglii, Walesu, Skotsku a Severním Irsku, v Irské republice, na ostrově Man, Jersey a Guernsey. Nepřímo zde mohou být evidované cenné papíry, jež jsou registrovány v rámci centrálních depozitářů, se kterými je CREST propojen (například švýcarský SIX SIS).

drženého cenného papíru lze v anglickém právu analyzovat jako novaci,<sup>202</sup> v rámci které dochází *cum grano salis*<sup>203</sup> k zániku převáděného cenného papíru evidovaného na účtu převodce a ke vzniku nového cenného papíru okamžikem učinění příslušného záznamu na účtu nabyvatele.<sup>204</sup>

K převodu ekonomického vlastnictví může teoreticky dojít pouze na základě platné písemné smlouvy<sup>205</sup> a poskytnutí majetkové protihodnoty,<sup>206</sup> i když budou nepřímo držené cenné papíry stále na účtu převodce vedeného jeho prostředníkem.<sup>207</sup> Tato zjednodušená premisa ovšem nebude v praxi poskytovat nabyvateli dostatečnou jistotu.<sup>208</sup>

Ekonomické vlastnictví nabyvatele k nepřímo drženému cennému vzniká souběžně se vznikem trustu, tzn. okamžikem připsání cenných papírů na

---

<sup>202</sup> Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 71.

<sup>203</sup> Spojitost mezi odepsáním cenných papírů z účtu převodce a připsáním odpovídajícího počtu cenných papírů na účet nabyvatele bude nicméně nadále v jisté míře existovat, a to zejména v případě určitých defektních převodů, kdy bude převodce moci docílit anulace připsání cenných papírů na účet nabyvatele a jejich opětovné připsání na účet převodce.

<sup>204</sup> Dotazník LCG-EC, str. 171.

<sup>205</sup> Anglické právo stejně jako jiné právní řády vyžadují jako podmínku k převedení cenného papíru uzavření platné smlouvy mezi převodcem a nabyvatelem. Anglické právo rozlišuje mezi smluvním aspektem převodu zavazujícím strany převodu a věcným aspektem převodu cenného papíru, jež činí převod závazným vůči všem stranám (Dotazník LCG-EC, str. 237). Předpokladem platného převodu nepřímo drženého cenného je platně uzavřená smlouva, zaplacení ceny a provedení příslušných kroků k uskutečnění převodu, například zadání příkazu prostředníkovi v případě nepřímo držených cenných papírů. Jelikož podle anglického práva je prostředník v postavení správce trustu (v ang. „trustee“) a majitel účtu v pozici beneficenta trustu (v ang. „beneficiary“), vyplývá pro správce trustu z práv a povinností, jež se k institutu trustu vážou, mimo jiné, i oprávnění jednat na základě příkazů beneficenta trustu, tj. majitele účtu. Bude-li právo majitele účtu k nepřímo drženým cenným papírům vedeným na účtu u svého prostředníka pouze ekonomickým vlastnictvím, nikoli vlastnictvím právním, bude třeba podle sekce 53, odst. 1, písm. c) zákona o vlastnictví z roku 1925 k platnému převedení tohoto práva smlouva v písemné podobě. Požadavek písemné podoby jsou nicméně schopny naplnit i záznamy činěné prostředníky v rámci jejich regulatorních povinností. Dále u nepřímo držených cenných papírů není na rozdíl od listinných cenných papírů vyžadováno za účelem provedení převodu vyhotovení převodního formuláře, tzv. stock transfer form. Tato formální povinnost týkající se listinných cenných papírů vychází ze zákona o převodu cenných papírů z roku 1963 (v ang.: Stock Transfer Act) byla u nepřímo držených cenných papírů odstraněna nařízeními o dematerializovaných cenných papírech z roku 1995 (v ang. Uncertificated Securities Regulations).

<sup>206</sup> Anglické *common law* vyžaduje k platnosti smlouvy, aby byla mezi stranami předána určitá majetková hodnota, tzv. „consideration.“

<sup>207</sup> Dotazník LCG-EC, str. 237.

<sup>208</sup> Dotazník LCG-EC, str. 237.

zákaznický účet vedený přímým prostředníkem konečného majitele, a to i v případě, že tento prostředník neučiní odpovídající záznam na účtu konečného majitele.<sup>209</sup> Právní vlastnictví k nepřímo drženému cennému papíru získá nabyvatel pouze na základě ověřené správně zadané instrukce prostředníkovi, jenž je členem centrálního depozitáře CREST.<sup>210</sup> Jsou-li cenné papíry drženy prostřednictvím tzv. sponzorovaného účtu vznikne právní vlastnictví nabyvatele v okamžiku zápisu v registru CRESTu ve prospěch konečného majitele na tomto účtu,<sup>211</sup> a to i v případě nepřímo držенých cenných papírů na jméno, kdy je následně činěn odpovídající záznam<sup>212</sup> v příslušném seznamu akcionářů či držitelů dluhopisů vedeném emitentem.<sup>213</sup> K nabytí účinnosti převodu nepřímo držенých cenných papírů vůči třetím stranám dojde v různých okamžicích v závislosti na tom, zda nabyvatel nabyde k nepřímo drženému cennému papíru ekonomické či právní vlastnictví. Tento okamžik nastane buď v momentě, kdy se nepřímo držенé cenné papíry dostanou pod kontrolu prostředníka nabyvatele – je-li tento prostředník přímo zapsán v příslušném seznamu u emitenta – , nebo v okamžiku, kdy jsou cenné papíry připsány na účet prostředníka v registru CRESTu. Konečný majitel a jeho přímý prostředník si mohou okamžik vzniku ekonomického vlastnictví smluvně upravit v rámci doby počínající

<sup>209</sup> Budou-li nepřímo držенé cenné papíry konečného majitele převedeny ve prospěch jeho prostředníka a bude-li možno tyto cenné papíry v rukou prostředníka nabyvatele identifikovat jako cenné papíry nabyté ve prospěch konečného majitele-nabyvatele, získá k tomuto okamžiku uvedený nabyvatel ekonomické vlastnictví k převedeným nepřímo držенým cenným papírům, a to i v případě, že prostředník opomene připsat předmětné cenné papíry na účet konečného majitele (Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držенých cenných papírů, Další doplněná rada Ministerstvu financí Jejího Veličenstva („*The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, Further Updated Advice to HM Treasury*“), květen 2008, str. 52; Dotazník LCG-EC, str. 171; Projekt britské Právní komise ohledně nepřímo držенých cenných papírů: Třetí seminář – Problémy týkající se nabyvatelů nepřímo držенých cenných papírů, op. cit. pozn. č. 5, str. 19 a 20).

<sup>210</sup> Pouze záznamem v registru CRESTu lze převést právní vlastnictví k nepřímo drženému cennému papíru a získat postavení akcionáře ve společnosti řídící se anglickým právem (Dotazník LCG-EC, str. 171).

<sup>211</sup> Uncertificated Securities Regulations 2001, SI 2001 No 3755 (USR), reg 24(6).

<sup>212</sup> Zápis na účtu u prostředníka je pouze nevýlučným důkazním prostředkem o existenci tohoto práva konečného majitele k nepřímo držенým cenným papírům; tento zápis nepředstavuje nepřímo držенý cenný papír, ani není konstitutivním záznamem o jeho existenci (Podrobněji Vondráček, O.: Nepřímá držba cenných papírů, op. cit. pozn. č. 8, str. 187).

<sup>213</sup> Zvláštní režim se uplatní pro cenné papíry vydané podle právního řádu Irska, ostrova Man, Guernsey a Jersey.

zápisem cenného papíru na účtu prostředníka a odpovídajícím zápisem na účtu konečného majitele.

Nebereme-li v úvahu technické chyby vedoucí k připsání či odepsání cenných papírů na účet či situace, kdy je předmětný převod nástrojem vědomého nelegálního jednání (fraud),<sup>214</sup> může k anulaci převodu nepřímo držených cenných papírů v anglickém právu dojít v několika situacích. První možností je případ, kdy nabyvatel zaplatí za nepřímo držené cenné papíry předem, avšak k připsání nabytých cenných papírů na jeho účet nedojde;<sup>215</sup> druhou možností je situace, kdy nabyvatel nezaplatí cenu za nepřímo držené cenné papíry, tzn. neposkytne protihodnotu, avšak nepřímo držené cenné papíry budou přesto připsány na jeho účet.<sup>216</sup> Dalšími případy, kdy může dojít k anulování připsání

---

<sup>214</sup> Otázky a důsledky nelegálního jednání (fraud) by byly v anglickém právu řešeny v rámci obecných pravidel týkajících se fraudulentního jednání.

<sup>215</sup> Zaplacením za cenné papíry je v rámci smlouvy poskytnuta protihodnota, čímž je založeno tzv. konstruktivní svěřenectví (constructive trust): převodce, který nepřevodl předmět smlouvy, nepřímo držené cenné papíry, na účet nabyvatele, je považován za osobu, již byly tyto cenné papíry svěřeny a jež drží v rámci trustu pro nabyvatele, který za ně zaplatil (*Chinn v Collins* [1981] 2 WLR 14). Díky tomu získává poškozený nabyvatel ekonomické právo věcného charakteru vůči převodci a v případě, že se jedná o nepřímo držené cenné papíry, jež nejsou obchodovatelné na sekundárním trhu (*Oughtred v IRC* [1960] AC 206), může docílit toho, aby byly cenné papíry z účtu převodce soudním příkazem na základě úspěšné žaloby odepsány (Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 193).

<sup>216</sup> Obdobně v opačné situaci nezaplatí-li nabyvatel cenu za nepřímo držené cenné papíry, tzn. neposkytne-li protihodnotu, avšak nepřímo držené cenné papíry budou přesto připsány na jeho účet, bude mít převodce možnost dosáhnout anulace připsání nezaplacených cenných papírů z účtu nabyvatele, pouze pokud nepřímo držené cenné papíry nebudou dostatečně likvidní, tj. pokud nebudou obchodovatelné na sekundárním trhu. Tzv. konstruktivní svěřenectví (*trust*) může vzniknout i v případě, že převáděné nepřímo držené cenné papíry jsou veřejně obchodovatelné (na základě pravidla uvedeného ve zmíněném rozhodnutí ve věci *Chinn v Collins*), pokud za ně byla zaplacená cena). Podmínka vzniku (konstruktivního) trustu spočívající v jasném vymezení jeho předmětu nemusí být splněna u *trustu*, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry na základě pravidla uvedeného v rozhodnutí ve věci *Hunter v. Moss*. Jinak bude mít poškozený převodce vůči nabyvateli, na jehož účtu byl učiněn záznam v podobě připsání cenných papírů, za které ovšem nezaplatil, pouze nárok na náhradu škody. Anglické soudy totiž zpravidla nepřiznávají nárok na specifické plnění, tj. nařízení anulace připsání cenných papírů na účet nabyvatele a opětovné připsání takových cenných papírů na účet převodce, u aktiv, jako jsou nepřímo držené cenné papíry; v takových případech je preferováno přiznání náhrady škody v penězích, neboť takové opatření je považováno za adekvátní v případě likvidních aktiv, jejichž ekvivalenty lze snadno získat na regulovaném nebo obdobném trhu (Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 193).

cenných papírů na účet je situace, kdy prostředník převede na nabyvatele nepřímo držené cenné papíry, jež náležejí jeho klientům, nikoli jemu samotnému.<sup>217</sup>

Co se týče možnosti nabytí cenných papírů od nevlastníka je základem anglického práva podobně jako v právních řádech kontinentálních pravidlo, že nikdo nemůže nabýt více práv, než sám má.<sup>218</sup> Z tohoto pravidla ovšem připouští právo ekvity<sup>219</sup> výjimku: právní titul, nikoli ekonomické vlastnictví,<sup>220</sup> může nabyvatel nabýt i od nevlastníka, pokud je nabyvatel v dobré víře, poskytl protihodnotu a neměl skutečnou či presumovanou informaci o existenci předchozího neslučitelného práva k danému cennému papíru.<sup>221</sup>

---

<sup>217</sup> Pokud je majitel účtu schopen identifikovat osobu, ne jejíž účet byly připsány prostředníkem zpronevěřené nepřímo držené cenné papíry, může mít vůči této osobě osobní nárok, věcný nárok či obojí; svědčí-li mu oba nároky může učinit volbu až do okamžiku vynesení eventuálního soudního rozhodnutí (Projekt britské Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Třetí seminář – Problémy týkající se nabyvatelů nepřímo držených cenných papírů, op. cit. pozn. č. 5, str. 33).

<sup>218</sup> Dotazník LCG-EC, str. 237.

<sup>219</sup> Právo ekvity tvoří spolu s původně obyčejovými pravidly common law dvě základní vrstvy anglického práva.

<sup>220</sup> The FMLC Report on Property Interest in Indirectly Held Investment Securities: an Analysis of the Need for and Nature of Legislation in the United Kingdom, Uniform Law Review – Revue de droit uniforme 2005-1/2, str. 350.

<sup>221</sup> Projekt britské Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Třetí seminář – Problémy týkající se nabyvatelů nepřímo držených cenných papírů, op. cit. pozn. č. 5, str. 30; Dotazník LCG-EC, str. 308. Například, pokud nabyvatel nabyde právní vlastnictví k nepřímo drženému cennému papíru oproti poskytnutí protihodnoty, aniž by měl vědomost o tom, že na tomto nepřímo drženém cenném papíru vázne ekonomické vlastnictví jiného subjektu než převodce, získá nabyvatel právní vlastnictví k nepřímo drženému cennému papíru bez předchozího ekonomického vlastnictví jiného subjektu; naproti tomu bude-li na nepřímo drženém cenném papíru v ekonomické vlastnictví váznout například zajištění, nedojde nabytím tohoto ekonomického vlastnictví v dobré víře k zániku tohoto zajištění a příjemce zajištění bude moci toto zajištění nadále uplatňovat i vůči novému ekonomickému vlastníkov. Toto rozdílné zacházení v závislosti na charakteru práva k nepřímo drženému cennému papíru je nicméně kritizováno, neboť většina investorů má k nepřímo drženým cenným papírům pouze ekonomické vlastnictví, u kterého nabytí od nevlastníka v dobré víře není nijak chráněno. Odborná anglická veřejnost proto argumentuje ve prospěch rozšíření možnosti nabytí nepřímo držených cenných papírů od nevlastníka rovněž pro případy nabytí ekonomického vlastnictví (Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy týkající se věcných práv k nepřímo drženým cenným papírům a jejich povahy s vyjádřením zásad pro legislativní statut pro nepřímo držené cenné papíry, problém č. 3 („*Property Interests in Investment Securities, Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in indirectly held investment securities, with a statement of principles for an investment securities statute, Issue 3*“), 3. července 2004, str. 13). Rovněž Principy FMLC z hlediska ochrany nabyvatele v dobré víře nevlastníka nevidí rozdíl v tom, zda jde o nabytí ekonomického či právního vlastnictví (Principy FMLC, čl. 7, písm. e). Konečně otázka, zda důkazní



## Pododdíl 2 – Převod nepřímo držených cenných papírů na regulovaném trhu

Jelikož trh není pouhou sumou obchodů na něm uzavřených a má svoji vlastní dynamiku, liší se rovněž charakter právních vztahů, jež vznikají při převodech nepřímo držených cenných papírech na těchto trzích. Základními strukturujícími prvky, jejichž působením dochází ke změně charakteru právních vztahů v rámci obchodů uskutečněných prostřednictvím tržních infrastruktur jsou anonymita účastníků obchodů s cennými papíry, způsob zúčtování a vypořádání obchodů cennými papíry a absence rizika vypořádání.<sup>222</sup> Z důvodu anonymity účastníků obchodů realizovaných prostřednictvím tržních infrastruktur se u převodu nepřímo držených cenných papírů vytrácí z tohoto právního vztahu jeho synallagmatický charakter.<sup>223</sup> V důsledku toho dochází k oddělení fáze sjednání

---

břemeno prokázání, zda byl nabyvatel při nabytí od nevlastníka v dobré víře, vážne na žalovaném, tj. obvykle na nabyvateli, který musí doložit, že poskytl protihodnotu a neměl informaci o protinároku (*Thomson v Clydesdale Bank Limited* [1893] AC 282, 289, Lord Herschell LC; *Polly Peck International plc v Nadir (No 2)* [1992] 4 All ER 769, Scott LJ), nebo na žalobci, tj. původním skutečným vlastníkovu či osobě s jiným neslučitelným právem k daným cenným papírům, která musí prokázat, že uvedené podmínky u žalovaného nejsou splněny (*Attorney- General v Biphosphated Guano Company* (1898) 11 ChD 327, 337 by Thessiger LJ; *Lipkin Gorman v Karpnale* [1991] 2 AC 548, str. 574-577.), není anglickém právu zcela jasně vyřešena. Odborná anglická právní veřejnost se nicméně spíše kloní k první možnosti (Projekt britské Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Třetí seminář – Problémy týkající se nabyvatelů nepřímo držených cenných papírů, op. cit. pozn. č. 5, str. 30).

<sup>222</sup> Úspěšná realizace jakéhokoli převodu nepřímo držených cenných papírů je podmíněna absencí dvou událostí: absencí insolvence strany a absencí vůle určité strany splnit sjednaný závazek, resp. absencí materializace hlavního rizika a rizika nahrazení (podrobněji k definici těchto rizik Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 38). Výskyt jakékoli z těchto dvou okolností povede ke zmaření realizace dané smlouvy a přistoupení k využití nápravných prostředků, jakými jsou například náhrada škody či navrácení do předešlého stavu či jiných prostředků vedoucích ke zmírnění následků nesplnění smlouvy, jako například přihlášení pohledávky v rámci insolvenčního řízení. Infrastruktury trhů s cennými papíry eliminují výskyt uvedeného hlavního rizika a rizika nahrazení. Této eliminace dosahují zpravidla pomocí tří prostředků: zásadou dodání oproti zaplacení, zásadou konečnosti vypořádání a eventuálně využitím služeb centrální protistrany. Využití těchto prostředků zajišťuje úspěšnou realizaci všech obchodů (převodů) realizovaných na regulovaných trzích, jejichž uzavření bylo potvrzeno a jež vstoupily do procesu vypořádání. Otázky a problémy spojené s anulací připsání nepřímo držených cenných papírů na účet se v případě převodu uskutečněného přes regulovaný trh stávají víceméně irrelevantními. Nabytí v dobré víře se v případě těchto převodů téměř automaticky předpokládá. I kdyby z jakéhokoli důvodu došlo ke zrušení obchodu (převodu), vypořádání práv a povinností z takového zrušeného převodu bude zpravidla probíhat pomocí kompenzace uskutečněním obchodu v opačném smyslu.

<sup>223</sup> Zatímco v případě bilaterálních obchodů prováděných „přes přepážku“ neprocházejících systémem zúčtování a vypořádání není teoreticky nemožné dohledat, jaké osoby převedly jaké nepřímo držené cenné papíry a kdo tyto cenné papíry nabyly, u obchodů prováděných

smlouvy a jejího splnění. V klasickém vztahu plnění provádějí stejné strany, které smlouvu sjednaly, kdežto ve vztazích s ingerencí tržních infrastruktur, je smlouva plněna jinými osobami, než tuto smlouvu uzavřely, přičemž osoby sjednávající smlouvu a osoby plnící smlouvu neznají svou totožnost.

Tradiční průběh bilaterálního smluvního vztahu je nahrazen vlastní logikou tržních infrastruktur zejména v případě, že tyto infrastruktury využívají techniky čistého zúčtování (tzv. netting) a interpozice centrální protistrany.<sup>224</sup> Krom toho zásady dodání oproti zaplacení a konečnosti vypořádání (zúčtování) ovlivňují obsah závazků vyplývajících z převodu nepřímo držených cenných papírů uskutečněného prostřednictvím tržních infrastruktur.<sup>225</sup> Následující kapitoly se proto pokusí znázornit právní schémata, jimž podléhají převody nepřímo držených cenných papírů provedené prostřednictvím tržních infrastruktur podléhajících zkoumaným právním řádům.<sup>226</sup>

---

přes burzovní a jiné regulované trhy bude přímé dohledání subjektů převodu, jakož i jeho předmětu extrémně obtížné, ne-li zcela nemožné. Nemožnost přímé dohledatelnosti subjektů a předmětu převodu je na určitých trzích dále umocněna interpozicí centrální protistrany.

<sup>224</sup> Důvodem nemožnosti dohledat jednotlivé účastníky obchodu je rovněž skutečnost, že každý z obchodníků s cennými papíry „kompenzuje“ nákupy a prodeje cenných papírů učiněné toho dne pro své klienty. Stejně tak činí osoba provozující systém zúčtování a vypořádání, která zúčtuje obchody učiněné v daný den jejími účastníky (obchodníky s cennými papíry). V důsledku tohoto procesu, zvaného netting, se smaže stopa mezi jednotlivými subjekty transakce, tj. převodcem a nabyvatelem. K ilustraci může přispět následující příklad: Obchodník s cennými papíry, jenž je členem regulovaného trhu a systému zúčtování a vypořádání, je zmocněn svým klientem A, aby pro něj na tomto trhu koupil 300 akcií společnosti X a klientem B, aby prodal 500 akcií téže společnosti. V důsledku kompenzace závazků mezi tímto obchodníkem a centrální protistranou získá prostředník od centrální protistrany 200 akcií a zaplatí centrální protistraně částku odpovídající tržní ceně 200 akcií společnosti X. Jelikož však daný obchodník nemusí být zároveň prostředníkem vedoucí účty cenných papírů svých klientů, musí nutně získat 500 akcií od prostředníka klienta B, aby jeho účet u centrálního depozitáře nevykazoval záporné saldo.

<sup>225</sup> Seznam systémů, jež zajišťují provedení zásady konečnosti vypořádání (zúčtování) notifikovaných členskými státy Evropské komisi podle směrnice 98/26/ES je uveden na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/settlement/dir-98-26-art10-national\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/settlement/dir-98-26-art10-national_en.htm).

<sup>226</sup> Převody nepřímo držených cenných papírů nemusí probíhat pouze v rámci jednotlivých tržních infrastruktur, nýbrž mezi jednotlivými tržními infrastrukturami, existuje-li mezi nimi technické propojení, které tyto obchody umožňuje. (Orientační seznam propojení jednotlivých tržních infrastruktur, včetně centrálních depozitářů <http://www.ecb.int/paym/coll/coll/html/ssss.en.html> či v dokumentech jednotlivých centrálních depozitářů (například Clearstream Banking Frankfurt – čl. 1.7. (Links to international securities markets) CBF Customer Handbook). Podmínky propojení Euroclear

## Kapitola 1 – Euroclear

Euroclear je společným centrálním depozitářem pro Francii,<sup>227</sup> Belgii<sup>228</sup> a Nizozemí.<sup>229</sup> Společně s Euroclear Bank,<sup>230</sup> jež je mezinárodním centrálním depozitářem pro určité další typy cenných papírů,<sup>231</sup> a některými dalšími centrálními depozitáři<sup>232</sup> jsou dceřinými společnostmi belgické Euroclear S.A./N.V., která je sama dceřinou společností Euroclear PLC.<sup>233</sup> Euroclear S.A./N.V. je dále hlavním akcionářem osoby provozující pro regulovaný trh Euronext Paříž, Brusel, Amsterdam a Lisabon společný systém zúčtování obchodů s cennými papíry - LCH.Clearnet S.A., který zároveň plní funkci centrální protistrany.<sup>234</sup> Euroclear rovněž provozuje systém vypořádání obchodů s

---

Bank SA a Clearstream Banking AG, konkrétně poskytování určitých služeb zúčtování a vypořádání společnosti Clearstream Banking AG pro společnost Euroclear Bank SA ve vztahu cenným papírům na jméno vydaných podle německého práva, bylo vyšetřováno Evropskou komisí, která dovodila zneužití dominantního postavení společností Clearstream Banking AG; rozhodnutí Komise bylo následně napadeno u Evropského soudního dvora, který však rozhodnutí Komise potvrdil (rozhodnutí Evropského soudního dvora ve věci, Clearstream Banking AG and Clearstream International SA v Commission of the European Communities, Case T-301/04, *European Court reports 2009, str. II-03155*).

<sup>227</sup> Euroclear France.

<sup>228</sup> Euroclear Belgium (Caisse Interprofessionnelle de Dépôts et de Virements de Titres/ interprofessionele Effectendeposito- en Girokas).

<sup>229</sup> Euroclear Nederland.

<sup>230</sup> Euroclear Bank zároveň provozuje pro obchodování s těmito cennými papíry systém vypořádání a zřizuje účastníkům související peněžní účty. Euroclear Bank poskytuje další služby spojené s fungováním kapitálových trhů, jako je půjčování cenných papírů, vícestranná repa atd.

<sup>231</sup> Euroclear Bank je rovněž součástí tzv. společného depozitáře, jenž drží určité cenné papíry, resp. hromadné (globální) listiny, ve prospěch Euroclear Bank a Clearstream Banking Luxembourg, tak aby tyto cenné papíry bylo možné převádět v rámci obou systémů; příkladem takových cenných papírů jsou tzv. eurobondy (Deguée, J.-P., Devos, D.: *La loi applicable aux titres intermédiaires : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002; Revue de Droit Commercial Belge*, 2006, č. 1, str. 8).

<sup>232</sup> Euroclear S.A./N.V. je dále mateřskou společností Euroclear UK&Ireland a skandinávské NCSD Holding, pod níž náleží švédský centrální depozitář Euroclear Sweden a Euroclear Finland.

<sup>233</sup> [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)

<sup>234</sup> Skupina LCH.Clearnet je holdingová struktura, jež poskytuje služby hlavním mezinárodním burzám a platformám stejně jako řadě dalších trhů „přes přepážku.” LCH.Clearnet Group Limited je inkorporována ve Spojeném království a je regulována jako finanční společnosti francouzským regulátorem; tato společnost má dvě dceřiné společnosti LCH.Clearnet Limited a LCH.Clarnet SA. LCH.Clearnet Ltd. je inkorporována ve Spojeném království, kde pod dohledem Bank of England provozuje platební systém; zároveň je podřízená veřejnému dohledu jako „uznaná zúčtovací instituce” britskou UK Financial Services Authority a jako organizace zúčtující derivátové obchody americkou Commodity Futures Trading Commission. LCH.Clearnet SA je inkorporována ve Francii a

cennými papíry ESES<sup>235</sup> navazující na uvedený systém zúčtování, který vypořádává obchody s cennými papíry v jednotlivých sekcích regulovaného trhu Euronext. Obchody vypořádané na regulovaném trhu Euronext jsou vkládány do tzv. centrální knihy příkazů, kde jsou spárovány (nebo zrušeny či staženy) a předány k vypořádání. Co se týče způsobů provedení vypořádání Euroclear představuje DVP model 1 s využitím některých prvků DVP modelu 3 spočívajícími zejména v umožnění technického vícestranného nettingu v určitých oblastech.<sup>236</sup>

#### a) Francouzské právo (Euroclear France)

Nepřímo držené cenné papíry evidované v rámci systému centrálního depozitáře Euroclear France<sup>237</sup> podléhají na rozdíl od cenných papírů vedených mimo tento systém určitým zvláštním pravidlům,<sup>238</sup> co se týče převodu vlastnických práv k těmto cenným papírům. Těmto pravidlům rovněž podléhají cenné papíry, jež jsou vypořádávány systémem zúčtování provozované společností LCH.Clearnet SA,<sup>239</sup> jež je zároveň centrální protistranou, a systémem vypořádání ESES.<sup>240</sup>

---

dozorována jako úvěrová a zúčtovací instituce kolegiem regulátorů sestávající se z úřadů s dohledem nad kapitálovými trhy a centrálními bankami Francie, Nizozemí, Belgie a Portugalska a rovněž britskou UK Financial Services Authority jako „uznaná zámořská zúčtovací instituce” (Studie UNIDROIT LXXVIII C: Overview of payment, clearing and settlement systems, S78C - Doc. 7, září 2011, str. 4 an.).

<sup>235</sup> ESES je zkratkou pro Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities.

<sup>236</sup> Euroclear drží jak peněžní prostředky, tak cenné papíry v rámci systému ESES a jeho prostřednictvím zajišťuje okamžitou konečnost vypořádání na konci dne či v reálném čase pomocí souběžných zápisů na účtech cenných papírů a peněžních účtů; s výjimkou určitých operací v rámci Euroclear France se nejedná o vypořádání na čisté bázi (Studie UNIDROIT LXXVIII C: Overview of payment, clearing and settlement systems, op. cit. pozn. č. 234, str. 4 a 5).

<sup>237</sup> Veřejnoprávní dohled nad Euroclear France vykonává *Autorité des marchés financiers*.

<sup>238</sup> Tato pravidla jsou uvedena ve francouzském peněžním a obchodním zákoníku, v obecném nařízení AMF a v pravidlech centrálního depozitáře Euroclear France.

<sup>239</sup> LCH.Clearnet SA na sebe bere rovněž roli centrální protistrany.

<sup>240</sup> Čl. L. 330-1, odst. 1 francouzského CMF: Systémem mezibankovního zúčtování či zúčtování a vypořádání finančních nástrojů se rozumí proces probíhající na národní či nadnárodní úrovni, který umožňuje organizaci vztahů mezi nejméně dvěma stranami umožňující, ať už pomocí vyrovnání (kompenzace) či jinak, soustavné provádění plateb nebo, pokud jde o systém zúčtování a vypořádání finančních nástrojů, vypořádání cenných papírů mezi účastníky tohoto systému. Systém musí být buď zřízen veřejným orgánem nebo se musí řídit rámcovou smlouvou, jež je v souladu s obecnými principy rámcovou smlouvou platnou v daném místě, nebo se musí řídit smlouvou předepsaného obsahu.

Z právního pohledu na rozdíl od prodeje věci, jenž představuje derivativní způsob nabytí vlastnického práva, v případě převodu nepřímo držených cenných papírů prostřednictvím systému zúčtování a vypořádání se podle francouzského práva jedná o výjimečný případ originárního nabytí vlastnického práva. Nabyvatel v důsledku interpozice centrální protistrany totiž nemůže identifikovat převodce a je bez jakéhokoli vztahu k němu: proto není možné, aby od něho nabytí derivativně „jeho vlastnické právo“ k nepřímo drženému cennému papíru.<sup>241</sup>

U převodů nepřímo držených cenných papírů v rámci infrastruktury centrálního depozitáře Euroclear France či systémů zúčtování a vypořádání je učinění zápisu k dobru nabyvatele na jeho vlastnický účet cenných papírů nutnou, nikoli však dostatečnou k realizaci převodu vlastnického práva k těmto cenným papírům. Co je podmínkou dostatečnou k definitivní účinnosti nabytí vlastnického práva vůči třetím stranám u převodů nepřímo držených cenných papírů v rámci infrastruktury centrálního depozitáře Euroclear France či systémů zúčtování a vypořádání je jednak odlišné ve vztahu k nepřímo drženým cenným papírům vedeným v rámci tržních infrastruktur a mimo tyto tržní infrastruktury<sup>242</sup> a jednak vzhledem dematerializovaným akciím na majitele a dematerializovaným akciím na jméno, tzv. „titres nominatifs administrés.“<sup>243</sup> Jestliže francouzské právo nevyžaduje, aby

---

Ministr financí oznámí Evropské komisi seznam systémů podléhajícím článkům L. 330-1 et L. 330-2 CMF. Systémy zúčtování a vypořádání notifikované jsou výše uvedené systémy ESES a LCH.Cleartnet.

<sup>241</sup> Müller, A.-C.: op. cit. pozn. č. 129, str. 220.

<sup>242</sup> Není-li převod nepřímo držených cenných papírů uzavřen na regulovaném trhu či prostřednictvím vícestranného systému obchodování, ani není vypořádán v rámci režimu neodvolatelného vypořádání v reálném čase, ani systémem zúčtování, avšak prochází systémem vypořádání či alespoň přes účty centrálního depozitáře, dochází k nabytí vlastnického práva konečným majitelem po připsání odpovídajícího počtu cenných papírů na zákaznický účet jeho prostředníka, a to ve lhůtě tří dnů od uzavření obchodu (obchody uzavřené mimo regulovaný trh, nemusí být nutně zúčtovávány v rámci systému zúčtování LCH.Cleartnet SA). Tato třídenní lhůta od sjednání obchodu je ovšem pouze fakultativní a strany obchodu si mohou převod vlastnického práva dohodnout i k jinému okamžiku. Toto datum se uplatní i pro určení okamžiku převodu vlastnictví v případech, kdy převodce a nabyvatel mají stejného centrálního depozitáře (čl. 570-8, odst. 1 - 3 obecného nařízení AMF).

<sup>243</sup> Zvláštní režim převodu cenných papírů existuje v případě nepřímo držených cenných papírů na jméno vedených prostředníkem v rámci systému centrálního depozitáře Euroclear France. U těchto cenných papírů není dostatečnou podmínkou pro uskutečnění jejich převodu záznam na zákaznickém účtu prostředníka odpovídající záznamu na vlastnickém účtu konečného majitele, neboť u těchto tzv. administrovaných cenných papírů na jméno je

převodce v okamžiku uzavření obchodu disponoval vlastnickým právem k převáděnému nepřímo drženému cennému papíru, zavedl zákon o bankovní a finanční regulaci z 22. října 2010 za účelem zamezení tzv. nahých prodejů povinnost pro převodce při převodech přes regulovaný trh disponovat dostatečnými zárukami, že bude schopen dostát svému závazku doručit nepřímo držené cenné papíry.<sup>244</sup>

Převod vlastnického práva k nepřímo drženým cenným papírům na majitele evidovaných v rámci systému centrálního depozitáře Euroclear France a převáděným prostřednictvím systému zúčtování a vypořádání, včetně těch sjednaných na regulovaném trhu (avšak mimo režim neodvolatelného vypořádání v reálném čase), vyplývá nabytí vlastnictví ze zápisu těchto cenných papírů na účet nabyvatele k okamžiku a za podmínek uvedených v obecném nařízení AMF.<sup>245</sup> V této souvislosti je často kladena otázka, zda dochází k účinnosti nabytí vlastnictví vůči třetím stranám okamžikem připsání na účet nabyvatele, tj. v den sjednání, kdy prostředník učiní záznam na („vlastnickém“) účtu cenných papírů

---

nutné pro uskutečnění jejich převodu a účinnost vůči třetím stranám, zejména vůči emitentovi, informovat společnost emitenta o identitě nového nabyvatele (vstupují-li cenné papíry na jméno do centrálního depozitáře, a eventuálně rovněž na regulovaný trh, musí být povinně „administrované“, tj. vedené prostředníkem, jenž je členem centrálního depozitáře). Z tohoto důvodu prostředník, jež tyto cenné papíry na jméno administruje, tj. je výlučným zmocněncem pro vedení registru emitenta, jakož i účtů pro konečné vlastníky těchto cenných papírů (čl. 322-59, odst. 2 obecného nařízení AMF), má povinnost zaslat centrálnímu depozitáři nejpozději do dvou dnů od sjednání obchodu tzv. výpis údajů o nabyvateli (ve fr. „*bordereau de références nominatives*“). Depozitář zaznamená na tento výpis okamžik, kdy mu byl tento výpis doručen, a zašle ho nejpozději do 24 hodin společnosti emitenta. Ta musí nejpozději následujícího dne upravit své údaje o akcionářích, a to k datu přijetí centrálním depozitářem zaznamenaném na výpisu údajů o nabyvateli, a zaslat potvrzení o provedení této povinnosti zpět centrálnímu depozitáři, který je dále přepošle pověřenému výše zmíněnému prostředníkovi (čl. 322-65, odst. 1 a 2 obecného nařízení AMF). K převodu těchto dematerializovaných administrovaných cenných papírů na jméno dochází okamžikem přijetí výpisu údajů o nabyvateli centrálním depozitářem zaslaným prostředníkem v rámci lhůty dvou dnů od sjednání, neboť společnost emitenta musí od tohoto okamžiku považovat nového nabyvatele za svého akcionáře (čl. 322-65, odst. 3 obecného nařízení AMF).

<sup>244</sup> Čl. L. 211-17, odst. 1 a 2 francouzského CMF; Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: *Droit financier*, 2ème éd., Dalloz, 2012, str. 855-856).

<sup>245</sup> Čl. L. 228-1, odst. 9 a L.211-17, odst. 2 francouzského CMF.

ve prospěch konečného majitele, nebo až k okamžiku, kdy je učiněn odpovídající záznam na zákaznickém účtu prostředníka u centrálního depozitáře.<sup>246</sup>

Obecné nařízení AMF stanoví, že je-li převod uskutečněn prostřednictvím regulovaného trhu či mnohostranného systému obchodování, vlastnické právo k nabytým nepřímo drženým cenným papírům je přiznáno až k okamžiku vypořádání obchodu uvedeného v pravidlech systému vypořádání a k učinění odpovídajícího záznamu na zákaznickém účtu prostředníka u centrálního depozitáře.<sup>247</sup> Tento okamžik nastává nejpozději vypršením lhůty tří dnů od sjednání příslušného obchodu po uskutečnění příkazu vypořádání;<sup>248</sup> pro určité typy transakcí mohou pravidla regulovaného trhu určit datum dřívejší.<sup>249</sup> Neuskuteční-li se vypořádání či zápis na zákaznickém účtu, učiněný provizorní zápis na („vlastnickém“) účtu konečného nabyvatele se vymaže, aniž by tento provizorní zápis zakládal vlastnické právo ve prospěch tohoto nabyvatele.<sup>250</sup>

Je-li převod nepřímo držených cenných papírů zúčtován a vypořádáván v rámci systému zúčtování a vypořádání, avšak ve zvláštním v režimu „neodvolatelného

---

<sup>246</sup> Názory francouzské doktríny se v tomto ohledu různí. Francouzští prostředníci připisují nabyté cenné papíry na účty jejich konečných majitelů již v okamžiku sjednání obchodu na regulovaném trhu bez toho, aby čekali, až bude obchod vypořádán. Tato praktika reflektuje účetní pravidla, podle kterých prostředníci činí v účetnictví záznam o převodu cenných papírů ve prospěch jejich klientů ke dni sjednání tohoto obchodu. Část doktríny se proto přiklání k názoru, že k nabytí vlastnictví dochází už okamžikem „účetního“ zápisu na vlastnický účet nabyvatele, přičemž toto nabytí je podmíněno rozvazovací podmínkou reálného vypořádání daného obchodu a učinění odpovídajícího záznamu na zákaznickém účtu prostředníka u centrálního depozitáře; druhá část doktríny naopak považovala připsání cenných papírů na účet nabyvatele za pouhou domněnku nabytí vlastnictví, přičemž k nabytí vlastnického práva účinného vůči třetím stranám mělo docházet až k datu vypořádání obchodu a učinění odpovídajícího zápisu cenných papírů na zákaznický účet prostředníka u centrálního depozitáře.

<sup>247</sup> K vypořádání obchodů dojde, jakmile Banque de France dá souhlas k převodu odpovídajících peněžních prostředků; poté jsou nepřímo držené cenné papíry, jež jsou předmětem převodu, zapsány na účtech u Euroclear France a Banque de France učiní převod zmíněných peněžních prostředků na příslušné vypořádací účty (Dotazník LCG-EC, str. 269).

<sup>248</sup> Čl. 570-2 nařízení AMF (v souvislosti s čl. L. 217-17, odst. 2 věta první francouzského CMF). Tento závěr je rovněž podpořen textem čl. 570-3 obecného nařízení AMF, které stanoví, že záznam na vlastnickém účtu konečného majitele provedený prostředníkem v den sjednání obchodu má pouze účetní charakter.

<sup>249</sup> Čl. 570-5 obecného nařízení AMF.

<sup>250</sup> Čl. 570-3, odst. 2 obecného nařízení AMF.

vypořádání v reálném čase,<sup>251</sup> vlastnictví přechází na nabyvatele v okamžiku, kdy uhradí cenu převáděných cenných papírů.<sup>252</sup> Tuto částku však bude zpravidla za nabyvatele hradit jeho prostředník, a to nikoli přímo převodci, nýbrž centrální protistraně.<sup>253</sup> Neposkytne-li konečný majitel prostředníkovi peněžní prostředky k zaplacení nabývaných cenných papírů, stane se vlastníkem dotčených cenných papírů místo konečného majitele jeho prostředník.<sup>254</sup>

Vedle uskutečnění převodu se bude od obecných pravidel francouzského soukromého práva rovněž lišit jeho anulace v případě, že se bude jednat o zrušení převodu nepřímo držených cenných papírů provedeného prostřednictvím systému zúčtování a vypořádání: v rámci obecné úpravy zrušení převodu vlastnictví podle Code civil je důvodem pro zrušení převodu vlastnictví nesplnění recipročních povinností protistrany vyplývajících ze synallagmatického charakteru smlouvy o převodu vlastnického práva,<sup>255</sup> naproti tomu v případě převodu nepřímo držených cenných papírů provedeného prostřednictvím systému zúčtování a vypořádání z důvodu interpozice centrální protistrany vzájemná provázanost závazků chybí – převodce mohl předmětné cenné papíry převést na centrální protistranu, čímž zcela splnil své závazky, přesto však příslušný zápis na vlastnickém účtu nabyvatele nemusel být proveden, například z důvodu selhání centrální protistrany nebo z důvodu selhání člena systému zúčtování a vypořádání, na nějž byly cenné papíry převedeny centrální protistranou.

---

<sup>251</sup> Ve fr.: „*dénouement irrévocable en continu*.“

<sup>252</sup> Čl. L. 211-17-1, odst. 4 francouzského CMF.

<sup>253</sup> V rámci uvedeného systému převodce převádí vlastnické právo k nepřímo drženým cenným papírům za úplatu na centrální protistranu, která dále převádí toto právo za úplatu na prostředníka nabyvatele; ten toto právo následně převádí na nabyvatele okamžikem, kdy mu nabyvatel zaplatí cenu za dotčené cenné papíry. Bude-li zpravidla cena zaplacená předem, neboť obchodník s cennými papíry má právo vyžadovat, aby mu klient poskytl dostatečné množství peněžních prostředků k provedení nákupů cenných papírů na jeho účet (čl. L. 211-17, odst. 1 francouzského CMF), bude vlastnictví na nabyvatele převedeno *de facto* rovněž okamžikem zápisu cenných papírů na zákaznický účet prostředníka, neboť v rámci uvedeného systému proběhne tento zápis souběžně se zaplacením ceny prostředníkem centrální protistraně, a to v průběhu dne, kdy dochází k tomuto vypořádání (čl. 570-7 obecného nařízení AMF).

<sup>254</sup> Čl. L. 211-17, odst. 3 francouzského CMF.

<sup>255</sup> Podrobněji výše písm. a), pododdíl 1 tohoto oddílu.



Právní důvod, o který by se mohl nabyvatel, jemuž nebyly doručeny cenné papíry či uhrazena cena, opřít, aby mohl zrušit svůj závazek zaplatit cenu či doručit cenné papíry a neutrpěl tak škodu, proto musí být založen zvláštními předpisy: tímto zvláštním předpisem je francouzský peněžní a finanční zákoník, konkrétně ustanovení odst. 1 článku L. 211-18 CMF: zatímco předchozí text stanovil, že v případě absence doručení cenných papírů či zaplacení ceny za předmětné cenné papíry, „*nabytí vlastnictví se rozvazuje*“, nový text vložený nařízením z 31. ledna 2009<sup>256</sup> uvádí, že zmíněná nesplnění povinností jedné strany zbavují protistranu „*veškerých závazků vůči této straně*.“ Toto ustanovení zprošťuje nabyvatele veškerých závazků vůči protistraně v prodlení, tj. v závislosti na postavení v rámci daného vztahu buď zaplacení ceny či doručení nepřímo držených cenných papírů.<sup>257</sup> Vzhledem k tomu, že nabyvatel by cenu nehradil přímo převodci, jehož identitu nezná, ale svému přímému prostředníkovi, zbavuje ho uvedená povinnost uhradit cenu tomuto prostředníkovi; pokud ji již prostředníkovi uhradil, vznikne mu nárok vůči tomuto svému prostředníkovi na její vrácení. Naopak neuhradí-li konečný nabyvatel cenu svému prostředníkovi za nabyté nepřímo držené cenné papíry, nezískává prostředník zákonné zástavní právo vůči svému přímo klientovi, nýbrž se stává přímo vlastníkem cenných papírů, jež měly původně být nabyty jeho přímým klientem.<sup>258</sup>

## **b) Belgické právo (Euroclear Belgium)**

Centrálním depozitářem pro cenné papíry vydané belgickými společnostmi je Euroclear Belgium,<sup>259</sup> dříve CIK;<sup>260</sup> pro dematerializované dluhové cenné papíry

<sup>256</sup> Ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009, JORF n°0007 du 9 janvier 2009, str. 570.

<sup>257</sup> Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn. č. 249, str. 854.

<sup>258</sup> Čl. L. 211-18, odst. 2 francouzského CMF.

<sup>259</sup> Veřejnoprávní dohled nad Euroclear Belgium vykonává Banque Nationale de Belgique/Nationale Bank van België a Commission Bancaire, Financière et des Assurances/Commissie voor het Bank- en Financiewezen.

<sup>260</sup> CIK je zkratkou pro původní francouzský název belgického centrálního depozitáře *Caisse Interprofessionnelle de Dépôts et de Virement de Titres/Interprofessionele effectendeposito- en girokas*. CIK byl založen zákonem ke dni 1. dubna 1968. Od roku 1991 CIK provozoval vypořádání belgických účastnických cenných papírů a od 15. července 1998 rovněž dluhových cenných papírů. Mezinárodní převody cenných papírů bývaly vypořádávány systémem Euroclear spravovaným bruselskou pobočkou společnosti Morgan Guarantee Trust Company, jež se později transformovala na Euroclear Bank.

vydané belgickým státem je centrálním depozitářem a zároveň osobou provozující systém zúčtování a vypořádání Belgická národní banka.<sup>261</sup> Předmětem registrace na účtu, vypořádání a dalších služeb poskytovaných depozitářem Euroclear Belgium mohou být v zásadě všechny belgické cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu Euronext Brussels.<sup>262</sup> Stejně jako pro Euroclear France provozuje pro Euroclear Belgium související systém zúčtování společnost LCH.Clearnet S.A., která zároveň poskytuje služby centrální protistrany.<sup>263</sup> Vypořádání je zajišťováno systémem ESES,<sup>264</sup> který pro své operace využívá peněžních účtů Belgické národní banky.<sup>265</sup> Uvedený systém vypořádání je systémem vypořádání ve smyslu směrnice konečnosti

---

<sup>261</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 59. Účastníky centrálního depozitáře Euroclear Belgium (ve fr.: „*affiliés*”) mohou být vedle úvěrové instituce a osoby provozující investiční služby řídící se právem některého z členských států EU, veřejné instituce těchto států, belgická národní banka a centrální banky Evropského systému centrálních bank, osoby provozující systém zúčtování a vypořádání a prostředníci využívajících služby vedení účtu cenných papírů a služeb vypořádání (čl. 3.1. obecného nařízení Euroclear Belgium).

<sup>262</sup> Čl. 4.1.2. obecného nařízení Euroclear Belgium. Euroclear Belgium zřizuje pro své účastníky účet cenných papírů, jenž má charakter běžného účtu, na kterém jsou drženy buď vlastní cenné papíry prostředníka nebo cenné papíry držené pro třetí osobu: každý účastník si může zřídit tolik účtů, kolik vyžaduje jeho interní struktura, přičemž každý účet je rozdělen na tolik oddělených rubrik, kolik typů cenných papírů je připsáno na účet (čl. 5.1.2. obecného nařízení Euroclear Belgium). Euroclear Belgium umožňuje prostředníkům zřídit u něj účty pro každého jednotlivého klienta daného prostředníka (čl. 5.1.0.3. obecného nařízení Euroclear Belgium).

<sup>263</sup> Díky interpozici centrální protistrany mezi převodce a nabyvatele prostřednictvím novace závazků vyplývajících z převodu (čl. 1.3.2.1. pravidel LCH.Clearnet) je eliminováno riziko neuskutečnění transakce z důvodu nedostatku cenných papírů či peněžních prostředků na účtech převodem dotčeného nabyvatele či převodce (čl. 1.3.2.5. pravidel LCH.Clearnet z 8. března 2012). Případné nesplnění závazků převodce či nabyvatele vůči centrální protistraně bude řešeno pouze mezi centrální protistranou a převodcem či nabyvatelem, resp. mezi prostředníkem převodce či nabyvatele, jež jsou konečnými majiteli.

<sup>264</sup> Vypořádání obchodů uskutečněných na trhu Euronext Brussels probíhá ve lhůtě tří dnů od okamžiku, kdy osoba provozující související systém zúčtování LCH.Clearnet zašle depozitáři Euroclear Belgium provozujícímu systém vypořádání ESES potvrzení o provedení převodu (T+3). Vypořádání je založeno na principu dodání oproti zaplacení (DvP), tj. simultánního dodání cenných papírů oproti zaplacení ceny za tyto cenné papíry; systém využívá DVP model 1 (čl. 1.3.2.11 a 1.3.2.12 pravidel LCH.Clearnet).

<sup>265</sup> LCH.Clearnet S.A. a Euroclear Belgium provozující systém vypořádání ESES jsou osobami uznanými za osoby provozující systém zúčtování (ve fr.: „*organisme de compensation*”) a systém vypořádání (ve fr.: „*organisme de liquidation*”), a to na základě čl. 22 § 1 belgického zákona z 2. srpna 2002 o dohledu nad finančním sektorem a finančními službami, v platném znění.

vypořádání,<sup>266</sup> a to od okamžiku vložení příslušné instrukce do systému vypořádání systémem zúčtování.<sup>267</sup>

Převod mezi účty jednotlivých účastníků centrálního depozitáře Euroclear Belgium se uskutečňuje pomocí instrukce vydané buď samotným účastníkem depozitáře (instrukce „Off Exchange“)<sup>268</sup> či instrukce vydané systémem vypořádání na základě pokynu systému zúčtování (instrukce „On Exchange“).<sup>269</sup> Každá instrukce „On Exchange“ vydaná systémem vypořádání je zpracována centrálním depozitářem v souladu s pravidly fungování uvedeného systému vypořádání: jakmile centrální depozitář Euroclear Belgium přijme uvedenou instrukci, provede zápis na účtu jeho účastníka (prostředníka) k datu specifikovanému systémem zúčtování.<sup>270</sup> Jedná-li se o nepřímo držené cenné papíry na jméno, je rozhodujícím momentem pro uskutečnění převodu zapsání nabytých cenných papírů na účet v rámci speciálního registru cenných papírů na jméno BRS,<sup>271</sup> který je veden centrálním depozitářem a který zrcadlí odpovídající účet v systému vypořádání ESES.<sup>272</sup> Euroclear Belgium zasílá svým účastníkům denně výpis učiněných zápisů k dobru a k tíži účtů, které pro ně vede.<sup>273</sup>

Okamžik převodu věcného práva *sui generis* k nepřímo drženým cenným papírům vydaným soukromoprávními korporacemi<sup>274</sup> uskutečněného prostřednictvím systému vypořádání, včetně účinnosti vůči třetím stranám, je nutno v belgickém právu situovat k okamžiku, kdy jsou učiněny oba zápisy na účtech cenných

<sup>266</sup> Bod 1.3.1.4. pravidel LCH.Clearnet z 8. března 2012; směrnice o konečnosti vypořádání byla přejata do belgického práva zákonem 28. dubna 1999.

<sup>267</sup> Body 5.3.1.5., 5.3.1.6. a 5.3.2.2. obecného nařízení Euroclear Belgium z 5. října 2007 a bod 1.3.2.5. pravidel LCH.Clearnet z 8. března 2012.

<sup>268</sup> Jedná-li se o instrukci Off-exchange, půjde o převod uskutečněný mimo infrastrukturu zúčtování a vypořádání.

<sup>269</sup> Čl. 5.2.0.2. a 5.3.2.1. obecného nařízení Euroclear Belgium.

<sup>270</sup> Čl. 5.3.2.1. obecného nařízení Euroclear Belgium.

<sup>271</sup> Zkratka BRS odkazuje na Belgian Registered Securities, tzn. belgické cenné papíry na jméno.

<sup>272</sup> ESES Detailed Service Description Belgian registered securities – settlement and custody, 20. listopadu 2009, str. 16.

<sup>273</sup> Čl. 5.2.0.3. obecného nařízení Euroclear Belgium.

<sup>274</sup> Režim převodu práv k dematerializovaným cenným papírům belgických veřejnoprávních korporací registrovaných na účtech v rámci systému Belgické národní banky se v určitých ohledech liší od popsaného režimu. Rozbor tohoto režimu je bohužel nad rámec této práce.

papírů, tj. nikoli k okamžiku zápisu do zvláštní tzv. odložené části účtu, nýbrž až k okamžiku zápisu do disponibilní části účtu.<sup>275</sup> Pouze k druhému okamžiku totiž odpovídá zápisu na účtu konečného majitele odpovídající zápis na vyšší úrovni, tj. na účtu prostředníka u centrálního depozitáře. Důvodem pro tento závěr je jednak požadavek belgického soukromého práva,<sup>276</sup> že vlastnické právo, resp. věcné právo *sui generis* k nepřímo drženému cennému papíru, nemůže účinně přejít dříve než je možné identifikovat subjekt, tj. nabyvatele - konečného majitele účtu, jemuž toto právo má svědčit,<sup>277</sup> a jednak skutečnost, že účet prostředníka u centrálního depozitáře Euroclear Belgium obsahuje jak vlastní cenné papíry prostředníka, tak cenné papíry evidované pro zákazníky.<sup>278</sup> V důsledku toho je možno identifikovat subjekt, jemuž nepřímo držený cenný papír náleží,<sup>279</sup> až okamžikem učinění příslušného zápisu na účtu konečného majitele.

Nejedná-li se o technickou chybu a je-li převod proveden prostřednictvím centrální protistrany, je anulace převodu nepřímo držených cenných papírů provedených prostřednictvím systémů zúčtování a vypořádání v podstatě vyloučena. Anulace připadá v úvahu pouze v případě cenných papírů na jméno, jež nejsou kryty službami centrální protistrany: nicméně v těchto případech je výše zůstatků na příslušném účtu cenných papírů a souvisejícím peněžním účtu kontrolována před vypořádáním daného převodu. Nemá-li převodce dostatek cenných papírů na jméno k převedení či nabyvatel dostatek finančních prostředků na svém peněžním účtu pro pokrytí ceny nabývaných cenných papírů, uzavřený převod nebude vypořádán: Prostředník prodávající strany musí v takovém případě

---

<sup>275</sup> Belgické právo umožňuje používání praktiky tzv. podmíněných záznamů, kdy je v okamžiku uzavření obchodu na regulovaném trhu učiněn záznam ve zvláštní tzv. odložené části účtu konečného majitele, ve fr. „*différé du compte*“, jehož účinnost je závislá na splnění určité podmínky; jakmile je daná podmínka spočívající zpravidla v úspěšném vypořádání převodu a provedení odpovídajícího záznamu na účtu příslušného prostředníka splněna, je uvedený záznam převeden ze zvláštní části účtu do disponibilní části účtu, tzv. „*disponible du compte*“ (Dotazník LCG-EC, str. 281).

<sup>276</sup> Čl. 1585 belgického Code civil.

<sup>277</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 77 a 82; čl. 1.3.2.13. pravidel LCH.Clearenet.

<sup>278</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 93.

<sup>279</sup> Uvedený závěr ovšem není zcela jednoznačný, neboť lze rovněž argumentovat, že k jednoznačné identifikaci nabyvatele může dojít již k dřívějšímu okamžiku dokončení cyklu vypořádání (čl. 5.3.2.1. obecného nařízení Euroclear Belgium).

zvážit nabytí cenných papírů na vlastní účet.<sup>280</sup> Krom toho belgické právo v zásadě nepřipouští, aby účet cenných papírů vykazoval negativní zůstatek.<sup>281</sup>

### c) Euroclear Bank

Na cenné papíry uložené v rámci mezinárodního centrálního depozitáře Euroclear Bank<sup>282</sup> se vztahují jednak pravidla Euroclear Bank upravující uložení cenných papírů<sup>283</sup> a jednak ustanovení belgického práva,<sup>284</sup> konkrétně ustanovení královského nařízení č. 62.<sup>285</sup> Převod nepřímo držených cenných papírů z účtu vedeného u Euroclear Bank na jiný účet vedený u tohoto depozitáře či u depozitáře jiného je podmíněn dostatečným zůstatkem jak na účtu cenných papírů, tak na souvisejícím peněžním účtu.<sup>286</sup> Euroclear Bank nicméně může anulovat jakýkoli chybný zápisu na účtu, stejně jako jakýkoli podmíněný zápis, nejsou-li splněny podmínky pro učinění podmíněného zápisu definitivním.<sup>287</sup>

## Kapitola 2 – Clearstream

Osobou zajišťující služby centrálního depozitáře pro německý a lucemburský trh s cennými papíry je mezinárodní centrální depozitář Clearstream, zahrnující Clearstream Banking Luxembourg (dále jen „CBL“), Clearstream Banking Frankfurt (dále jen „CBF“).<sup>288</sup>

---

<sup>280</sup> ESES Detailed Service Description Belgian registered securities – settlement and custody, 20. listopadu 2009, str. 8 a 11.

<sup>281</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 66; rozhodnutí antverpského odvolacího soudu (*Hof van Beroep te Antwerpen*) z 21. listopadu 2002.

<sup>282</sup> Veřejnoprávní dohled nad Euroclear Bank vykonává belgická Commission Bancaire, Financière et des Assurances/Commissie voor het Bank- en Financiewezen.

<sup>283</sup> Terms and Conditions governing use of Euroclear, The clearance and settlement system for internationally traded securities (dále jen „Euroclear Terms and Conditions“), červen 2010.

<sup>284</sup> Čl. 22 Euroclear Terms and Conditions.

<sup>285</sup> Závěry učiněné v předcházející části ohledně fungování Euroclear Belgium lze proto vztáhnout i na fungování Euroclear Bank.

<sup>286</sup> Čl. 6 (a) Euroclear Terms and Conditions.

<sup>287</sup> Čl. 9 Euroclear Terms and Conditions.

<sup>288</sup> Dalšími entitami skupiny Clearstream jsou Clearstream Services Luxembourg, Clearstream Nominees London, Clearstream International UK Branch London a Clearstream Operations Prague, s.r.o. Mateřskou společností těchto entit je lucemburská akciová společnost Clearstream International S.A., jejímž akcionářem je německá Clearstream Holding

#### a) Lucemburské právo (Clearstream Banking Luxembourg)

Clearstream Banking Luxembourg (CBL) je nástupcem banky CEDEL<sup>289</sup> provozující služby centrálního depozitáře od roku 1970.<sup>290</sup> CBL vedle funkce banky<sup>291</sup> poskytuje služby centrálního depozitáře pro lucemburské cenné papíry (LuxClear)<sup>292</sup> i zahraniční cenné papíry a zároveň provozuje systém vypořádání.<sup>293</sup> CBL – společně s Euroclear Bank – vypořádává obchody uskutečněné na lucemburské burze (Bourse du Luxembourg),<sup>294</sup> avšak neplní funkci centrální protistrany.<sup>295</sup> Funkci centrální protistrany plní na lucemburské burze opět společnost LCH.Clearnet S.A.,<sup>296</sup> jenž poskytuje zároveň služby zúčtování.<sup>297</sup> V roce 2010 vznikl v Lucembursku druhý centrální depozitář LuxCSD, jenž poskytuje komplementární služby k CBL. LuxCSD je vlastněný z poloviny Lucemburskou centrální bankou a Clearstream International. LuxCSD zajišťuje rovněž služby vypořádání na bázi „*dodání oproti zaplacení*“ jak mezi svými účastníky, tak účastníky CBL.<sup>298</sup>

---

<sup>289</sup> Frankfurt A.G., jež je sama kontrolována společností Deutsche Börse AG provozující německou burzu cenných papírů.

<sup>290</sup> CEDEL (zkratka francouzského názvu Centrale de Livraison de valeurs mobilières Luxembourg) byla od počátku bankou (v období 1975 – 2000 nesl název CEDEL Bank). Soukromoprávní charakter této společnosti, jež je úvěrovou institucí podle lucemburského zákona z 5. dubna 1993 o finančním sektoru, přetrvává dodnes.

<sup>291</sup> CEDEL byl založen 28. září 1970.

<sup>292</sup> Bankovní služby nicméně poskytuje pouze v souvislosti s fungováním systému zúčtování a vypořádání. Veřejnoprávní dohled nad CBL vykonává lucemburská Komise pro dozor nad finančním trhem (ve fr.: „*Comission de Supervision du Secteur Financier*“, zkráceně „*CSSF*“).

<sup>293</sup> LuxClear vznikl v roce 1998 jako národní centrální depozitář za účelem propojení Lucemburské centrální banky v rámci společného evropského systému centrálních bank. LuxClear není samostatným právním subjektem, jedná se pouze o organizační útvar fungující v rámci CBL.

<sup>294</sup> Tento systém zvaný „Clearstream Securities System Settlement“ je společný pro CBL i CBF. Tento systém je systémem vypořádání ve smyslu směrnice o konečnosti vypořádání.

<sup>295</sup> Bourse du Luxembourg je společností mající povolení provozovat regulovaný trh a tržní platformy (ve fr.: „*entreprise de marché*“) lucemburského práva podle zákona z 5. dubna 1928.

<sup>296</sup> Securities trading, clearing, central counterparties and settlement in EU 25 – an overview of current arrangements, op. cit. pozn. č. 78.

<sup>297</sup> <http://www.agefi.lu/mensuel/Article.asp?NumArticle=10944>

<sup>298</sup> [www.bourse.lu](http://www.bourse.lu)

[www.luxcsd.com](http://www.luxcsd.com)

Vztah CBL mezi a jeho účastníky je založen na smluvní bázi v rámci tzv. řídicích dokumentů<sup>299</sup> tvořených všeobecnými podmínkami<sup>300</sup> a manuálem klienta<sup>301</sup> podřízených lucemburskému právu,<sup>302</sup> přičemž rozhodující je anglické znění těchto dokumentů.<sup>303</sup> CBL eviduje na účtech cenné papíry, jež mohou být přijaty do systému vypořádání, a veškeré typy účastnických či dluhových cenných papírů a další finanční nástroje, jež lze v očích CBL považovat za tzv. movité hodnoty.<sup>304</sup> V souladu s článkem 7 všeobecných podmínek jsou veškeré cenné papíry přijaté do systému považovány za zastupitelné. CBL umožňuje svým účastníkům zřídit účet cenných papírů, který rovněž zahrnuje účet peněžní. CBL neposkytuje úvěry, ve vztahu k zákaznickým účtům, pokud není zřízeno oddělené zajištění ve prospěch CBL.<sup>305</sup>

Způsob vypořádání obchodů s cennými papíry vedenými v rámci CBL je velmi komplexní,<sup>306</sup> neboť do značné míry závisí na tom, kde jsou dané cenné papíry obchodovány:<sup>307</sup> například pokud jde o vypořádání obchodů s určitými typy cenných papírů na lucemburské burze tyto obchody jsou nejdříve pomocí novace subrogovány na centrální protistranu LCH.Clearnet, která je zúčtuje na čisté bázi, aby byly poté automaticky směrovány do CBL za účelem vypořádání.<sup>308</sup> V každém případě stejně jako ostatní systémy funguje vypořádání v rámci CBL na bázi „dodání oproti zaplacení“,“<sup>309</sup> přičemž se jedná se o kombinaci DVP modelu 1 s a modelu 3 s využitím vícestranného nettingu. Konečnost vypořádání ve smyslu směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování) nastává bez ohledu na typ

299 Ve fr.: „Documents directeurs.“

300 Ve fr.: „Clauses et conditions générales;“ v ang.: „General Terms & Conditions.“

301 Ve fr.: „Manuel du client;“ v ang.: „Clearstream Customer Handbook.“

302 Čl. 61 General Terms & Conditions.

303 Úvod všeobecných podmínek CBL.

304 Čl. 1 všeobecných podmínek CBL.

305 Čl. 5.1. Clearstream Customer Handbook.

306 Komplexní vypořádání je zajištěno prostřednictvím systému CreationPlatform a pomocí tzv. agentů pro vypořádání (v ang.: „settlement agents.“)

307 CBL akceptuje pro účely vypořádání přes 850 000 cenných papírů, včetně eurobondů, zahraničních dluhopisů, nástrojů peněžního trhu, dluhopisů veřejného sektoru, účastnických cenných papírů, depozitních poukázek, warrantů atd.

308 Čl. 3.2 Clearstream Customer Handbook.

309 Z technického pohledu provádí Clearstream vypořádání ve dvou cyklech, denním a nočním, přičemž v posléze uvedeném cyklu je vypořádání prováděno v rámci několika bloků (tzv. batch processing).

vypořádání v okamžiku, kdy příslušné příkazy k převodu cenných papírů a peněžních prostředků jsou považovány za vložené do systému vypořádání od momentu jejich vynětí z příslušného transakčního systému zpracování v rámci vypořádacího systému.<sup>310</sup>

Vypořádání může mít podobu vnitřního vypořádání, tj. když obě strany obchodu mají účty u CBL, vnějšího vypořádání, tj. když některá ze stran má účet u jiného lokálního depozitáře, zpravidla zahraničního národního centrálního depozitáře, nebo tzv. „vypořádání přes most“,<sup>311</sup> tj. když jedna ze stran má účty u Euroclear Bank.<sup>312</sup>

Vnitřní vypořádání probíhá tak, že z účtu cenných papírů účastníka CBL, jenž provádí prodej cenných papírů, jsou odepsány nepřímo držené cenné papíry, a to ve stejný moment, kdy jsou tyto cenné papíry připsány na účet účastníka, jenž zajišťuje jejich koupi; souběžně jsou činěny odpovídající záznamy na peněžních účtech těchto účastníků, a to v opačném směru: z peněžního účtu účastníka zajišťujícího koupi jsou odepsány peněžní prostředky, které jsou ve stejný okamžik připsány na peněžní účet účastníka provádějícího prodej cenných papírů.<sup>313</sup> Vzhledem k podřízení všeobecných podmínek CBL lucemburskému právu, především lucemburskému zákonu LCTIF, dochází k realizaci převodu *sui generis* věcného práva k nepřímo drženému cennému papíru obchodovanému prostřednictvím některé z tržních infrastruktur a evidovaného v rámci CBL stejně jako k nabytí účinnosti tohoto převodu vůči třetím stranám k okamžiku připsání cenných papírů do nepodmíněné disponibilní části účtu konečného majitele.<sup>314</sup>

---

<sup>310</sup> Čl. 3.4. Clearstream Customer Handbook. Pro různé typy cenných papírů existují v rámci CBL různé typy uvedených systémů.

<sup>311</sup> Název „vypořádání přes most“ (v ang.: „over the bridge“) pochází z popisu dřívějšího fyzického způsobu vypořádání obchodů s cennými papíry mezi bankou CEDEL a Euroclear, kdy nákladní vůz převážel převedené listinné cenné papíry mezi budovami těchto depozitářů přes Adolfovův most v Lucemburku.

<sup>312</sup> Toto vypořádání funguje na základě komplexní smlouvy mezi Clearstreamem a Euroclear, tzv. Bridge Agreement, jehož první verze byla uzavřena v roce 1993.

<sup>313</sup> Účastníky CBL mohou být pouze právnické osoby schválené CBL, přičemž se zpravidla bude jednat o banky, obchodníky s cennými papíry a právnické osoby sektoru finančních služeb s přístupem na finanční trhy.

<sup>314</sup> Čl. 10 LCTIF. Dotazník LCG-EC, str. 284.



Podmínky fungování systému vypořádání CBL vyžadují, aby zůstatek cenných papírů na účtu byl vždy pozitivní,<sup>315</sup> přičemž CBL si vyhrazuje právo neprovést převod, pokud by provedení tohoto převodu mělo za následek vytvoření negativního zůstatku na účtu cenných papírů.<sup>316</sup> Pokud se přesto daný účet dostane do pasiva má účastník CBL povinnost doplnit ve lhůtě sedmi dnů potřebný počet cenných papírů a, pokud k tomu nedojde, CBL je na základě všeobecných podmínek zmocněn nakoupit potřebné množství cenných papírů k eliminaci záporného zůstatku na účet a náklady daného účastníka.<sup>317</sup> Krom toho poskytuje CBL účastníkům možnost půjčit si cenné papíry za účelem pokrytí eventuelního nedostatku cenných papírů na účtu.<sup>318</sup> K anulaci zápisu na účtu v CBL<sup>319</sup> tak může efektivně dojít pouze z jiných důvodů než nedostatečného zůstatku na účtu cenných papírů či souvisejícím peněžním účtu,<sup>320</sup> přičemž co se týče nepřímě držených cenných papírů, jsou relevantními důvody zejména doručení příkazu k zamezení převodu<sup>321</sup> či výskyt technické chyby.<sup>322</sup> O provedení anulace rozhoduje CBL.<sup>323</sup>

#### e) Německé právo (Clearstream Banking Frankfurt)

Clearstream Banking A. G., neboli rovněž Clearstream Banking Frankfurt<sup>324</sup> (dále jen „CBF“),<sup>325</sup> je centrálním depozitářem, bankou a rovněž osobou zajišťující

<sup>315</sup> Čl. 3.4. Clearstream Customer Handbook.

<sup>316</sup> Čl. 45 General Terms & Conditions; Report on International Payments and Arrangements (CPSS Red Book), Banka pro mezinárodní vypořádání (BIS), 2003, str. 473.

<sup>317</sup> Čl. 13 a 45 General Terms & Conditions.

<sup>318</sup> Čl. 6 Clearstream Customer Handbook. CBL rovněž poskytuje – při splnění relevantních podmínek – možnosti půjček peněžních prostředků v rámci služeb zvaných Unconfirmed Funds Facility (UFF) a Technical Overdraft Facility (TOF) (čl. 5 Clearstream Customer Handbook).

<sup>319</sup> Čl. 9 General Terms & Conditions CBL.

<sup>320</sup> Čl. 8 General Terms & Conditions CBL.

<sup>321</sup> Ve fr.: „ordre d'opposition.“

<sup>322</sup> Čl. 50 General Terms & Conditions CBL.

<sup>323</sup> Čl. 8 General Terms & Conditions CBL.

<sup>324</sup> Veřejnoprávní dohled nad Clearstream Banking Frankfurt vykonává *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*.

<sup>325</sup> Clearstream Banking A. G. je nástupcem společnosti Deutscher Kassenverein A.G., jež vznikla fúzí šesti lokálních „bankovních spolků“ (v něm.: „Kassenvereine“) s frankfurtským „bankovním spolkem“ Frankfurter Kassenverein A.G. Předtím, než se z něj stal Clearstream Banking A.G., byl Deutscher Kassenverein A.G. přejmenován na v roce 1997 na Deutsche Börse Clearstream A.G.). „Bankovní spolky“ byly institucemi, u nichž

zúčtování a vypořádání obchodů<sup>326</sup> na německých regulovaných trzích.<sup>327</sup> Pro tyto trhy je CBF společným centrálním depozitářem a osobou zajišťující vypořádání.<sup>328</sup>

Předmětem zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry mohou být pouze zastupitelné cenné papíry, jež mohou být součástí sběrné úschovy v CBF: těmito cennými papíry jsou cenné papíry kapitálového trhu, tj. akcie, dluhopisy, opční listy a investiční podílové listy;<sup>329</sup> zahraniční neněmecké cenné papíry mohou být přijaty do CBF buď přímo, jedná-li se o cenné papíry vedené v rámci systému depozitáře, se kterými je CBF propojen,<sup>330</sup> či nepřímo vytvořením depozitních certifikátů složených k CBF a nahrazujících tyto cenné papíry.<sup>331</sup> Účty cenných papírů s výjimkou individuálních účtů a některých zahraničních cenných papírů<sup>332</sup> jsou vedeny v rámci platformy CASCADE,<sup>333</sup> která provádí rovněž vypořádání převodů cenných papírů na těchto účtech.<sup>334</sup> Typy účtů v CBF reflektují právní úpravu uvedenou v německém zákoně o úschově, a tudíž rozlišují mezi individuálními, sběrnými a zvláštními účty pro zahraniční cenné papíry.<sup>335</sup> CBF

---

bylo možno či nutno ukládat, event. imobilizovat, listinné cenné papíry od poloviny 20. let minulého století).

<sup>326</sup> V něm.: „Effektengiroverkehr.“

<sup>327</sup> Německý kapitálový trh je tvořen následujícími institucemi: frankfurtskou burzou (provozovanou Deutsche Börse AG), berlínsko-brémskou burzou (provozovanou Berliner Börse AG a Bremer Wertpapierbörse AG), düsseldorfskou burzou (provozovanou Börse Düsseldorf), hamburskou hanzovní burzou (provozovanou BÖAG Börsen AG), dolnosaskou burzou v Hannoveru (provozovanou BÖAG Börsen AG), bavorskou burzou (provozovanou Bayerische Börse AG) a bádenskou-württemberskou burzou (boerse-stuttgart AG).

<sup>328</sup> Securities trading, clearing, central counterparties and settlement in EU 25 – an overview of current arrangements, op. cit. pozn. č. 78, str. 69 a 71.

<sup>329</sup> Than, J.: op. cit. pozn. č. 156, str. 544.

<sup>330</sup> Čl. 5, odst. 4 německého DepotG.

<sup>331</sup> Přijetí jakéhokoli nového typu cenného papíru do evidence do CBF je v konečném důsledku závislé na dvoustranné dohodě mezi CBF a zahraničním centrálním depozitářem, se kterým je CBF propojen. Samozřejmě, být výslovně neuvedenou, podmínkou připuštění cenného papíru do systému zúčtování a vypořádání CBF je jeho existence v podobě nehmotného, elektronického nepřímého držení cenného papíru. (Than, J.: op. cit. pozn. č. 156, str. 546).

<sup>332</sup> Tyto účty zahraničních cenných papírů jsou vedeny v rámci platformy Creation.

<sup>333</sup> CASCADE je zkratkou pro Central Application for Settlement, Clearing And Depository Expansion.

<sup>334</sup> Jde-li o vypořádání bez použití centrální protistrany, probíhá vypořádání v platformě CASCADE-LION.

<sup>335</sup> Čl. 1.3. CBF Customer Handbook.

nevede pro účely vypořádání žádné peněžní účty;<sup>336</sup> peněžní účty proto musí vést účastníci CBF, a to v platformě TARGET2.<sup>337</sup> Konečnost vypořádání je v CBF navázána na okamžik, kdy je instrukce k vypořádání přijata systémem vypořádání cenných papírů CASCADE.<sup>338</sup> CBF využívá DVP model 1 s některými prvky vícestranného vypořádání modelu DVP 3.

Zákonná úprava – ustanovení německého zákona o úschově cenných papírů – označují CBF jako „sběrnou banku cenných papírů.“<sup>339</sup> CBF v roli centrálního depozitáře nemá k těmto hromadným listinám, resp. cenným papírům v nich obsažených, vlastnické právo; má k nim pouze právo držby, je přímým držitelem cizího práva.<sup>340</sup> Prostředník, jenž je účastníkem CBF je nepřímým držitelem cizího práva; stejné postavení má i eventuelní další prostředník, který se nachází mezi tímto prostředníkem a konečným majitelem účtu.<sup>341</sup>

Obchody s cennými papíry na německých regulovaných trzích se uskutečňují prostřednictvím platform Xetra<sup>342</sup> či XONTRO<sup>343</sup> a systému Eurex provozovaným společností Eurex A.G.,<sup>344</sup> jenž pro určitou část trhu vykonává

<sup>336</sup> CBF nicméně pro účely vypořádání vede technické peněžní účty, které reflektují zůstatky vyhrazené na účtech účastníků CBF.

<sup>337</sup> V případě, že se jedná o vypořádání ve švýcarské měně, je nutné navíc mít zřízený peněžní účet u Švýcarské národní banky (bod 2.1. CBF Customer Handbook).

<sup>338</sup> CBF je systémem s konečností vypořádání ve smyslu směrnice o konečnosti vypořádání.

<sup>339</sup> V něm.: „Wertpapiersammelbank.“ Pojem „sběrná banka“ odkazuje na skutečnost, že v CBF jsou uloženy hromadné listiny německých emitentů, k nimž koneční majitelé účtu mají spoluvlastnická práva zvláštního charakteru.

<sup>340</sup> Členy centrálního depozitáře mohou být úvěrové a finanční ústavy se sídlem v Německu či obdobné ústavy se sídlem v zahraničí. Jedná se o osoby splňující požadavky uvedené v ustanovení odst. 4 § 5 německého DepotG, tj. vedle domácích německých ústavů zejména zahraniční centrální depozitáři, osoby provozující mezinárodní systémy zúčtování a vypořádání cenných papírů stejně jako organizace poskytující finanční služby ve smyslu všeobecných podmínek CBF (konkrétně ve smyslu čl. 2 všeobecných podmínek CBF). Krom toho musí osoba, jež si chce otevřít účet u CBF splňovat regulační podmínky týkající se kontroly účetnictví (tyto podmínky jsou uvedeny v § 29 zákona o úvěrovém sektoru (v něm.: „Kreditwesengesetz“). Jedná-li se o osobu, která nepodléhá těmto podmínkám či obdobným podmínkám v jiném státě, musí se tato osoba těmto podmínkám dobrovolně podříditi (Than, J.: op. cit. pozn. č. 156, str. 544).

<sup>341</sup> Konečný majitel účtu je spoluvlastníkem a zároveň nepřímým držitelem vlastního práva.

<sup>342</sup> Pro obchody uskutečněné na frankfurtské burze.

<sup>343</sup> Pro obchody uskutečněné na jiných německých burzách.

<sup>344</sup> Eurex se skládá z pěti společností Eurex Exchange, International Securities Exchange (ISE), Eurex Clearing, Eurex Bonds a Eurex Repo. Služby centrální protistrany a služby zúčtování poskytuje Eurex Clearing.

funkci centrální protistrany.<sup>345</sup> Eurex A.G. rovněž společně s CBF zajišťuje zúčtování obchodů. Vypořádání zajišťuje na základě příkazů z uvedených platforem a systémů CBF<sup>346</sup> prostřednictvím CASCADE,<sup>347</sup> a to buď v cyklu T+2 či v cyklu okamžitého vypořádání.<sup>348</sup> Konkrétní způsob vypořádání závisí na řadě kritérií typu cenného papíru, měně vypořádání, zařazení do určitého cyklu či modulu vypořádání atd.<sup>349</sup>

Realizuje-li se převod nepřímo držených cenných papírů prostřednictvím systémů zúčtování a vypořádání v rámci CBF, řídí se tento převod ustanoveními § 929 an. německého občanského zákoníku. Obdobně jako v případě převodu mimo regulovaný trh, převádí-li konečný majitel účtu své *sui generis* spoluvlastnické právo k nepřímo drženým cenným papírům, činí jeho prostředník, resp. obchodník s cennými papíry (zpravidla v podobě jedné a též banky), na základě příslušného příkazu (zmocnění) konečného majitele účtu nabídku k prodeji nepřímo držených cenných papírů; tu přijímá CBF v postavení zmocněnce konečného majitele, aniž by však CBF či kterýkoli z příslušných prostředníků účastnících se realizace převodu nabýval, byť přechodně, vlastnictví na převáděném nepřímo drženém cenném papíru. Spoluvlastnické právo *sui generis* tak přechází přímo z převodce (konečného majitele účtu) na nabyvatele (jiného konečného majitele účtu).<sup>350</sup>

Účinnost převodu zvláštního spoluvlastnického práva vůči třetím stranám je vázána na okamžik skončení souvisejícího cyklu peněžního vypořádání předmětného převodu.<sup>351</sup> uvedený okamžik skončení peněžního vypořádání

---

<sup>345</sup> Čl. 3.1. CBF Customer Handbook.

<sup>346</sup> CBF poskytuje služby vypořádání i pro transakce realizované na jiných tržních platformách, například s BrokerTec, MTS Germany nebo švýcarskou SIS.

<sup>347</sup> Čl. 1.4. CBF Customer Handbook.

<sup>348</sup> Příkaz k vypořádání doručený do CASCADE může být vypořádán ve dvou nočních či ve čtyřech denních vypořádacích cyklech, přičemž v každém cyklu jsou příkazy vypořádávány buď v blocích (batch processing) nebo v průběžném vypořádání (continuous settlement). Účastníci CBF mají navíc možnost účastnit se vypořádání v reálném čase (real-time settlement).

<sup>349</sup> Čl. 1.4 a 3.1. CBF Customer Handbook.

<sup>350</sup> Than, J.: op. cit. pozn. č. 156, str. 546-547.

<sup>351</sup> Čl. 8, odst. 1 všeobecných podmínek CBF.

nastává dva dny po uzavření obchodu (T+2), přičemž k tomuto okamžiku přechází (nepřímá) držba práva konečného majitele účtu z prostředníka převodce na prostředníka nabyvatele. K tomuto okamžiku je ovšem záznam o nabytých cenných papírech na účtu konečného majitele u jeho přímého prostředníka zpravidla již učiněn, neboť prostředník/obchodník s cennými papíry/banka obvykle zaznamenává uskutečněný obchod již během noci po skončení dne, kdy došlo k vypořádání obchodu (T).<sup>352</sup> Přesto, že zmiňované ustanovení odstavce 2 § 24 německého zákona o úschově váže okamžik převodu spoluvlastnického práva k momentu záznamu na účtu konečného majitele u jeho přímého prostředníka, tj. v den T, je nutno chápat tento záznam na účtu vlastníka pouze jako podmíněný, neboť k tomuto okamžiku není splněna uvozující podmínka pro uskutečnění nabytí spoluvlastnického práva požadující, aby banka byla k danému úkonu oprávněna: v momentu T, kdy činí záznam na vlastnickém účtu konečného majitele, není ještě k provedení „vlastnického záznamu“ na účtu konečného majitele oprávněna, neboť na zákaznickém účtu vedeném na její jméno není učiněn záznam odpovídající již učiněnému záznamu na vlastnickém účtu. Toto oprávnění získává až okamžikem, kdy je na zákaznickém účtu učiněn korespondující záznam, ke kterému dochází až ve lhůtě dvou dnů od okamžiku potvrzení obchodu (T+2). V důsledku toho nabytí spoluvlastnického práva *sui generis* k nepřímo drženému cennému papíru, jež by bylo účinné vůči třetím stranám, nastává v německém právu až tímto pozdějším okamžikem.<sup>353</sup>

Od popsaného modelu se liší vypořádání prováděné v cyklu průběžného vypořádání (continuous settlement) a v cyklu vypořádání v reálném čase (real-time settlement), kde jsou jednotlivé převody vypořádávány „dodáním oproti zaplacení“ individuálně. Okamžik zápisu na „vlastnickém“ účtu konečného

---

<sup>352</sup> Tato praktika je využívána z důvodu úspory nákladů, neboť umožňuje bance kontaktovat konečného majitele účtu pouze jednou; jinak by ho musela kontaktovat nejméně dvakrát - poprvé v den T, kdy ho informuje o provedení obchodu, podruhé v den T+2, aby ho informovala o připsání cenných papírů či peněžních prostředků na jeho účet.

<sup>353</sup> Than, J.: The Preliminary Draft UNIDROIT Convention and Capital Market Practice in Germany, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, *Revue de droit uniforme*, str. 269.

majitele a zákaznickém účtu jeho prostředníka, jenž je účastníkem centrálního depozitáře v takovém případě víceméně splývá.<sup>354</sup>

Je-li převod uskutečněn prostřednictvím centrální protistrany, nemůže ve své podstatě dojít k nevypořádání daného převodu, a tedy ani k anulaci zápisu na účtu v důsledku defektu daného převodu.<sup>355</sup> Jedná-li se o převody uskutečňované bez využití centrální protistrany před tím, než dojde k vypořádání převodu nepřímo drženého cenného papíru, CBF verifikuje, zda jsou na účtech cenných papírů převodce a peněžního účtu nabyvatele dostatečné zůstatky umožňující úspěšné vypořádání převodu. Pokud tomu tak není, k vypořádání, a tedy ani ke změně zápisu na účtech, nedojde; příslušný příkaz k vypořádání je znovu zpracován v následujícím cyklu.<sup>356</sup> Nedoje-li k úspěšnému vypořádání během následujících 40 dnů, je daný příkaz anulován, v důsledku čehož nemůže dojít ani k převodu sui generis spoluvlastnického práva k nepřímo drženému cennému papíru, jež bylo předmětem převodu.<sup>357</sup> Skutečnost, že prostředník, jenž je účastníkem centrálního depozitáře, mohl učinit zápis na účtu konečného majitele před okamžikem, než byl obchod (neúspěšně) vypořádán, a poté je nucen tento zápis anulovat, nemá vliv na anulaci spoluvlastnického práva, neboť k jeho převodu v uvedeném případě nedošlo, neboť ještě nebyl učiněn korespondující zápis na zákaznickém účtu.<sup>358</sup>

### Kapitola 3 – The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)

Ve Spojených státech je hlavním centrálním depozitářem Depository Trust Company (DTC),<sup>359</sup> jež jsou společně s National Securities Clearing Corporation (NSCC)<sup>360</sup> provozující systém vypořádání obchodů s cennými papíry dceřinými

---

<sup>354</sup> Čl. 3.16 CBF Customer Handbook.

<sup>355</sup> Nesplní-li některá ze stran převodu své závazky vůči centrální protistraně, bude tento problém řešen v rámci bilaterálních vztahů mezi centrální protistranou a daným účastníkem, například v rámci poskytovaného zajištění ve prospěch centrální protistrany.

<sup>356</sup> CBF Customer Handbook, 3-13 a 3-15.

<sup>357</sup> CBF Customer Handbook, 3-17.

<sup>358</sup> Than, J.: op. cit. pozn. č. 352, str. 269.

<sup>359</sup> Veřejnoprávní dohled nad DTCC vykonává Securities and Exchange Commission (SEC).

<sup>360</sup> NSCC poskytuje kromě vypořádání rovněž služby zúčtování, řízení rizik a služby centrální protistrany, a to ohledně obchodů s téměř všemi typy cenných papírů (účastnické cenné

společnostmi společnosti Depository Trust & Clearing Company (DTCC).<sup>361</sup> Veřejné cenné papíry emitované U.S. Treasury prostřednictvím federálních rezervních bank jsou registrované těmito bankami v rámci systému Treasury/Reserve Automated Debt Entry System (TRADES). Uvedené systémy poskytují nezbytnou infrastrukturu pro vypořádání obchodů s cennými papíry na hlavních amerických finančních trzích, jimiž jsou newyorská burza (NYSE)<sup>362</sup> spolu s elektronickou obchodovací platformou NASDAQ.<sup>363</sup> Vypořádání využívá DVP modelu 3 založeného na vícestranném nettingu.<sup>364</sup>

Vzhledem k tomu, že přes centrálního depozitáře DTC a systém TRADES je držena drtivá většina cenných papírů,<sup>365</sup> je obecný rámec pravidel nakládání s cennými papíry uvedený v člancích 8 a 9 jednotného amerického obchodního zákoníku z velké části nastaven tak, aby odpovídal způsobu fungování těchto systémů. Jak centrální depozitáři, tak osoby beroucí na sebe funkci centrální protistrany a provozující systémy vypořádání jsou v uvedených člancích označovány jako clearingové korporace.<sup>366</sup> Pravidla vydaná clearingovou

---

papíry, dluhopisy soukromých a samosprávných veřejných korporací, americké depozitní certifikáty (ADRs), cenné papíry burzovně obchodovaných fondů a jednotek kolektivního investování), s výjimkou cenných papírů vydávaných U.S. Treasury.

<sup>361</sup> DTC vznikl roku 1973. DTC je největším světovým depozitářem a NSCC největší centrální protistranou. Krom toho lze cenné papíry vydané U.S. Treasury držet rovněž přímo prostřednictvím systému „*Treasury Direct*“ (Dotazník LCG-EC: US response, str. 2).

<sup>362</sup> Newyorská burza (NYSE) byla založena v roce 1817. V roce 2008 byla spojena s americkou burzou AMEX (American Stock Exchange), přičemž obchody původně prováděné v rámci AMEX jsou prováděny pod hlavičkou „NYSE Alternext U.S.“

<sup>363</sup> V plném názvu „*The National Association of Securities Dealers Automatic Quotation*.“ NASDAQ byl vytvořen v roce 1971. Ostatní obchody s cennými papíry probíhají na pěti regionálních burzách dalších trzích zaměřených na komodity a jiné finanční produkty, tj. Bostonská burza, Filadelfská burza, Burza Cincinnati, Chicagská burza a Pacifická burza.

<sup>364</sup> Studie UNIDROIT LXXVIII C: Overview of payment, clearing and settlement systems, op. cit. pozn. č. 234, str. 9 – 10 an.

<sup>365</sup> Podrobněji ohledně způsobu držby cenných papírů přes centrálního depozitáře DTC, Vondráček, O.: Nepřímá držba cenných papírů, op. cit. pozn. č. 8, str. 186.

<sup>366</sup> V ang.: „*clearing corporation*.“ Na druhou stranu články 8 a 9 jednotného amerického obchodního zákoníku neupravují veškeré aspekty převodu cenných papírů prostřednictvím regulovaných trhů, ať už se jedná o cenné papíry držené prostřednictvím DTC, TRADES či Treasury Direct (vzhledem k omezenému rozsahu se další text nezabývá specifiky převodů cenných papírů v rámci systémů TRADES a Treasury Direct); tyto články ovšem neupravují smlouvy o koupi a prodeji cenných papírů, otázky spojené s vypořádáním obchodů s cennými papíry, vztahy mezi osobami provozujícími vypořádací systém a prostředníky, jež jsou jejich členy atd. (Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 2).

korporací<sup>367</sup> vztahující se na vztah mezi ní a jejími členy mají přednost před zákonnými ustanoveními jednotného amerického zákoníku, a to i když má vliv na práva a povinnosti třetích stran.<sup>368</sup>

Cenné papíry vydávané U.S. Treasury jsou vypořádávány systémem Fedwire<sup>369</sup> a společností Fixed Income Clearing Corporation,<sup>370</sup> další dceřinou společností DTCC.<sup>371</sup> V roli centrální protistrany NSCC na sebe přebírá veškeré závazky nabyvatelů a převodců.<sup>372</sup> Tyto závazky vzájemně zúčtovává a dává příkazy centrálnímu depozitáři DTC k připsání či odepsání cenných oprávnění z účtů účastníků NSCC.<sup>373</sup> V tomto okamžiku zasílá NSCC účastníkům automaticky generované zprávy právně závazného charakteru, které obsahují údaje o uskutečněných obchodech.<sup>374</sup> Převody jsou vypořádávány třetí pracovní den po jejich uzavření (T+3).<sup>375</sup> Fáze vypořádání probíhá v NSCC na bázi čistého

<sup>367</sup> Přestože DTC a NSCC vystupují jak v roli centrálního depozitáře, tak v roli provozovatele vypořádacího a zúčtovacího systému, používá jednotný americký obchodní zákoník jednotné označení „clearingová korporace“ (v ang.: „clearing corporation“) pro všechny tyto funkce. Clearingovou korporací se rozumí (i) osoba, která je registrována jako clearingová agentura (v ang. „clearing agency“) podle federálních zákonů o cenných papírech, (ii) federální rezervní banka nebo (iii) jakákoli jiná osoba, která poskytuje služby zúčtování či vypořádání finančních aktiv [...] a je podřízena doзору federálního orgánu či orgánu na úrovni státu (§ 8-102 (a) (5) UCC).

<sup>368</sup> § 8-111 UCC.

<sup>369</sup> Systém Fedwire provozovaný od roku 1967 federálním rezervním systémem Spojených států pro U.S. Treasury operuje na bázi hrubého vypořádacího systému v reálném čase, přičemž převody jsou konečné a neodvolatelné od okamžiku zadání do systému. Převody jsou zpravidla vypořádávány následující den po dni uzavření obchodu (T+1).

<sup>370</sup> Fixed Income Clearing Corporation provozuje systém zúčtování, který před započítáním procesu vypořádání v rámci systému Fedwire zúčtovává obchody mezi 21 hlavními obchodníky s cennými papíry emitovanými vládou USA na bázi vícestranného nettingu (DVP model 3). Takto zúčtované obchody s cennými papíry jsou poté v systému Fedwire vypořádávány v reálném čase oproti zaplacení.

<sup>371</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 188.

<sup>372</sup> Jestliže účastník systému NCSS, tj. zpravidla obchodník s cennými papíry a/nebo banka a prostředník v jedné osobě, nedoručí nepřímo držené cenné papíry centrální protistraně, jeho nesplněná povinnost je v rámci systému průběžného čistého vypořádání je vtělena do následujícího vypořádacího cyklu. Drtivá většina nesplněných povinností účastníků v jednom vypořádacím cyklu je však splněna v jednom z nejbližších následujících cyklů (Mooney Ch., W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 110 – 111, 118 a 121).

<sup>373</sup> Technicky bere NSCC na sebe roli centrální protistrany o půlnoci mezi dny T+1 a T+2.

<sup>374</sup> Studie UNIDROIT LXXVIII C: Overview of payment, clearing and settlement systems, op. cit. pozn. č. 234, str. 16.

<sup>375</sup> V den T+3 převede DTC jednajícím jménem NSCC nepřímo držené cenné papíry čistým nabyvatelům a peněžní prostředky čistým prodejcem (Studie UNIDROIT LXXVIII C: Overview of payment, clearing and settlement systems, op. cit. pozn. č. 234, str. 9 a str. 16 an.).



vypořádání již zúčtovaných dodání a přijetí nepřímo držených cenných papírů a paralelního dodání a přijetí peněžních prostředků představujících protihodnotu převedených nepřímo držených cenných papírů, jež byly předmětem stvrzeného obchodu.

Okamžik, kdy dochází k nabytí nepřímo drženého cenného papíru, resp. ke vzniku cenného oprávnění ve prospěch nabyvatele, je okamžik, kdy příslušný prostředník provede záznam k dobru na účtu konečného majitele převodu odpovídající počtu nabytých nepřímo držených cenných papírů.<sup>376</sup> Prostředníci provádějí zápisy na účty majitelů okamžitě poté, co byl obchod potvrzen, aniž by čekali, až bude převod vypořádán, tj. nabyté nepřímo držené cenné papíry zapsány na jejich účet u centrálního depozitáře či peněžní prostředky odpovídající ceně odepsány z příslušného peněžního účtu; koneční majitelé rovněž nejsou nijak omezeni v okamžitém nakládání s cenným oprávněním, ihned od okamžiku, kdy je učiněn zmíněný záznam na jejich účtu u jejich přímého prostředníka.<sup>377</sup>

Interpozice centrální protistrany znemožňuje faktické dohledání převodce, a tedy i zneplatnění převodu cenného papíru: strany převodu nelze identifikovat a krom toho důkazní břemeno vázne na převodci, který by musel dokazovat u neznámého nabyvatele vědomost o protinároku či koluzi s jeho prostředníkem.<sup>378</sup> V tomto ohledu přesahuje v americkém právu koncept neodvolatelnosti zúčtování a vypořádání do roviny právní: neodvolatelnost příkazu v rámci systému vypořádání znamená v podstatě rovněž nemožnost anulace nabytí cenného oprávnění jeho novým držitelem, tj. prakticky absolutní jistotu nabyvatele cenného oprávnění, že jeho cenné oprávnění mu nemůže být na základě jakéhokoli nároku jiné osoby odňato či zpochybněno. Jinými slovy, nabývá-li se cenné oprávnění prostřednictvím systému vypořádání nelze podle práva Spojených států nabýt cenné oprávnění defektně a tedy je rovněž nemožné toto

<sup>376</sup> Tento okamžik se neliší od okamžiku připsání cenného oprávnění na účet nabyvatele nabytého „přes přepážku.“

<sup>377</sup> Mooney Ch., W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 114 a 117.

<sup>378</sup> Zatímco ohledně převodů přes přepážku platí pravidla o nabytí v dobré víře až od reformy z roku 1994, převody na účtech vedených clearingovou korporací jsou kryty nabytím v dobré víře již od roku 1962 (Rogers S., J.: op. cit. pozn.č. 26, str. 1465).

nabytí anulovat, neboť nabyvateli nelze de facto prokázat, že by o takovém defektu mohl vědět,

#### Kapitola 4 – CREST

Centrálním depozitářem pro cenné papíry vydané britskými emitenty je společnost CRESTCo Limited,<sup>379</sup> který zároveň provozuje vypořádací systém CREST.<sup>380</sup> CRESTCo je dceřinou společností belgické Euroclear S.A./N.V. CREST poskytuje společně s LCH. Clearnet Limited zúčtovací služby a rovněž služby vypořádání. LCH.Clearnet vykonává funkci centrální protistrany.<sup>381</sup> Obchody na londýnské burze týkající se cenných papírů britských či irských emitentů jsou vypořádávány buď CRESTem<sup>382</sup> nebo nepřímo prostřednictvím Euroclear Bank.<sup>383</sup> Ustanovení týkající se fungování CRESTu jsou obsaženy ve všeobecných podmínkách CRESTu,<sup>384</sup> pravidlech CRESTu<sup>385</sup> a manuálu CRESTu,<sup>386</sup> přičemž tato ustanovení se řídí anglickým právem a v souladu s ním musí být též vykládána.<sup>387</sup> Systém vypořádání provozovaný CRESTem je systém vypořádání ve smyslu směrnice o konečnosti vypořádání zajišťující neodvolatelnost příkazů k vypořádání.<sup>388</sup> Okamžik, kdy příkaz v rámci CRESTu nemůže být odvolán, lze situovat k momentu, kdy příkaz v rámci příslušné

<sup>379</sup> Veřejnoprávní dohled na CRESTCo Limited vykonává britská *Financial Services Authority*.

<sup>380</sup> Název CREST není zkratkou. Registr CREST byl vyvinut anglickou centrální bankou (Bank of England) z neúspěšného systému elektronického vypořádání Taurus, jenž zkolaboval v březnu 1993 kvůli své přílišné složitosti. Struktura CRESTu ovšem reflektuje model předchozí Central Gilts Office (CGO), která evidovala vlastnictví britských státních dluhopisů; CGO byla sloučena s CRESTem v červenci 2000.

<sup>381</sup> LCH.Clearnet společně se švýcarskou SIX x-clear fungují jako centrální protistrany pro obchody pro SIX Swiss Exchange.

<sup>382</sup> CREST je jedinou osobou provozující „relevantní systém“ podle nařízení o dematerializovaných cenných papírech z roku 2001 (v ang.: „*Uncertificated Securities Regulations*“).

<sup>383</sup> *Securities trading, clearing, central counterparties and settlement in EU 25 – an overview of current arrangements*, op. cit. pozn. č. 78, str. 133.

<sup>384</sup> CREST Terms & Conditions, v aktuálním znění ze září 2009.

<sup>385</sup> CREST Rules, v aktuálním znění z dubna 2012.

<sup>386</sup> CREST Reference Manual, v aktuálním znění z dubna 2012.

<sup>387</sup> Např. CREST Terms & Conditions, čl. 22; dále Pravidla CRESTu, čl. 1 (části týkající se cenných papírů irských subjektů, subjektů z ostrovů Jersey, Isle of Man a Guernsey se řídí právem těchto jurisdikcí).

<sup>388</sup> Britská část systému CRESTu byla určena britskou the Financial Services Authority podle Financial Markets and Insolvency (Settlement Finality) Regulations 1999 (S.I. 1999 No. 2979) v platném znění.

transakce,<sup>389</sup> nemůže být v systému změněn či anulován.<sup>390</sup> Vypořádání v CRESTu je kombinací DVP modelu 1 s DVP modelem 2.<sup>391</sup>

V rámci vypořádání v sobě CREST obsahuje rovněž platební mechanismus zahrnující jednak formu RTGS, tj. okamžité vypořádání transakcí na principu „*dodání oproti zaplacení*“ na hrubé bázi - platby mohou být činěny v librách šterlinků<sup>392</sup> či v eurech<sup>393</sup> - a jednak tzv. zajištěný platební systém, kde jsou platby za cenné papíry vypořádávány na čisté bázi<sup>394</sup> ke konci daného dne;<sup>395</sup> tento posléze uvedený systém vypořádání lze použít pouze pro platby v amerických dolarech.<sup>396</sup>

Cenné papíry evidované v CRESTu jsou v zásadě pouze dematerializované.<sup>397</sup>

Práva k těmto dematerializovaným (nepřímo držené) cenným papírům mohou být

---

<sup>389</sup> CREST je oprávněn jednat bez povinnosti dalšího zkoumání na základě příkazů zadaných do systému v souladu s pravidly tohoto systému. CREST nicméně nemusí zadaný příkaz splnit a v důsledku toho uskutečnit převod, pokud má vědomost o tom, že příkaz nebyl pravý, informace v něm označené nebyly pravdivé nebo nebyl zadán oprávněným účastníkem či nebyl iniciován oprávněným konečným majitelem nebo konečně nebyl zadán prostřednictvím příslušného elektronického systému (čl. 7.4 všeobecných podmínek CRESTu).

<sup>390</sup> Během dne v okamžiku vypořádání transakce, v rámci které má být učiněn platba prostřednictvím platebního systému CRESTu, jsou odepsány peněžní prostředky z účtu osoby, jež má učinit platbu a připsány na účet osoby, jež má platbu příjmu, přičemž konečnost vypořádání nastává v okamžiku dokončení tzv. události platebního vypořádání v souladu s pravidlem CRESTu č. 17.

<sup>391</sup> Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 76, str. 170-171.

<sup>392</sup> Při použití prostředků Bank of England.

<sup>393</sup> Při použití prostředků Euroclear Bank.

<sup>394</sup> Procesy nettingu pouze usnadňují netting v rámci procesu vypořádání; z právního hlediska nijak nenahrazují, ať už novací či jinak, práva a povinnosti z jednotlivých uzavřených převodů, nicméně poté, co k nettingu, došlo, nelze již tyto transakce vrátit do původních jednotlivých transakcí. Pravidla nettingu jsou součástí pravidel CRESTu a musí být vykládána v souladu s pravidly příslušné obchodovací platformy či systému zúčtování (Manuál CRESTu, str. 84 – 85).

<sup>395</sup> Pravidla CRESTu, str. 112.

<sup>396</sup> Pravidla CRESTu, str. 149. Vypořádání v posléze uvedeném systému probíhá v cyklech T+1 či T+2 v závislosti na typu účastníka (Manuál CRESTu, str. 28).

<sup>397</sup> Cenné papíry, jež mohou být přijaty do CRESTu se dělí do 30 kategorií, přičemž tyto kategorie jsou kvartálně revidovány: jedná se zejména o cenné papíry subjektu řídicí se právem platným ve Spojeném království, Irsko, ostrova Man, Jersey, konkrétně o britské a irské účastnické cenné papíry, britské státní dluhopisy a nástroje peněžního trhu, britské warranty, britské a irské jednotky kolektivního investování a řadu účastnických a dluhových cenných papírů mezinárodního charakteru, včetně eurobondů a depozitních certifikátů. Procedury přijetí jednotlivých cenných papírů do CRESTu jsou specifikovány v Přílohách 1 až 3 Pravidel CRESTu. Podmínky přijetí cenných papírů do CRESTu uvedené v pravidlech 7 – 9 CRESTu musí být splněny po celou dobu, co jsou tyto cenné

převáděna pouze v rámci registru CRESTu.<sup>398</sup> CREST jako centrální depozitář vede registr účastníků, avšak nemá roli prostředníka.<sup>399</sup> tu mají pouze prostředníci, kteří jsou účastníky CRESTu, kteří drží cenné papíry přímo od emitentů.<sup>400</sup>

Kdy nastává převod právního titulu v CRESTu definuje pravidlo č. 14,<sup>401</sup> které obsahuje podrobná ustanovení specifikující okamžik převodu ve vztahu k jednotlivým typům cenných papírů registrovaným v rámci CRESTu.<sup>402</sup> K převodu nepřímo držených cenných papírů v CRESTu, na něž se vztahuje právní řád platný ve Spojeném království,<sup>403</sup> dochází v okamžiku, kdy je učiněn odpovídající záznam v registru operátora,<sup>404</sup> v tzv. lokálním záznamu.<sup>405</sup> Tento

---

papíry v CRESTu evidovány; o jejich případném vyloučení rozhoduje Euroclear UK. Cenné papíry vydané podle práva ostrova Guernsey mohou být přijaty do CRESTu podle zvláštních ustanovení Pravidla 8 manuálu CRESTu (Manuál CRESTu, str. 39, 46 an.).

<sup>398</sup> Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 76, str. 167.

<sup>399</sup> Podmínky, za jakých se osoby mohou stát členy CRESTu, závisí na typu účastnictví, tj. zda se jedná o uživatele, účastníky či členy CRESTu, tzv. sponzory, ev. centrální sponzory, či poskytovatele služeb hlasování (Voting Service Provider). User (uživatel) zadává do CRESTu příkazy, ale není subjektem transakcí. Participant (účastník) se účastní transakcí, avšak nemá přístup do systému. Kombinace funkcí uživatele a účastníka není vyloučena. Podrobněji o tom, kdo může být účastníkem, sekce 2 manuálu CRESTu. Členem CRESTu je účastník, který může v CRESTu provádět operace s cennými papíry a peněžními prostředky (Manuál CRESTu, str. 37 a 43 an.). Ne zcela identické podmínky se uplatňují pro členy CRESTu, jež mají sídlo ve Spojeném království a členy CRESTu, jež mají sídlo v jiné jurisdikci.

<sup>400</sup> Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář – Problémy týkající se majitelů účtů a prostředníků („*Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, Second Seminar – Issues affecting Account Holders and Intermediaries*“), 23. června 2006, str. 14. Účty cenných papírů v CRESTu mohou být trojího typu: sběrné, individuální či sponzorované. Co se týče souvisejících peněžních účtů účastníků (tzv. cash memorandum accounts), ty na rozdíl od ostatních systémů nemají účastníci zřízeny přímo v CRESTu, nýbrž mimo tento systém u bankovních institucí, které jsou na CREST napojeny (Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 76, str. 169 – 170).

<sup>401</sup> Pravidla CRESTu, str. 91.

<sup>402</sup> Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů, Další doplněná rada Ministerstvu financí Jejího Veličenstva, op. cit. pozn. č. 209, str. 52.

<sup>403</sup> Ohledně okamžiku převodu cenných papírů podřízených irskému právu či právu ostrovů Jersey, Isle of Man a Guernsey viz str. 91 až 95 Pravidel CRESTu.

<sup>404</sup> Jedná-li se o účastnický cenný papír souběžně s učinění tzv. lokálního záznamu (v ang.: „*Local Record*“) systém CRESTu generuje žádost o zápis v registru (v ang.: „*Register Update Request*“), jež představuje oznámení o provedení převodu příslušnému emitentovi, jenž je od jeho přijetí povinen provést příslušnou změnu v seznamu akcionářů (Manuál CRESTu, str. 134 – 135).

moment koinciduje s konečným okamžikem vypořádání,<sup>406</sup> a v případě, že převod proběhl prostřednictvím systému hrubého vypořádání v reálném čase (RTGS), zahrnuje okamžik doručení cenných papírů<sup>407</sup> a okamžik vypořádání zaplacení ceny.<sup>408</sup> Okamžik vypořádání zaplacení odpovídá okamžiku odepsání odpovídajících peněžních prostředků z účtu nabyvatele vedeného jím určenou bankou.<sup>409</sup> Probíhá-li vypořádání na čisté bázi, centrální protistrana zúčtuje transakce na čisté bázi v rámci daných pravidel. Informaci o takto zúčtovaných obchodech zašle příslušnému účastníkovi – centrálnímu sponzorovi v CRESTu, který následně zašle příkaz k vypořádání do systému CREST.<sup>410</sup> Rekondiliace účtů cenných papírů členů CRESTu (operators register) s účty emitentů probíhá každodenně.<sup>411</sup>

Převod uzavřený na některém z trhů, jenž je dále zpracováván v systému CREST, může být anulován předtím, než vstoupil do cyklu vypořádání, poté již stornován být nemůže; přeshraniční převody nemohou být anulovány do okamžiku, kdy centrální depozitář převodce zaslal instrukci přijímajícímu centrálnímu depozitáři.<sup>412</sup> V rámci systému zajištěných plateb je uhrazení ceny za cenné papíry garantováno bankou pověřenou členem CRESTu k uskutečnění peněžní části vypořádání, která se neodvolatelně zavazuje k uhrazení ceny za převedené cenné papíry.<sup>413</sup> K obchodům, u nichž nedojde k vypořádání, je v systému

---

<sup>405</sup> Lokálním záznamem se rozumějí ty části CRESTu, jež se nacházejí ve Spojeném království, jejichž hlavním účelem je činit záznamy o právním titulu k cenným papírům evidovaným a převáděným prostřednictvím CRESTu (Pravidla CRESTu, str. 104).

<sup>406</sup> Pravidla CRESTu, str. 91.

<sup>407</sup> V ang. „*Delivery Settlement Event*.“

<sup>408</sup> V ang.: „*Payment Settlement Event*.”

<sup>409</sup> Pravidla CRESTu, str. 112.

<sup>410</sup> Manuál CRESTu, str. 92.

<sup>411</sup> Manuál CRESTu, str. 145.

<sup>412</sup> Manuál CRESTu, str. 109. Úspěšné uskutečnění převodu v rámci RTGS systému je zajištěno souborem podmínek, které musí být splněny, aby k vypořádání vůbec mohlo dojít; těmito podmínkami jsou, mimo jiné, dostatečné množství cenných papírů na účtu převodce a dostatek finančních prostředků na účtu nabyvatele (Manuál CRESTu, str. 124).

<sup>413</sup> Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 76, str. 178. Banka poskytuje takovému účastníkovi k provedení uvedených obchodů buď zajištěný či nezajištěný úvěr, a eventuelní případy neuhrazení jí vzniklých nákladů řeší bilaterálně s daným členem mimo systém vypořádání (Manuál CRESTu, str. 154).

CRESTu přiřazena informace o důvodu absence vypořádání.<sup>414</sup> K anulaci připsání na účet v CRESTu může dojít v zásadě pouze následkem stornování příkazu z důvodu absence vypořádání či pokud se jedná o případ tzv. vadného doručení<sup>415</sup> nebo konečně v případě, že účelem uskutečnění převodu bylo obejítí zákona.<sup>416</sup>

## Kapitola 5 – Další tržní infrastruktury ve zkoumaných právních rádech

V Rakousku na sebe roli centrálního depozitáře – tzv. sběrné banky v jazyce rakouského zákona o úschově – na sebe bere Österreichische Kontrollbank Aktiengesellschaft (OeKB). Účet v centrálním depozitáři si mohou zřídit úvěrové ústavy, obchodníci s cennými papíry, členové burzy, zahraniční centrální depozitáři, osoby provozují systém zúčtování jakož i právnické a fyzické osoby; každý depozitář si musí u OeKB zároveň zřídit peněžní účet.<sup>417</sup> OeKB zároveň provozuje systém vypořádání a systém zúčtování pomocí platformy Xetra používané rovněž na frankfurtské burze, a to pro účastnické cenné papíry obchodované na vídeňské burze; dluhové cenné papíry jsou zúčtovávány systémem vídeňské burzy. Obchody na vídeňské burze jsou prováděny prostřednictvím centrální protistrany Central Counterparty Austria GmbH.<sup>418</sup>

Funkci švýcarského centrálního depozitáře vykonává SIX SIS. SIX SIS je součástí skupiny SIX Group (Ltd), která provozuje, mj. švýcarskou burzu SIX Swiss Exchange a její londýnskou odnož SIX Swiss Exchange Europe, dále SIX x-clear, která pro uvedené trhy zajišťuje zúčtování a služby centrální protistrany,

<sup>414</sup> Manuál CRESTu, str. 121.

<sup>415</sup> V ang.: „*bad delivery*.“ K případu vadného doručení nicméně nemůže dojít u dematerializovaných cenných papírů, jež se řídí právním řádem platným ve Spojeném království. Vadné doručení lze konstruovat pouze u cenných papírů, jež podléhají irskému právu a právu ostrovů Jersey, Isle of Man a Guernsey (Pravidla CRESTu, pravidlo č. 12, úvod). V případě vadného doručení je připsaný počet cenných papírů stornován a připsán zpět na účet převodce a to samé – avšak v opačném směru – se děje ve vztahu k záznamu na peněžním účtu; nedodje-li ke zpětnému připsání musí převodce zajistit dostatečné množství cenných koupí u třetí strany během dvou hodin od okamžiku, kdy byl o této skutečnosti zpraven (Pravidla CRESTu, pravidlo č. 12, sekce 5.3 a 6.4).

<sup>416</sup> Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 76, str. 181.

<sup>417</sup> § 2 všeobecných podmínek CSD.austria OeKB (v něm.: „*CSD.austria Allgemeine Gesellschaftsbedingungen OeKB*“) z 1. září 2011.

<sup>418</sup> Securities trading, clearing, central counterparties and settlement in EU 25 – an overview of current arrangements, op. cit. pozn. č. 78, str. 45.

Scoach Switzerland, specializovaný trh s warranty a strukturovanými produkty atd. SIX SIS provádí vypořádání obchodů s cennými papíry prostřednictvím platformy SECOM.<sup>419</sup> SIX SIS je propojena se všemi významnými evropskými centrálními a mezinárodními centrálními depozitáři.

### ***Oddíl 3 – Převody nepřímo držených cenných papírů v českém právu***

Bylo-li z obecného hlediska dovozeno, že, co se týče struktury držby a nakládání s nepřímo drženými cennými papíry, je nutné přizpůsobit právo realitě a nikoli naopak, pak koncepční a doktrinní základy soukromého práva v oblasti závazků a vlastnictví týkající se přímo držených listinných cenných papírů by neměly určovat modality transakcí s nepřímo drženými cennými papíry: v důsledku toho lze předpokládat, že jakákoli snaha podřídít pravidla týkající se elektronicky vedených nepřímo držených cenných papírů režimu přímo držených listinných cenných papírů nejenže nepovede k použitelným a předvídatelným výsledkům pro účastníky trhu, ale často bude produkovat překážky pro legitimní obchodní praktiky panující na dnes plně elektronických trzích s cennými papíry. Stejně jako v předcházejících oddílech jsou dále analyzovány převody nepřímo držených cenných papírů na sekundárním trhu cenných papírů.<sup>420</sup>

Předtím, než bude přistoupeno k rozboru převodu nepřímo držených cenných papírů v českém právu, je nutno stručně načrtnout taxonomii nepřímo držených cenných papírů a práv k nim, jež lze k těmto nepřímo drženým cenným papírům podle českého právního řádu získat, neboť struktura této taxonomie má zásadní vliv na charakter dispozic s nepřímo drženými cennými papíry. Vedle individuálních listinných cenných papírů<sup>421</sup> lze v českém právním řádu vysledovat

---

<sup>419</sup> SIX Group, Six at a Glance, str. 16.

<sup>420</sup> Převod nepřímo držených cenných papírů v rámci primárního trhu, resp. v rámci emise cenných papírů na prvního nabyvatele je mimo rozsah této práce.

<sup>421</sup> Pro další analýzu je tento typ cenných papírů irrelevantní.

tři typy nepřímo držených cenných papírů: zaknihované,<sup>422</sup> imobilizované a „zahraniční“ cenné papíry.<sup>423</sup>

Prvním relevantním typem cenných papírů jsou zaknihované cenné papíry.<sup>424</sup> Tyto cenné papíry jsou považovány z hlediska třídění objektů práv za jiné majetkové hodnoty, přičemž právo plně disponovat s těmito cennými papíry lze označit jako vlastnické právo *sui generis*.<sup>425</sup>

Druhým typem nepřímo držených cenných papírů vyskytujících se v českém právním řádu jsou imobilizované cenné papíry,<sup>426</sup> k nimž lze připočíst práva vyplývající ze sběrných dluhopisů,<sup>427</sup> přičemž právo k těmto cenným papírům lze považovat rovněž za vlastnické právo *sui generis*.<sup>428</sup> Jelikož na nakládání s imobilizovanými cennými papíry použijí pravidla pro nakládání se

<sup>422</sup> Veškeré zaknihované cenné papíry jsou vedeny v evidenci centrálního depozitáře.

<sup>423</sup> Které konkrétní typy cenných papírů lze v českém právu podřadit pod definici nepřímo držených cenných papírů Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 107.

<sup>424</sup> § 91 ZPKT.

<sup>425</sup> Vzhledem k tomu, že cenný papír v nehmotné podobě elektronického zápisu v informačním systému počítače nelze kvalifikovat jako věc ani v užším smyslu – tj. jako prostorově vymezitelnou hmotnou věc (pojetí německého BGB), neboť nehmotný nepřímo držený cenný papír vyskytující se v podobě informace zaznamenané v paměti počítače nelze považovat za prostorově vymezitelnou věc hmotného charakteru – ani ve smyslu širším – tj. jako cokoli, co je rozdílné od osoby a slouží potřebám jiných (pojetí rakouského ABGB, z něhož vychází nový občanský zákoník a do určité míry i existující platný občanský zákoník). Nepřímo držený cenný papír nemůže existovat samostatně, odděleně od osoby prostředníka, jenž vede evidenci (účet cenných papírů), kde je tento cenný papír zaznamenan. Proto je nutné funkčně definovanému právu plně disponovat s nepřímo drženým cenným papírem přiřknout status vlastnického práva *sui generis*. Na jednu stranu totiž současný občanský zákoník umožňuje, aby předmětem vlastnického práva byly i jiné předměty, než věci v právním smyslu (viz znění § 123 občanského zákoníku: „*Vlastník je v mezích zákona oprávněn předmět svého vlastnictví ...*“), na druhou stranu však není možné, aby předmětem vlastnictví byl právní vztah určité osoby, ať už fyzické či právnické k jiné právnické osobě, neboť vztah mezi dvěma subjekty práva nelze nazývat vlastnickým právem (stejně jako fyzická osoba nemůže vlastnit jinou fyzickou, tak fyzická či právnická osoba nemohou vlastnit jinou právnickou osobu). Rovněž teorie vlastnictví pohledávky formulovaná v 60. letech minulého století francouzským právním teoretikem S. Ginossarem (Droit réel, propriété et créance – élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux, 1960, Paris) nebyla přejata ani českým právním řádem ani doktrínou (v samotném ve francouzském právu byla tato teorie odmítnuta a v současnosti je považována za jakousi historicky slepou vývojovou odbočku) (podrobněji Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 277 an.).

<sup>426</sup> § 38, odst. 1 ZCP.

<sup>427</sup> § 35 a 36 zákona o dluhopisech.

<sup>428</sup> V konečném důsledku se jedná o vztah k listině inkorporující určitá práva, kterou díky obecně akceptované fikci lze považovat za hmotnou movitou věc, jež může být předmětem vlastnického práva.



zaknihovanými cennými papíry,<sup>429</sup> rozumí se dále zaknihovanými cennými papíry i imobilizované cenné papíry a podíly na sběrných dluhopisech.

Konečně, třetí typ označovaný jako „*zahraniční cenný papír*“<sup>430</sup> je nejobtížněji zařaditelný. Tato skupina nehmotných cenných papírů, jež nejsou zaknihovanými ani imobilizovanými cennými papíry, není nijak marginální: v současné době se jedná o cca 50 – 60% titulů obchodovaných na pražské burze.<sup>431</sup> Režim těchto dematerializovaných cenných papírů je extrémně problematický: nejedná se o zaknihované cenné papíry ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu, neboť se nejedná o listinný cenný papír nahrazený zápisem v centrální evidenci, ale v evidenci samostatné, byť tuto evidenci vede sám centrální depozitář.<sup>432</sup> Kvalifikovat zápis v samostatné evidenci cenných papírů za cenný papír lze pravděpodobně pouze v případě, že tento cenný papír lze označit za zahraniční cenný papír, tj. cenný papír vydaný v zahraničí ve smyslu odst. 3 § 1 zákona o cenných papírech. Tak tomu bude například v případě, že na základě zápisu v samostatné evidenci u prostředníka působícího v České republice „*akcie*“ lze získat právo na podíl na řízení, zisku a likvidačním zůstatku vůči zahraničnímu emitentovi,<sup>433</sup> jenž vůči tomuto zahraničnímu emitentovi bude přímo vymahatelné konečným majitelem účtu. Tento přístup konečného majitele k zahraničnímu emitentovi by měl být přímý, tj. realizovatelné samotným konečným majitelem účtu na základě předložení výpisů ze všech účtů cenných papírů od osoby uvedené v seznamu akcionářů zahraničního emitenta až po výpis od posledního

<sup>429</sup> § 38, odst. 1 ZCP; § 1104, odst. 3 nOZ.

<sup>430</sup> Uvozovky jsou uvedeny z toho důvodu, že v řadě případů společnost generující zisk rozhodující pro cenu cenného papíru působí v České republice, přičemž tento zisk posílá zahraniční mateřské, jejíž cenné papíry jsou kotovány na zahraničním regulovaném trhu a poté „pasportovány“ zpět na regulovaný trh BCPP. Toto aranžmá je používáno řadou emitentů, jejichž cenné papíry jsou kotovány na trhu BCPP, za účelem obejití některých kogentních ustanovení českého právního řádu.

<sup>431</sup> Například zahraniční společnost A vydala cenné papíry, které „pasportovala“ na pražskou burzu. Akcionářem společnosti A je banka B, která má tyto akcie vedeny nadnárodním depozitářem Clearstream Luxembourg. Přes řetězec depozitářů nabízí zprostředkované podíly na akcii společnosti A občanům ČR obchodník s cennými papíry C, který vede samostatnou evidenci, kde mají občané ČR zaregistrovány podíly, které si od tohoto obchodníka koupili.

<sup>432</sup> Samostatnou evidenci vede rovněž RM-systém, česká burza cenných papírů a.s.

<sup>433</sup> Ve smyslu § 155, odst. 1 ObchZ.

prostředníka, se kterým má konečný majitel účtu přímý vztah. Nebude-li tento přímý výkon umožněn bude obtížné uvedený záznam v samostatné evidenci považovat za záznam, s nímž jsou spojena „*práva akcionáře jako společníka*,“ nýbrž se bude jednat pouze o právo vůči prostředníkovi, které ovšem nebude mít charakter práva vůči emitentovi, ale pouze nároku, resp. pohledávky na peněžní či nepeněžní plnění vůči prostředníkovi. O možnosti či nemožnosti přímého výkonu práv konečným majitelem budou rozhodovat podmínky emise zahraničního emitenta či rozhodný, zpravidla zahraniční, právní řád použitelný na vztah mezi emitentem a prvním prostředníkem.<sup>434</sup>

Splní-li zahraniční cenný papír uvedená kritéria možnosti přímého výkonu práv vůči emitentovi, režim nakládání s těmito investičními nástroji/investičními cennými papíry pak nejspíše nutno podřídít ustanovení zákona o cenných papírech.<sup>435</sup> To je opět velmi málo praktické – byť se jedná asi o jediné možné řešení za současného právního stavu – protože ustanovení zákona o cenných papírech jsou *de facto* použitelná jen na listinné cenné papíry a jen velmi obtížně na dematerializované cenné papíry vedené v samostatných evidencích. Například nabytí tohoto cenného papíru zápisem na účet nabyvatele v samostatné evidenci neposkytuje nabyvateli ochranu v případě nabytí v dobré víře od nevlastníka.<sup>436</sup> Naopak nesplní-li zápis v samostatné evidenci nastíněná kritéria, nepůjde o cenný papír, ale pouze o „obyčejnou pohledávku“, tj. o jakési „cenné právo“ vůči

---

<sup>434</sup> Bude-li tímto rozhodným právním řádem použitelným na podmínky emise (resp. na právní vztah mezi emitentem a prvním prostředníkem ve vlastnickém řetězci), jež budou určující pro závěr, zda práva akcionáře svědčí pouze prvnímu prostředníkovi zapsanému v seznamu akcionářů či na „prvním“ účtu cenných papírů, použitelný lucemburský právní řád, což vzhledem k propojení centrálního depozitáře a RM-systému s mezinárodním centrálním depozitářem Clearstream Luxembourg nebude neobvyklé, poté lze pravděpodobně dovozovat možnost přímého výkonu práv konečného majitele účtu vůči emitentovi (podrobněji k požadavkům lucemburského práva v tomto ohledu Prussen, Y.: *Le régime des titres et instruments fongibles in Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier). Naproti tomu vztah mezi českým prostředníkem a osobou mající u něj účet vlastníka se bude již řídit českým právem.

<sup>435</sup> §8a ZCP.

<sup>436</sup> § 96, odst. 3 ZPKT poskytuje tuto ochranu pouze nabyvatelům zaknihovaných cenných papírů. Tato ochrana se však nevztahuje na zápisy na účtu v samostatné evidenci.

přímému prostředníkovi, jež nebude benefitovat z režimu dispozic a ochrany před insolvenčí prostředníka, jenž se použije pro cenné papíry.<sup>437</sup>

Nový občanský zákoník uvedený problém „zahraničních cenných papírů“<sup>438</sup> bohužel rovněž ignoruje. Ba co víc, zrušení zákona o cenných papírech povede zároveň ke zrušení „spojovacích ustanovení“ odst. 3 § 1 a § 8a tohoto zákona, což může mít závažné důsledky pro fungování kapitálového trhu a převodů cenných papírů obecně: výše zmíněná „podpurná konstrukce“ využívající tato ustanovení pozbyde svého zákonného podkladu a zákonodárce při vytváření nové úpravy tuto situaci opomněl řešit.<sup>439</sup>

#### *Pododdíl 1 – Převod nepřímo držených cenných papírů (obecný režim)*

Český právní řád jako právní řád spadající mezi právní řády transparentních systémů přímého vlastnictví je právním řádem podmíněným,<sup>440</sup> tj. právním řádem, v němž se nepřímo držených cenných papírů nabývá derivativním způsobem.<sup>441</sup> Nepřímo držený cenný papír, resp. dispoziční právo k němu, jež získává nabyvatel v rámci převodu, je proto považováno za identické s tím, jež na něj převodce převádí.<sup>442</sup> Předmětem převodu je vlastnické právo *sui generis*

<sup>437</sup> Podrobněji k pojmu „cenných práv“ Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 111.

<sup>438</sup> Pojetí cenného papíru a zaknihovaného cenného papíru v novém občanském zákoníku je stále navázáno na formální stránku, tj. zápis v zákonné evidenci centrálního depozitáře, takže jsou dále opomenuty dematerializované cenné papíry registrované mimo tuto zákonnou evidenci a zcela chybí pravidla pro nakládání s těmito cennými papíry.

<sup>439</sup> Možná řešení tohoto problému jsou dvojí: buď flexibilní výklad pojmu zaknihovaného cenného papíru akcentující jeho materiální podstatu nebo novelizace nového občanského zákoníku, který by – obdobně jako to učinil německý či rakouský zákonodárce – definoval pojem a režim nakládání se zahraničními cennými papíry či s právy vůči zahraničním emitentům s ohledem na jeho materiální, a nikoli formální podstatu (podrobněji k zahraničním řešením Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 70 an.)

<sup>440</sup> Podrobněji ke klasifikaci právních řádů, včetně českého, v optice teorie nepřímé držby cenných papírů Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 88.

<sup>441</sup> § 13 ZCP v souvislosti s § 132, odst. 1 OZ.

<sup>442</sup> V této souvislosti je nutné si uvědomit, že při převodu nepřímo držených cenných papírů nedochází ve skutečnosti k žádnému fyzickému přemístění hmotné věci, ani k jakémukoli elektronickému transferu nehmotného předmětu, jako je tomu například u elektronických souborů či softwarových programů. Záznam na účtu cenných papírů, resp. v evidenci, prostředníka převodce odpovídající převáděnému cennému papíru je v určitém okamžiku vymazán, a v jiném okamžiku je na účtu cenných papírů nabyvatele vedeného prostředníkem, resp. v jeho evidenci, vytvořen záznam nový odpovídající nabytým cenným papírům. Ve skutečnosti tak právní řády řazené mezi systémy vícevrstevných oprávnění, jakými jsou například algický právní řád a právní řád Spojených států

k jednotlivým zaknihovaným cenným papírům. Konceptně je pojetí převodu nepřímo držených cenných papírů v českém právu nejbližší pojetí francouzského práva, kde je na tento převod rovněž nahlíženo jako na převod vlastnického práva k jednotlivému cennému papíru.

Aby vlastnické právo *sui generis* k nepřímo drženému cennému papíru mohlo přejít z jedné osoby na druhou, je třeba určité právní skutečnosti. Touto skutečností bude nejčastěji právní úkon spočívající ve smlouvě o převodu nepřímo drženého cenného papíru, resp. práva k němu.<sup>443</sup> Obdobně jako v jiných právních řádech<sup>444</sup> rozlišuje české právo závazek převést vlastnické právo *sui generis* na nabyvatele, jenž bude obvykle obsažen ve smlouvě o převodu daného cenného papíru, a samotné převedení tohoto práva, jež bude představovat splnění tohoto závazku a bude realizováno samostatným aktem v podobě změny zápisů na účtu na převodce a nabyvatele.<sup>445</sup>

Smlouvy o převodu zaknihovaných cenných papírů je možno považovat za podtypy smluv o úplatném či bezúplatném převodu cenných papírů, které lze dále považovat za součást „*obecných smluvních typů, jejichž úpravu obsahuje zákoník obchodní nebo občanský*“.<sup>446</sup> Pokud jde o smlouvu o úplatném převodu cenných

---

amerických, kde při převodu nepřímo drženého cenného papíru dochází *cum grano salis* k právnímu zániku převáděného nepřímo drženého cenného papíru a právnímu vzniku nového nepřímo drženého cenného papíru na účtu nabyvatele, přičemž nabytí tohoto nově vzniklého cenného papíru je považováno za nabytí originálním způsobem, mnohem věrněji reflektuje popsanou realitu než právní řády systému přímého vlastnictví. Ty vytvářejí právní fikci, podle které nepřímo držený cenný papír odepsaný z účtu převodce se jako by fyzicky přemísťoval na účet nabyvatele a tvořil s ním fiktivními hmotnou jednotu.

<sup>443</sup> Právní skutečností základající právní důvod pro převod či přechod vlastnického práva *sui generis* k zaknihovanému cennému papíru mohou být vedle smlouvy i jednostranné právní úkony nebo rovněž právní události jako například smrt vlastníka a přechod v rámci dědění nebo rozhodnutí soudního či správního orgánu.

<sup>444</sup> Dotazník LCG-EC, str. 219 an..

<sup>445</sup> Pelikánová., I. a kol.: Obchodní právo, 1. a 2. díl, 2. přepracované vydání, CODEX BOHEMIA, 1998, str. 390.

<sup>446</sup> Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P., a kolektiv autorů: Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů, 5. vydání, C.H. Beck, 2008, str. 650 (§ 13, odst. 1 ZCP: Smlouva o úplatném převodu cenných papírů se řídí úpravou kupní smlouvy v obchodním zákoníku, pokud z tohoto zákona nebo povahy věci nevyplývá něco jiného; § 13, odst. 2: Smlouva o bezúplatném převodu cenného papíru se řídí úpravou darovací smlouvy v občanském zákoníku, pokud z tohoto zákona nebo z povahy věci nevyplývá něco jiného).

papírů označovanou jako smlouvu o koupi cenných papírů,<sup>447</sup> jedná se z hlediska jejího režimu o smlouvu, jejíž režim je plně podřízen ustanovením obchodního zákoníku.<sup>448</sup> Pokud jde o smlouvu o bezúplatném převodu označovanou rovněž jako smlouvu o darování cenných zaknihovaných papírů, jedná se o smlouvu, jejíž režim je ve všech aspektech podřízen zákoníku občanskému.<sup>449</sup> Povinnými náležitostmi smlouvy o úplatném převodu cenných papírů je určení převáděných cenných papírů a jejich kupní ceny;<sup>450</sup> bez nich bude smlouva neplatná.<sup>451</sup>

Forma smlouvy o koupi (cenných papírů) může být písemná či ústní či konkludentní,<sup>452</sup> jinak řečeno bezformální.<sup>453</sup> Lze se proto domnívat, že minimem k prokázání existence této smlouvy bude záznam změny zůstatku na předmětném účtu cenných papírů společně s podaným příkazem k provedení této změny, a odpovídající záznam na peněžním účtu.<sup>454</sup> Na rozdíl od zástavní smlouvy nebude díky uvedené bezformálnosti podmínkou převodu, včetně jeho účinnosti vůči třetím stranám, doručení prvopisu či ověřené kopie či prosté kopie smlouvy příslušnému prostředníkovi. Tento závěr však není obsažen v žádném ustanovení zákona a z hlediska právní jistoty by bylo záhodno upravit pravidlo

<sup>447</sup> Pauly, J.: Komentář k zákonu o cenných papírech, ORAC, 1998, str. 63.

<sup>448</sup> § 261, odst. 3, písm. c) ObchZ.

<sup>449</sup> § 628 – 630 OZ. Darovací smlouva není v obchodním zákoníku upravena.

<sup>450</sup> § 13, odst. 1 ZCP. Ačkoli není výslovně stanoveno, která ustanovení zákona o cenných papírech jsou kogentní (Komentář k zákonu o cenných papírech, str. 63) lze kogentnost ustanovení odst. 1 § 13 specifikující povinné náležitosti smlouvy o úplatném převodu cenných papírů dovozovat *per analogiam* z režimu kupní smlouvy v obchodním zákoníku, u níž je ustanovení upravující povinné náležitosti (§ 409 ObchZ stanovící základní povinnosti smluvních stran kupní smlouvy v podobě povinnosti převést vlastnické a právo a předat věc a povinnosti zaplatit kupní cenu) součástí základních ustanovení, jež ustanovení odst. 3 § 269 ObchZ prohlašuje za donucující, tj. takové, od jehož ustanovení se nelze dohodou stran odchýlit (obdobně Dědič, J., a kol.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu, Prospektrum, 2000, Praha, str. 394).

<sup>451</sup> Bude se jednat o absolutní neplatnost v důsledku neurčitosti dané smlouvy jako právního úkonu podle § 37 ObčZ. Způsoblost k právním úkonům vážnost a srozumitelnost projevu vůle, rozpor se zákonem atd. jako další podmínky pro platné uzavření smlouvy o převodu zaknihovaných cenných papírů se budou na smlouvu o koupi zaknihovaných cenných papírů aplikovat samozřejmě též; jelikož a lze předpokládat, že absence splnění některé z těchto podmínek, se bude vyskytovat pouze zřídka, a nejsou proto dále analyzovány.

<sup>452</sup> Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol.: Obchodní zákoník – komentář, C.H. Beck, 8. vydání, 2003, str. 1086; Pelikánová op. cit. pozn. č. 444, str. 246; Švestka J. in Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M. a kol.: Občanský zákoník – komentář, 8. vydání, C.H. Beck, 2003, str. 205.

<sup>453</sup> Pauly, J.: op. cit. pozn. č. 447, str. 89.

<sup>454</sup> § 42, odst. 2 ZCP.

bezformálnosti převodu práv k zaknihovaným cenným papírům výslovně obdobně jako to vzhledem k anglickému právu doporučila britská Právní komise.<sup>455</sup>

Vedle existence příslušného právního úkonu či události bude podmínkou převodu vlastnického práva *sui generis* k zaknihovanému cennému papíru příkaz prostředníkovi k učinění příslušného zápisu na účtu cenných papírů.<sup>456</sup> Prostředník má povinnost ověřit, zda osoba, jež dává příkaz k zápisu vedoucí k převodu, je oprávněná k zadání takového příkazu.<sup>457</sup> Je-li příkaz dán oprávněnou osobou, je tento příkaz postačující k realizaci převodu zaknihovaných cenných papírů.<sup>458</sup> Příkaz převodce k realizaci převodu vlastnického práva *sui generis* k nepřímo drženým cenným papírům představuje jednostranný právní úkon. Na první pohled se podobá návrhu na vklad vlastnického práva k nemovitosti do katastru nemovitostí činěného při smluvním převodu nemovitostí.<sup>459</sup> Tato podobnost je ovšem pouze zdánlivá.<sup>460</sup>

Kvůli svému specifickému charakteru se příkaz k zápisu do evidence investičních nástrojů zásadně liší od návrhu na vklad vlastnického práva do katastru

---

<sup>455</sup> Právní komise dovodila, že v případě převodu cenných papírů vedených na účtu je nutno splnit požadavek písemné formy vyžadovaný sekci 53, odst. 1, písm. c) britského zákona o majetku z roku 1925 (v ang.: „*Law of Property Act 1925*“), nicméně že ke splnění požadavku písemné formy pravděpodobně postačí záznam na účtu cenných papírů dokumentující převod předmětných cenných papírů. Z hlediska právní jistoty ovšem Právní komise doporučila stanovit toto pravidlo výslovně v textu zákona (Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář – Problémy týkající se majitelů účtů a prostředníků, op. cit. pozn. č. 399, str. 12-14; Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů, Další doplněná rada Ministerstvu financí Jejeho Veličenstva, op. cit. pozn. č. 209, str. 31).

<sup>456</sup> § 95, odst. 2 a 3 ZPKT.

<sup>457</sup> Jestliže individuální účet vlastníka je veden přímo v centrálním depozitáři

<sup>458</sup> Odpovědnost za škodu, resp. její omezení, provede-li prostředník příkaz klienta, jemuž nebude odpovídat žádný právní důvod, by si měly strany v případě potřeby upravit ve smlouvě o vedení účtu.

<sup>459</sup> V obou případech dochází k převodu vlastnického práva dvoufázovým způsobem bez fyzického předání hmotného předmětu: dvoustranný právní úkon (smlouva o převodu) je následován zápisem v evidenci na základě jednostranného právního úkonu (návrhu na vklad/příkazu), přičemž oba zápisy mají translační účinek (srovnej Komentář k LTI, str. 65).

<sup>460</sup> Okamžik počátku působení translačního účinku vůči třetím stranám bude ovšem odlišný: u návrhu na vklad je tímto okamžikem okamžik, kdy tento návrh došel příslušnému katastrálnímu úřadu za předpokladu, že úřad tomuto návrhu vyhoví; u příkazu k zápisu do evidence cenných papírů, resp. investičních nástrojů, působí translační účinek od okamžiku zápisu na účet zákazníků či na účet vlastníka a to nejpozději do závěrky dne.

nemovitostí a nelze jej podřídít režimu správně-procesních úkonů.<sup>461</sup> Existence příkazu musí být prokázána prostředníkovi vždy, avšak existence právního úkonu, na jehož základě se převod činí už nikoli.<sup>462</sup> Bez příkazu nelze realizovat zamýšlenou dobrovolnou dispozici. Příkaz se stává požadavkem *sine qua non* dobrovolné dispozice.<sup>463</sup> Funkčně je existence příkazu a jeho platnost důležitější než samotný právní úkon, neboť jeho případná vadnost či nesoulad obsahu zápisu v evidenci s obsahem příkazu může být spouštěcím mechanismem odpovědnostních vztahů mezi stranami převodu a jejich prostředníky. Aby se režim příkazu nenacházel v právním vakuu vyvolávajícím právní nejistotu zejména pro prostředníky, bylo by nanejvýš vhodné, aby zákonodárce výslovně upravil status tohoto příkazu, jakož i důsledky jeho vadnosti či nesouladu mezi obsahem příkazu a obsahem zápisu v evidenci, tak jak to učinil například

<sup>461</sup> Návrh na vklad, resp. návrh na zahájení řízení o povolení vkladu do katastru nemovitostí, je procesním úkonem, kdežto příkaz k zápisu v evidenci investičních nástrojů je úkonem hmotněprávním. Tato skutečnost s sebou nese zásadní důsledky: Především náležitosti návrhu na vklad jako procesního úkonu jsou verifikovány v rámci správního řízení vedoucímu ke správnímu rozhodnutí katastrálního úřadu, takže existuje intenzivní *ex ante* kontrola oprávněnosti podání návrhu na vklad a správnosti jeho obsahu, což značně snižuje riziko nesprávných zápisů; naproti tomu u příkazu k podání zápisu do evidence investičních nástrojů obdobná intenzivní kontrola neprobíhá (§ 95, odst. 3 ZPKT pouze uvaluje na prostředníka povinnost ověřit oprávněnost osoby k podání příkazu k zápisu do evidence bez toho, aby specifikoval, jaké aspekty má prostředník v rámci této kontroly ověřovat). Konsekventně pravděpodobnost nesprávných zápisů v evidenci investičních nástrojů bude nepochybně větší než u katastru nemovitostí. Vedle toho u návrhu na vklad jako procesního úkonu nemusí v důsledku teorie projevu příslušný katastrální úřad zkoumat jeho platnost - například soulad projevu se skutečnou vůlí účastníka - a postačí ověření způsobilosti subjektu činit tento procesní úkon; naproti tomu u příkazu k zápisu v evidenci investičních nástrojů jako hmotněprávního úkonu by jeho platnost – například soulad projevu a skutečné vůle, tj. absenci omylu či vnějšího neoprávněného donucení k podání příkazu, by prostředník zkoumat měl, byť to pro něj bude zpravidla obtížné.

<sup>462</sup> Příkladá-li se k návrhu na vklad související smlouva o převodu, takže je rovněž ověřován soulad obsahu návrhu na vklad se souvisejícím hmotněprávním úkonem, soulad obsahu příkazu k zápisu změny subjektu vlastnického práva *sui generis* v evidenci investičních nástrojů se souvisejícím hmotněprávním úkonem (smlouvou o převodu zaknihovaných cenných papírů) prostředníkem verifikován není. Naproti tomu u zástavního práva k zaknihovanému cennému papíru mimo režim finančního zajištění jsou náležitosti příkazu upraveny (§ 42, odst. 3 ZCP) a je vyžadováno přiložení prvopisu nebo úředně ověřené kopie zástavní smlouvy (§ 42, odst. 2 ZCP).

<sup>463</sup> Naopak u nedobrovolné dispozice, tj. dispozice na základě zákona či soudního rozhodnutí, existence příkazu nebude nutná k realizaci této dispozice, neboť k nedobrovolné dispozici dojde k okamžiku účinnosti daného soudního rozhodnutí či vzniku zákonem předvídané skutečnosti, se kterou je přechod vlastnictví spojen. Tento rozdíl by bylo opět vhodné z hlediska právní jistoty výslovně legislativně upravit.

švýcarský zákonodárce.<sup>464</sup>

Okamžik nabytí vlastnického práva *sui generis* k zaknihovaným cenným papírům v rámci převodu a účinnosti tohoto nabytí vůči třetím stranám je vzhledem k těmto cenným papírům<sup>465</sup> výslovně stanoven zákonem a dochází k němu buď k okamžiku zápisu na zákaznický účet,<sup>466</sup> nebo k okamžiku zápisu účet vlastníka, jedná-li se o převod mezi konečnými majiteli účtu téhož prostředníka,<sup>467</sup> přičemž oba uvedené zápisy - tj. zápis na účtu vlastníka, jde-li o převod mezi přímými klienty jednoho prostředníka, a zápis na účtu zákazníků, jde-li o převod mezi majiteli účtů, jež nemají identického přímého prostředníka - mají konstitutivní povahu.<sup>468</sup> V obou případech je zápis na účtu činěn nejpozději do závěrky dne, kdy převodu došlo.<sup>469</sup> Nabyvatel může uplatnit svá nabytá práva k zaknihovanému cennému papíru od okamžiku uvedeném v zápisu provedeném

<sup>464</sup> Čl. 24, odst. 1 a čl. 27 švýcarského LTI.

<sup>465</sup> Srovnej s ustanovením § 17, odst. 1 ZCP, který stanoví, že k převodu listinného cenného papíru dochází jeho předáním nabyvateli, nestanoví-li zákon nebo dohoda stran něco jiného.

<sup>466</sup> § 96, odst. 1 ZPKT.

<sup>467</sup> § 96, odst. 2 ZPKT. Výslovné uvedení tohoto okamžiku v textu zákona není bezúčelné. Jedná-li se o převod mezi majiteli účtu, jež mají stejného přímého prostředníka, nelze vyloučit právní argumentaci, podle které by k převodu vlastnického práva *sui generis* k zaknihovanému cennému papíru mohlo dojít již okamžikem uzavření smlouvy či zadání příkazu k odepsání cenného papíru z účtu převodcem, neboť z vedení daného cenného papíru na účtu prostředníkem jak pro převodce, tak pro nabyvatele by bylo možné dovodovat, že nabyvatel prostřednictvím společného prostředníka byl v držení cenného papíru již od okamžiku jeho specifikace ve smlouvě či příkazu, jímž by se daný cenný papír vyděloval z majetkové podstaty převodce a v ten samý okamžik přecházel do majetkové podstaty nabyvatele. Pozdržení okamžiku tohoto převodu, resp. nabytí účinnosti vůči třetím stranám, až k okamžiku zápisu na vlastnický účet nabyvatele výslovným ustanovením zákona je nutno uvítat (srovnej diskuzi k problematice přesného určení okamžiku účinnosti převodu v takové situaci v případě výslovného zákonného ustanovení v uvedeném smyslu problém v belgickém právu či dříve ve francouzském právu).

<sup>468</sup> Pauly K.: op. cit. pozn. č. 446, str. 38; Dědič, J.: Obchodní zákoník, Komentář, Polygon, 2002, str. 1403 - 1404. Konstitutivní charakter těchto zápisů je nicméně problematický, neboť tento zápis představuje pouze vyvratitelnou domněnku vlastnického práva *sui generis* k zaknihovanému cennému papíru. Jinými slovy, prokáže-li určitá osoba, například pomocí smlouvy, že zápis na účtu neodpovídá skutečnosti, bude prostředník muset tento zápis upravit. Zápis na účtu tak *de facto* jen potvrzuje určitou skutečnost uvedenou v jiném dokumentu, a tudíž se podobá spíše deklaratornímu zápisu. Vzhledem k obtížím vyplývajícím pro prostředníka v uvedené situaci nesouladu zápisu na účtu a skutečné situaci (popsaným podrobněji níže), by bylo vhodnější, aby zápis na účtu měl charakter nevyvratitelné domněnky o existenci vlastnického práva *sui generis* ke zaknihovanému cennému papíru.

<sup>469</sup> § 96, odst. 1 a 2 ZPKT.



k závěrce dne, tj. k okamžiku provedení zápisu na účtu během daného dne.<sup>470</sup> Okamžik nabytí či účinnosti tohoto nabytí vůči třetím stranám mohou strany smlouvy o koupi cenných papírů smluvně pozdržet, takže záznam na účtu cenných papírů nabyvatele učiněný v důsledku převodu nemusí být nutně definitivní či účinný vůči třetím stranám okamžikem učinění tohoto záznamu; na druhou stranu pravděpodobně není možné, aby strany sjednaly nabytí zaknihovaného cenného papíru či jeho účinnost dříve, než dojde k jeho připsání na účet nabyvatele, tj. dokud se nachází na účtu převodce.<sup>471</sup>

Popsaný mechanismus nabytí vlastnického práv *sui generis* k nepřímo drženému cennému papíru v českém právním řádu není nicméně v souladu s režimem převodu práv k nepřímo drženým cenným papírům předvídaným Úmluvou UNIDROIT, neboť neváže ve všech případech nabytí vlastnického práva *sui generis* k účtu konečného majitele, resp. k účtu vlastníka. V tomto ohledu je pojetí nabytí vlastnického práva *sui generis* nejbližší přístupu anglického práva,<sup>472</sup> které stejně jako české právo situuje okamžik nabytí vlastnického práva konečným majitelem k okamžiku, kdy je učiněn zápis na účtu přímého prostředníka konečného majitele, tj. na tzv. zákaznickém účtu.<sup>473</sup>

Vzhledem k pozitivním účinkům konvergence národních právních řádů k pravidlům Úmluvy UNIDROIT by sladění ustanovení o nabytí účinnosti

---

<sup>470</sup> Zápis bude zpětný, neboť bude činěn k závěrce dne, tj. na konci dne, avšak k zápisu a jeho účinnosti dojde již k okamžiku nastalém během toho dne.

<sup>471</sup> Na rozdíl od smluvního posunutí právních účinků zápisu zaknihovaných cenných papírů na účet nabyvatele do budoucnosti pomocí tzv. výhrady vlastnictví, jež je zákonem předvídaná, a tedy i dovolená, se lze domnívat, že smluvní ustanovení s opačným účinkem, tj. posunující okamžik nabytí vlastnického práva *sui generis* k zaknihovanému cennému papíru či účinnost nabytí vůči třetím stranám před okamžik zápisu na účet nabyvatele, tzn. do doby, kdy je předmětný zaknihovaný cenný papír stále zapsán na účtu převodce, by bylo neplatné a že k nabytí a účinnosti nabytí by došlo až později k okamžiku učinění příslušného zápisu na účet nabyvatele. Důvodů k tomuto závěru je vícero: (i) především chybí příkaz k zápisu daného majitelem účtu prostředníkovi, jenž je podmínkou platnosti a účinnosti převodu, (ii) nedošlo ke specifikaci nepřímo držených cenných papírů na účtu převodce, a tudíž nelze s jistotou určit, které cenné papíry jsou ještě jeho a které již nabyvatele atd.

<sup>472</sup> Byť právní důvod této konstrukce v anglickém právu je jiný, neboť v okamžiku uvedeného zápisu vzniká ve prospěch konečného majitele trust, jehož správcem (trustee) je přímý prostředník.

<sup>473</sup> Srovnej výše písm. g) pododdíl 1, oddíl 2 tohoto dílu.

převodu bylo vhodné. Tohoto sladění by bylo možné docílit změnou textace zákonného ustanovení ohledně okamžiku nabytí vlastnického práva *sui generis* bez vlivu na substanci tohoto ustanovení, tzn. stanovit, že vlastnické právo *sui generis* se nabývá okamžikem zápisu na účet vlastníka za podmínky provedení korespondujícího zápisu na účtu zákazníka. Tato reformulace by umožnila soulad s Úmluvou UNIDROIT, aniž by ponechala prostor prostředníkovi k využití prodlevy mezi uvedenými dvěma zápisy ve svůj prospěch.<sup>474</sup>

K anulaci či stornování připsání cenných papírů na účet může dojít buď v důsledku technické chyby v příslušné evidenci zaviněné prostředníkem nebo centrálním depozitářem či v důsledku odpadnutí právního důvodu, na základě kterého byl právní úkon učiněn, například v důsledku zrušení smlouvy o převodu, či v důsledku neplatnosti či nesprávnosti příkazu k zápisu v evidenci investičních nástrojů.<sup>475</sup> Jedná-li se o technickou chybu zaviněnou prostředníkem, bude tato situace snadno řešitelná: osoba, která vede příslušnou evidenci může tuto chybu opravit z vlastního podnětu či na základě oprávněné žádosti osoby, která vede jinou evidenci.<sup>476</sup>

Naproti tomu objeví-li se rozpor mezi zápisem v příslušné evidenci a příkazem k zápisu do této evidence nebo právním úkonem, na základě něhož byl daný příkaz vytvořen či zjistí-li se, že některý z uvedených úkonů je neplatný nebo se od počátku ruší, nastane obzvláště pro prostředníka velmi komplikovaná situace: prostředník bude na základě námitky některé ze stran nucen posuzovat platnost a správnost jednotlivých úkonů z hlediska hmotného práva, aby mohl eventuelní námitku uznat jako oprávněnou a v důsledku toho učinit opravu záznamu v příslušné evidenci investičních nástrojů. To bude pro prostředníka velmi obtížné a riskantní, zejména v případě sporu mezi převodcem a nabyvatelem a povede to

---

<sup>474</sup> Tj. k možnosti použít v tomto mezidobí cenné papíry nabyté pro své klienty k obchodům na svůj vlastní účet.

<sup>475</sup> „Skutečnost, že smluvní strana neměla při uzavírání smlouvy dispozici s předmětem smlouvy nakládat (smluvní strana nebyla vlastníkem prodávané věci), nezakládá – jak se někdy mylně interpretuje – neplatnost této smlouvy podle § 39 OZ“ (Švestka, J. in Jehlička, O., Švestka, J., Škárková, M.: op. cit. pozn. č. 451, str. 200).

<sup>476</sup> § 98, odst. 1, písm. c) a d) ZPKT.

ke značné právní nejistotě všech dotčených účastníků.<sup>477</sup> bude pro prostředníka ve sporné situaci představovat extrémní riziko.

Dále, jelikož zápis na účtu vlastníka vytváří pouze vyvratitelnou domněnku existence vlastnického práva *sui generis* k cenným papírům evidovaným na tomto účtu,<sup>478</sup> bude situace, kdy dojde k rozporu mezi obsahem platné smlouvy o převodu zaknihovaných cenných papírů na jedné straně a platným obsahem příkazu k zápisu a zápisu v evidenci na druhé straně druhé, pro prostředníka rovněž obtížně řešitelná.<sup>479</sup> Také je nejasné, jaké budou důsledky zápisu do evidence, jež byl učiněn na základě neplatného příkazu, jež byl například učiněn v omylu či v tísní, když zákon kontrolu tohoto aspektu prostředníkem před učiněním zápisu do evidence nevyžaduje.

Konečně, co se týče posledního zkoumaného aspektu převodu zaknihovaných cenných papírů, nabytí vlastnického práva *sui generis* k zaknihovaným cenným papírům je možné i od nevlastníka za předpokladu, že nabyvatel byl v dobré víře.<sup>480</sup> V porovnání s obecným ustanovením ohledně nabytí movitých věcí v rámci kupní smlouvy podle obchodního zákoníku vyžaduje zákon o podnikání na kapitálovém trhu v případě posuzování dobré víry nižší úroveň péče ze strany nabyvatele zaknihovaného cenného papíru („věděl či musel vědět“)<sup>481</sup> než u nabyvatele zboží podle obchodního zákoníku („věděl či vědět měl a mohl“).<sup>482</sup>

---

<sup>477</sup> Například posuzování situace v případě odstoupení jedné ze stran z důvodu podstatného porušení smlouvy o koupi cenných papírů jednou ze stran spočívající v prodlení se zaplacením ceny či mající právní vadu, například v podobě váznoucího zástavního práva, bude pro prostředníka extrémně rizikové.

<sup>478</sup> § 94, odst. 3 ZPKT: Vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na účtu vlastníka je osoba, pro niž je účet vlastníka zřízen, pokud není prokázán opak. Srovnej se zněním § 527 nOZ (Účet vlastníka), odst. 1: Na účtu vlastníka jsou evidovány zaknihované cenné papíry toho, pro něhož byl účet zřízen. Odst. 2: Má se za to, že vlastníkem zaknihovaného cenného papíru je osoba, na jejímž účtu vlastníka je zaknihovaný cenný papír evidován. (V obou případech se jedná o vyvratitelnou právní domněnku, která umožňuje prokázání opaku).

<sup>479</sup> Tento „opak“ bude například prokazovat dotčená smlouva.

<sup>480</sup> § 96, odst. 3 ZPKT. Srovnej s obdobným ustanovením § 20 ZCP umožňující za stejných okolností nabytí listinného cenného papíru v dobré víře.

<sup>481</sup> § 96, odst. 3 ZPKT.

<sup>482</sup> § 446 ObchZ.

Nabytí zaknihovaného cenného papíru v dobré víře nicméně neznamená, že takto nabytý cenný papír bude vždy prost jakýchkoli práv na něm váznoucích.<sup>483</sup>

Hodnotit kvalitu popsaného právního rámce pro dobrovolné dispozice s cennými papíry vedenými na účtu je možné podle kritérií navrženými experty při přípravě Ženevské úmluvy UNIDROIT. Těmito kritérii jsou (i) existence právního rámce umožňujícího zaznamenávat a převádět práva k nepřímo drženým cenným papírům pomocí záznamů na elektronicky vedených účtech, (ii) jasná pravidla upravující převody nepřímo držených cenných papírů a otázku konečnosti vypořádání, (iii) možnost nabytí cenných papírů v dobré víře a konečně (iv) konzistentní alokace rizik vyplývajících z neúspěšně provedených transakcí a chyb příslušných systémů, nejsou-li tato rizika vyloučena *ex ante*.<sup>484</sup>

Jestliže v českém právním řádu výslovný zákonem upravený právní rámec pro činění dispozic s nepřímo drženými – zaknihovanými – cennými papíry existuje, seznatelnost pravidel tvořící tento právní rámec pro konkrétní dispozice je velmi obtížná, neboť je roztříštěna do několika právních předpisů bez zřetelně indikované souvztáhnosti příslušných ustanovení.<sup>485</sup> Zásadní otázky ohledně způsobu nabytí vlastnického práva *sui generis* k zaknihovanému cennému papíru a jeho účinnosti vůči třetím stranám jsou upraveny relativně jasně, avšak příslušná pravidla nejsou kompatibilní s mezinárodním právním rámcem, neboť nejsou v souladu s úpravou Úmluvy UNIDROIT. Možnost nabytí zaknihovaných cenných papírů v dobré víře je výslovně připuštěna, což je nutno hodnotit

---

<sup>483</sup> Například, dojde-li k převodu zaknihovaného cenného papíru v dobré víře od nevlastníka, na němž vázne zástavní právo, lze se domnívat, že v důsledku tohoto převodu nedojde k „vymazání“ uvedeného zástavního práva. Nabyvatel sice nabyde zaknihovaný cenný papír (v dobré víře) od nevlastníka, ale tento cenný papír bude nadále zatížen zástavním právem, které na něm vázlo před tímto převodem.

<sup>484</sup> Summary Report of Restricted Study Group for the Preparation of Harmonised Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries, UNIDROIT, Study LXXVIII - Doc. 5, říjen 2002, str. 8.

<sup>485</sup> Téměř u každé úplatné dobrovolné dispozice s vlastnickým právem *sui generis* k zaknihovaným cenným papírům bude nutno aplikovat ustanovení nejméně tří právních předpisů – zákona o cenných papírech, zákona o podnikání na kapitálovém trhu a obchodního zákoníku.

pozitivně. Naproti tomu alokaci rizik vyplývajících z neúspěšně provedených transakcí systémů za konzistentní považovat nelze.

Nový občanský zákoník definuje zaknihovaný cenný papír odděleně od jednotlivých kategorií věcí,<sup>486</sup> nicméně stále v rámci obecné kategorie věci. Jelikož však právo plně disponovat se zaknihovaným cenným papírem označuje jako právo vlastnické,<sup>487</sup> použije se na dispozice s tímto vlastnickým právem, tj. právem plně disponovat se zaknihovaným cenným papírem, režim kupní smlouvy určené principiálně pro fyzicky existující, hmotné movité věci.<sup>488</sup> Nastíněná konstrukce se tak neliší od současného – problematického – pojetí převodu práv k nehmotným zaknihovaným cenným papírům.

Z hlediska dříve zmíněných kritérií pro hodnocení kvality právního rámce pro nakládání s nepřímo drženými cennými papíry lze na jednu stranu pozitivně hodnotit formální koncentraci, jež v nových předpisech sdružuje na jedno místo dříve roztráštěná ustanovení o převodu zaknihovaných cenných papírů. Na druhou stranu nelze nevidět, že zákonodárce přenesl do nové úpravy všechny ostatní výše popsané substantivní problémy týkající se převodu vlastnického práva *sui generis* k zaknihovaným cenným papírům. Zvláštnosti režimu nakládání se zaknihovanými cennými papíry vyplývající z jeho podstaty jako věci nehmotné, specifická a komplexnost této materie, jakož i nutnost vysoké právní jistoty a předvídatelnosti pro účastníky transakcí s nepřímo drženými cennými papíry jsou více než pádnými důvody pro vyloučení úpravy nepřímo držených cenných papírů, včetně těch zaknihovaných, do zvláštního zákona,<sup>489</sup> zvláště když v tomto

---

<sup>486</sup> Právní kategorizace věcí je v novém občanském zákoníku obsažena v druhém dílu čtvrté hlavy první obecné části, zatímco o cenných papírech je pojednáno ve čtvrtém dílu téže hlavy; zaknihovaným cenným papírům je věnován oddíl druhý čtvrtého dílu.

<sup>487</sup> § 527 nOZ.

<sup>488</sup> § 2085 an. nOZ.

<sup>489</sup> Otázka zařazení režimu nakládání s nepřímo drženými cennými papíry do obecných ustanovení občanského zákoníku či do zvláštních ustanovení finančního a peněžního zákoníku byla debatována například ve Francii při přípravě reformy ustanovení ohledně nepřímo držených cenných papírů. Tzv. Grimaldiho komise, jež měla ve francouzském Národním shromáždění tuto otázku řešit, nejdříve navrhla vložení úpravy nakládání s nepřímo drženými cennými papíry do Code civil, nicméně po silné odborné kritice veřejnosti tento návrh stáhla a navrhla inkorporaci úpravy tohoto institutu výlučně do

kontextu existují úspěšné zahraniční příklady, jimiž by se český zákonodárce mohl nechat inspirovat.<sup>490</sup>

#### *Pododdíl 2 – Převod nepřímo držených cenných papírů na regulovaném trhu*

Zkušenosti s fungováním převodů nepřímo držených cenných papírů ukazují, že atributy převodů prováděných prostřednictvím změn záznamů na účtu se zásadně liší od převodů práv k listinným cenným papírům.<sup>491</sup> Režim nakládání s nepřímo drženými cennými papíry, zvláště jedná-li se o nakládání prostřednictvím kapitálových trhů a souvisejících systémů zúčtování a vypořádání, by měl každý právní řád nastavit tak, aby co nejvíce eliminoval rizika vyplývající z fungování těchto trhů a souvisejících systémů zúčtování a vypořádání.<sup>492</sup> Nutnost jistého upozadění role obecných zásad soukromého práva v této oblasti neznačí umenšení jejich významu: řešení strukturálních otázek týkajících se převodů nepřímo držených cenných papírů uzavřených na regulovaných trzích či probíhajících prostřednictvím systémů zúčtování a vypořádání nenahrazuje řešení zásadních otázek soukromého práva. Tyto otázky, jako je například otázka okamžiku nabytí práv k nepřímo drženým cenným papírům či definice podmínek nabytí nepřímo držených cenných papírů v dobré víře, musí daný právní řád řešit za každých okolností, má-li zajistit právní jistotu účastníkům transakcí na finančních trzích.<sup>493</sup>

---

zvláštního předpisu, tj. do finančního a peněžního zákoníku. Toto řešení bylo poté francouzským zákonodárcem přijato.

<sup>490</sup> Oblast nepřímé držby cenných papírů a nakládání s těmito cennými papíry bude vyhrazena vždy pouze specializovaným právníkům a advokátům. Běžný občan bez právnického vzdělání, jakož i právník či advokát bez specifického zaměření na oblast cenných papírů, se bude v této oblasti orientovat jen velmi obtížně. Vyloučení úpravy této materie z obecné úpravy v občanském zákoníku do zvláštního zákona by tak bylo prospěšné jak pro občana – z občanského zákoníku zmizí oblast, která pro něho bude jen obtížně uchopitelná, čímž pro něj občanský zákoník získá na přehlednosti –, tak pro odborníky a osoby působící v této oblasti, neboť speciální úprava umožní podrobnější úpravu institutů, jež jsou pro správné fungování dispozic s nepřímo drženými cennými papíry nezbytné.

<sup>491</sup> Mooney Ch. W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 11.

<sup>492</sup> Vedle rizik vyplývajících ze samotné držby nepřímo držených cenných papírů (podrobněji ohledně těchto rizik Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 33 an).

<sup>493</sup> Mooney Ch. W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 119 – 120.

V České republice existují je v současné době dva kapitálové trhy, kde se obchodují nepřímě držené cenné papíry, a to burzovní trh (dále jen „BCPP“)<sup>494</sup> a mimoburzovní trh (dále jen „RM-systém“).<sup>495</sup> BCPP je založena na principu členství.<sup>496</sup> Obchodovat na BCPP prostřednictvím jejího systému proto mohou pouze její členové,<sup>497</sup> tj. zejména banky a makléřské společnosti,<sup>498</sup> které do systému burzy zadávají instrukce k uzavření obchodů.<sup>499</sup> Burza cenných papírů Praha a.s. organizuje regulovaný a neregulovaný trh s cennými papíry v souladu s pravidly obchodování, která zatím účelem vydává.<sup>500</sup> Tato pravidla se vztahují nejen na fázi obchodování, ale do určité míry rovněž na fázi vypořádání

<sup>494</sup> Burzovní trh provozuje společnost Burza cenných papírů Praha a.s., která vznikla dne 24. listopadu 1992. Obchody na BCPP začaly 6. dubna 1993. Od roku 2009 je Burza cenných papírů Praha a.s. součástí skupiny ovládané rakouskou společností CEE Stock Exchange Group A.G., která ovládá společnosti provozující maďarskou, slovenskou a vídeňskou burzu. Veřejnoprávní dohled nad BCPP vykonává Česká národní banka.

<sup>495</sup> RM-systém je oficiální regulovaný mimoburzovní trh v České republice podle § 200, odst. 5 ZPKT. Provozuje ho společnost RM-systém, česká burza cenných papírů a.s., která provozuje rovněž mnohostranný obchodní systém. Tato společnost existuje od 28. ledna 1993, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku. RM-Systém začal organizovat obchodování 24. května 1993. Jediným akcionářem společnosti RM-systém, česká burza cenných papírů a.s. je v současné době Fio banka, a.s. Veřejnoprávní dohled nad RM-Systémem vykonává rovněž Česká národní banka. RM-systém je od června 2007 členem Clearstream Banking Luxembourg. Tržní pravidla RM-systému jsou obsažena především v Pravidlech obchodování (Pravidla RM-S pro regulovaný trh a Pravidla RM-S pro mnohostranný obchodní systém), Provozních pravidlech SVYT (oboje dostupné na: <http://www.rmsystem.cz/burza-sluzby/predpisy/pravidla-obchodovani>) a Technických podmínkách (dostupné na: <http://www.rmsystem.cz/burza-sluzby/predpisy/technicke-podminky>).

<sup>496</sup> Co se týče RM-Systému, zákazníci, kteří mají zájem obchodovat na regulovaném trhu nebo mnohostranném obchodním systému, musejí využít služeb licencovaného obchodníka s cennými papíry, který má se společností uzavřenu smlouvu o přístupu na trh české burzy RM-SYSTÉM. Osoby, které však mají zájem o přímé obchodování na trhu RM-SYSTÉM a splňují podmínky stanovené pravidly přístupu, se po uzavření smlouvy o přístupu na trh České burzy mohou stát přímými účastníky trhu (RM-systém, česká burza cenných papírů a.s., Výroční zpráva za rok 2011, str. 4).

<sup>497</sup> Za účelem obchodování je třeba s některým z členů BCPP uzavřít dohodu o poskytování investičních služeb, prostřednictvím které lze uzavírat na BCPP obchody. Příkazy do systému burzy zadává zaměstnanec člena burzy (makléř), přičemž jednotlivé příkazy může konečný investor zadávat telefonicky nebo elektronicky.

<sup>498</sup> Zakladateli burzy bylo dvanáct bank a pět obchodníků s cennými papíry. V současné době má BCPP devatenáct členů, z toho třináct bank a šest obchodníků s cennými papíry (aktuální seznam členů je dostupný na <http://www.bcpp.cz/Clenove-Burzy/>).

<sup>499</sup> Instrukce představuje příkaz člena burzy k nákupu nebo prodeji předmětu obchodu, ve kterém člen burzy vkládající tento příkaz identifikuje protistranu obchodu (čl. 2, odst. 2, písm. (i) burzovních pravidel).

<sup>500</sup> Pravidla obchodování BCPP (dále jen „burzovní pravidla“) jsou dostupná na <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Legislativa>.

obchodů.<sup>501</sup> Na BCPP lze obchodovat investiční cenné papíry, včetně zaknihovaných, a rovněž listinné cenné papíry. Listinné cenné papíry se ovšem neobchodují fyzicky, nýbrž v imobilizované podobě ve formě elektronických záznamů na účtech cenných papírů.<sup>502</sup>

Regulovaným trhem BCPP je hlavní trh a volný trh, přičemž hlavní trh je zároveň trhem oficiálním. Vedle toho existuje ještě trh MTF (mnohostranný obchodní systém). Na hlavním i volném trhu burzy se obchoduje s vydanými cennými papíry, jež jsou převoditelné bez omezení a zcela splacené; cenný papír, který je přijat k obchodování na hlavním či volném trhu, je kótovaný cenný papír.<sup>503</sup> Investiční nástroje, včetně zaknihovaných cenných papírů, nesmí být předmětem obchodu po dobu existence zástavního práva k nim, nejedná-li se o realizaci zástavního práva.<sup>504</sup>

Burzovním obchodem je obchod uzavřený na regulovaném trhu na základě uzavřené smlouvy o koupi a prodeji investičního nástroje na regulovaném trhu, na jejíchž podstatných náležitostech se strany dohodly prostřednictvím automatizovaného obchodního systému (AOS),<sup>505</sup> nebo která byla uzavřena mimo automatizovaný obchodní systém a následně zahrnuta mezi smlouvy uzavřené prostřednictvím automatizovaného systému.<sup>506</sup> V rámci obchodního systému burzy jsou realizovány obchody v systému pro podporu trhu akcií a dluhopisů

---

<sup>501</sup> Čl. 1, odst. 1, Část I. burzovních pravidel.

<sup>502</sup> Čl. 1, odst. 1 a čl. 2, odst. 1, písm. t), Část I. burzovních pravidel. Posléze uvedené ustanovení definuje Dodání listinného cenného papíru jako zápis o převodu cenného papíru na majetkovém účtu člena burzy ve vypořádacím systému.

<sup>503</sup> Čl. 1, odst. 2 Část III. burzovních pravidel a čl. 1, odst. 2, Část V. burzovních pravidel.

<sup>504</sup> Čl. 4, odst. 3, Část I. burzovních pravidel.

<sup>505</sup> Automatizovaný obchodní systém je soubor zařízení, která umožňují uzavírání, registraci a vypořádání obchodů, elektronické zpracování dat, a programové vybavení těchto zařízení. Součástí AOS je obchodní systém a systém pro vypořádání. Obchodním systémem se rozumí souhrn hardwarových, softwarových, komunikačních a organizačních prostředků, které slouží k zajištění obchodování (sběr objednávek/instrukcí, jejich párování, rozesílání informací členům burzy) k předání uzavřených nebo registrovaných obchodů do vypořádacího systému (čl. 2, odst. 1, písm. c), Část I. burzovních pravidel).

<sup>506</sup> Čl. 5, odst. 5, Část V. burzovních pravidel.



(SPAD) a automatické obchody; mimo tento systém pak blokové obchody a obchody s účastí jednoho specialisty.<sup>507</sup>

V systému pro podporu trhu akcií a dluhopisů se provádí obchody s určitými emisemi prostřednictvím tvůrců trhu.<sup>508</sup> Člen burzy vkládá instrukci<sup>509</sup> do systému AOS prostřednictvím komunikačního systému burzy v souladu s časovým harmonogramem burzovního dne,<sup>510</sup> přičemž tato objednávka je přijata v okamžiku jejího zápisu do evidence objednávek/instrukcí AOS.<sup>511</sup> Nespárovanou instrukci lze změnit nebo zrušit na základě nové instrukce člena burzy ke změně nebo zrušení instrukce kdykoliv do doby jejího spárování s instrukcí protistrany;<sup>512</sup> spárovanou instrukci již zrušit nelze.<sup>513</sup> Okamžikem spárování instrukcí v AOS je obchod uzavřen,<sup>514</sup> přičemž v den uzavření je předán vypořádacímu systému k vypořádání, kde je vypořádán podle stanovených parametrů pro termín vypořádání.<sup>515</sup>

Automatické obchodování v rámci BCPP může probíhat buď v aukčním režimu či kontinuálním režimu;<sup>516</sup> RM-systém používá režim průběžné aukce.<sup>517</sup> V rámci

---

<sup>507</sup> Tzv. obchody s účastí specialisty, které jsou určeny pro obchodování produktů, u kterých není možné zajistit dostatečný počet tvůrců trhu pro obchodování v režimu SPAD, přičemž tento způsob obchodování je v současné době určen výhradně pro obchodování s investičními certifikáty a warranty (Ročenka BCPP 2011, str. 5).

<sup>508</sup> Cenný papír může být obchodován ve SPAD pouze v případě, že k jeho kotaci jsou stanoveni nejméně tři tvůrci trhu, není-li dále uvedeno jinak. (Čl. 14, odst. 3, Část XI. Burzovních pravidel).

<sup>509</sup> Instrukcí se rozumí příkaz člena burzy k nákupu nebo prodeji předmětu obchodu, ve kterém člen burzy vkládající tento příkaz identifikuje protistranu obchodu (čl. 2, odst. 1, písm. (i), Část I. Burzovních pravidel).

<sup>510</sup> Čl. 6, odst. 1, Část XI. burzovních pravidel.

<sup>511</sup> Čl. 10, odst. 2, Část II. burzovních pravidel.

<sup>512</sup> Čl. 8, odst. 1, Část XI. burzovních pravidel.

<sup>513</sup> Čl. 8, odst. 8, Část XI. burzovních pravidel.

<sup>514</sup> Čl. 9, odst. 4, Část XI. burzovních pravidel.

<sup>515</sup> Čl. 15, odst. 3 a 4, Část XI. burzovních pravidel.

<sup>516</sup> Čl. 2, odst. 4, Část VII burzovních pravidel; čl. 4 an. (aukční režim), čl. 9 an. (kontinuální režim) téže části burzovních pravidel).

<sup>517</sup> „Aukce obsahuje dvě fáze: „Ranní otevírací fázi“ sloužící k párování dosud neuspokojených pokynů z předchozích dnů a pokynů, které byly zadány do systému v předchozím obchodním dnu a „Denní on-line fázi“ zabezpečující zpracování pokynů, které nebyly uspokojeny v ranní fázi a on-line pokynů z rychlých podatelen, on-line stanic zvláštních zákazníků nebo prostřednictvím internetu. Nově podaný pokyn vyvolává bezprostředně nové aukční kolo pro daný cenný papír“ (Musílek, P.: Trhy cenných papírů, EKOPRESS, 2002, str. 60).

automatických obchodů na BCPP dochází k uzavírání burzovních obchodů na základě objednávek k nákupu a prodeji cenných papírů<sup>518</sup> průběžně vkládaných a zpracovávaných v automatickém elektronicky vedeném obchodním systému (AOS).<sup>519</sup> Obchodování v aukčním režimu je založeno na zpracování objednávek k nákupu a prodeji cenných papírů soustředěných k jednomu časovému okamžiku, jehož výsledkem je stanovení aukční ceny pro danou emisi cenných papírů;<sup>520</sup> v kontinuálním režimu dochází k přijímání a zpracování objednávek, přičemž dochází k uzavírání obchodů na základě průběžného párování objednávek k nákupu a prodeji cenných papírů.<sup>521</sup> Při zpracování objednávek v rámci aukčního režimu se uplatňuje princip poměrného krácení objednávek a v rámci kontinuálního režimu princip cenové a následně časové priority.<sup>522</sup> Spárované objednávky nelze rušit ani měnit údaje v nich uvedené, s výjimkou situace, kdy je nutno zajistit řádné vypořádání,<sup>523</sup> přičemž tato možnost trvá až do okamžiku řádného vypořádání obchodu.<sup>524</sup>

Blokový obchod je obchod uzavřený mezi členy burzy;<sup>525</sup> blokové obchody lze uzavírat rovněž v RM-Systému.<sup>526</sup> Tento obchod je uzavřen v okamžiku dohody na podstatných náležitostech obchodu, kterými jsou název investičního cenného papíru, počet kusů cenných papírů a cena za jeden cenný papír nebo objem obchodu.<sup>527</sup> Uzavřený blokový obchod je poté registrován v okamžiku, kdy na základě zpracování dojde k promítnutí spárovaných instrukcí do automatického

<sup>518</sup> Objednávkou se rozumí příkaz člena burzy k nákupu nebo prodeji předmětu obchodu, který člen burzy vkládá stanoveným způsobem bez identifikace protistrany obchodu (Čl. 2, odst. 1, písm. (h), Část I. Burzovních pravidel.

<sup>519</sup> Čl. 2, odst. 1, Část VII. burzovních pravidel.

<sup>520</sup> Čl. 4, odst. 1, Část VII. burzovních pravidel.

<sup>521</sup> Čl. 9, Část VII. burzovních pravidel.

<sup>522</sup> Čl. 2, odst. 6, Část VII. burzovních pravidel.

<sup>523</sup> Rovněž s výjimkou situace, kdy člen burzy v objednávce uvedl nesprávné údaje týkající se účtu, na který/z kterého mají být koupené/prodané cenné papíry převedeny.

<sup>524</sup> Čl. 3, odst. 4, Část VII. burzovních pravidel.

<sup>525</sup> Čl. 2, odst. 1, Část X.A burzovních pravidel; blokové obchody mohou členové burzy uzavírat i s nečleny burzy, tj. osobami, jež nemají přístup do AOS burzy v souladu s pravidly uvedenými v části X. B burzovních pravidel.

<sup>526</sup> V RM-Systému lze rovněž realizovat přímé obchody mezi dvěma předem dohodnutými stranami. (Mušilek, P.: op. cit. pozn. 517, str. 60).

<sup>527</sup> Čl. 3, odst. 1, Část X.A burzovních pravidel.

obchodního systému (AOS).<sup>528</sup> Nespárovanou instrukci lze změnit nebo zrušit na základě nové instrukce člena burzy ke změně nebo zrušení instrukce kdykoliv do doby jejího spárování s instrukcí protistrany.<sup>529</sup> Vypořádání blokového obchodu se provádí mimo vypořádání ostatních obchodů, avšak v rámci vypořádacího systému, kam je obchod předán v den registrace.<sup>530</sup>

Obchod uzavřený na regulovaném trhu podle pravidel obchodování na regulovaném trhu organizátor regulovaného trhu nezruší.<sup>531</sup> Omyl v pokynu při uzavření obchodu na regulovaném trhu nezakládá jeho neplatnost.<sup>532</sup>

Jedním z organizačních požadavků na organizátora regulovaného trhu je zavedení opatření umožňující řádné a včasné vypořádání provedených obchodů.<sup>533</sup> Organizátor musí umožnit účastníkům zvolit pro vypořádání obchodů s investičními nástroji uzavřenými na tomto trhu systém vypořádání, pokud existuje mezi regulovaným trhem a daným systémem vypořádání takové spojení, které umožní řádné a včasné vypořádání obchodů s cennými papíry.<sup>534</sup> V tuto chvíli je jediným subjektem vypořádávajícím obchody na BCPP centrální depozitář, který provozuje příslušný systém vypořádání<sup>535</sup> a stanoví pravidla

---

<sup>528</sup> Čl. 3, odst. 2, Část X.A burzovních pravidel.

<sup>529</sup> Čl. 6, odst. 1, Část X.A burzovních pravidel; obě strany obchodu se mohou dohodnout na zrušení spárované instrukce, která byla chybně vložena obsluhou na straně člena burzy. Rušení spárovaných instrukcí je možné provést pouze v průběhu burzovního dne, ve kterém byly zaregistrovány. Údaje o zrušeném obchodu nejsou předány vypořádacímu systému. (čl. 6, odst. 6 Část X.A burzovních pravidel).

<sup>530</sup> Čl. 7, odst. 1 až 3 Část X.A burzovních pravidel.

<sup>531</sup> Tím není dotčeno právo členů burzy, aby se obě dvě strany burzovního obchodu v souladu s příslušnými částmi burzovních pravidel upravující jednotlivé druhy obchodování na burze domluvily na zrušení burzovního obchodu a požádaly burzu o provedení odpovídajícího výmazu z evidence uzavřených burzovních obchodů. Burza po splnění náležitostí žádosti obou stran obchodu- členů burzy příslušný výmaz provede. (čl. 25, Část V burzovních pravidel).

<sup>532</sup> § 58 ZPKT.

<sup>533</sup> § 48, odst. 1, písm. e) ZPKT.

<sup>534</sup> § 51, odst. 1 ZPKT. Využívání jiného vypořádacího systému, než který je obvyklý pro příslušný regulovaný trh (§ 51, odst. 2 ZPKT).

<sup>535</sup> § 82, odst. 1 ZPKT: Vypořádacím systémem s neodvolatelností vypořádání je systém, a) který má alespoň 3 účastníky uvedené v § 84 odst. 1 písm. a) až g), b) který provádí vypořádání [§ 83 písm. a)] na základě stanovených pravidel, c) jehož účastníci, z nichž alespoň jeden má sídlo nebo ústředí v České republice, se dohodli, že právní vztahy mezi nimi se při provádění vypořádání řídí českým právem, a d) jehož existenci Česká národní banka oznámila Evropskému orgánu pro cenné papíry a trhy podle § 90g odst. 1

tohoto systému;<sup>536</sup> vypořádání obchodů v RM-systému zajišťuje organizátor tohoto trhu, RM-systém, česká burza cenných papírů a.s.<sup>537</sup>

Účast ve vypořádacím systému BCPP vzniká podpisem smlouvy o účastnictví, čímž způsobilý účastník<sup>538</sup> dává souhlas s tím, že všechny vztahy vyplývající z účasti ve vypořádacím systému se řídí českým právem.<sup>539</sup> Cyklus vypořádání, jenž obnáší zpracování převodů cenných papírů a zúčtování převodů investičních nástrojů,<sup>540</sup> přičemž převodem se rozumí příkaz ke změně stavu na majetkovém účtu, na kterém jsou cenné papíry vedeny, proti převodu peněz nebo bez převodu peněz.<sup>541</sup> Vypořádání příkazu představuje realizaci smlouvy o koupi cenných

---

nebo 2; odst. 2: Zahraničním vypořádacím systémem s neodvolatelností vypořádání je vypořádací systém, jehož existenci oznámil Evropskému orgánu pro cenné papíry a trhy příslušný orgán jiného členského státu podle předpisu Evropské unie upravujícího neodvolatelnost zúčtování v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry. Odst. 3: Vypořádací systém s neodvolatelností vypořádání a účast v tomto systému se zakládají smlouvou; čl. 2, odst. 1, písm. q) Části I. burzovních pravidel: „vypořádáním obchodu“ dodání/odebrání předmětu obchodu a zúčtování (peněžní vyrovnání) na základě uzavřeného obchodu, provedené v souladu s pravidly provozovatele vypořádacího systému; Čl. 2, odst. 27 Pravidel systému vypořádání: Systém vypořádání – souhrn hardwarových, softwarových, komunikačních a organizačních prostředků, které slouží k zajištění spárování příkazů k vypořádání obchodů a transakcí s cennými papíry, k vypořádání převodů a k zajištění souvisejících činností.

<sup>536</sup> § 85, odst. 1 ZPKT; „V odstavci 1 byla oproti původní koncepci, kdy pravidla systému tvořily součást smluvních ujednání mezi účastníky a jejich jakákoliv změna znamenala změnu všech smluv mezi účastníky, zvolena jiná, uživatelsky jednodušší koncepce reflektující skutečnost, že je to provozovatel systému, kdo tato pravidla vytváří, podle potřeby mění a kontroluje jejich dodržování, neboť z povahy věci by jinak těžko mohl jakýkoliv systém efektivně fungovat.“ (Důvodová zpráva k zákonu č. 139/2011 Sb., str. 113).

<sup>537</sup> RM-systém, česká burza cenných papírů a.s., Výroční zpráva za rok 2011, str. 4.

<sup>538</sup> Účastníkem vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání může být pouze a) banka, b) spořitelní a úvěrní družstvo, c) obchodník s cennými papíry, d) zahraniční osoba, jejíž předmět podnikání odpovídá činnosti některé z osob uvedených v písmenech a) až c), e) právnická osoba veřejného práva nebo právnická osoba, za jejíž veškeré závazky ručí osoba veřejného práva, f) Česká národní banka, zahraniční centrální banka nebo Evropská centrální banka, g) právnická osoba se zvláštním postavením, která je vyňata z působnosti předpisu Evropské unie upravujícího přístup k činnosti úvěrových institucí a její výkon, h) provozovatel vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání (§ 90), i) ústřední protistrana, j) zúčtovatel, k) clearingová instituce, l) osoba, která vykonává obdobnou činnost jako některá z osob uvedených v písmenech h) až k) v platebním systému s neodvolatelností zúčtování, v zahraničním vypořádacím systému s neodvolatelností vypořádání nebo zahraničním platebním systému s neodvolatelností zúčtování, nebo m) osoba neuvedená v písmenech a) až l), u které je to vhodné s ohledem na míru systémového rizika vyplývajícího z rozsahu její činnosti (§ 84, odst. 1 ZPKT).

<sup>539</sup> Čl. 3, odst. 2 a 3 Pravidel systému vypořádání.

<sup>540</sup> Čl. 2, odst. 6 Pravidel systému vypořádání.

<sup>541</sup> Čl. 2, odst. 25 Pravidel systému vypořádání.

papírů, k jejímuž uzavření došlo v rámci uzavření burzovního obchodu. Splnění povinností obou stran z této smlouvy zajišťuje provozovatel vypořádacího systému BCPP, tzn. centrální depozitář. Centrální depozitář ovšem na sebe nebere roli centrální protistrany, díky čemuž není přímo vystaven kreditnímu riziku účastníků vypořádání. Realizaci vypořádání však provádí v souladu se zásadou neodvolatelnosti vypořádání a zásadou dodání oproti zaplacení (DVP).<sup>542</sup>

Do systému vypořádání vkládá spárované příkazy k vypořádání uzavřených obchodů burza či jiný regulovaný trh nebo mnohostranný obchodní systém nebo účastníci samotní,<sup>543</sup> přičemž provozovatel systému vypořádání, tj. centrální depozitář, dále dává příkazy k registraci změny majitele investičních nástrojů v příslušné evidenci investičních nástrojů a, nejde-li se o tzv. bezplatné převody,<sup>544</sup> rovněž k převodům peněžních prostředků na účtech členů burzy<sup>545</sup> v Zúčtovacím centru České národní banky.<sup>546</sup>

Co se týče dodání zaknihovaných cenných papírů, před uskutečněním jejich převodu verifikuje centrální depozitář, že na příslušném účtu je dostatečný zůstatek cenných papírů k uskutečnění převodu (tzv. validace).<sup>547</sup> Není-li zůstatek dostatečný, dojde k pozastavení převodu;<sup>548</sup> takový převod může být vypořádán

---

<sup>542</sup> Čl. 8, odst. 4 Pravidel systému vypořádání.

<sup>543</sup> Čl. 9, odst. 1 Pravidel systému vypořádání, odst. 2: Příkazy k vypořádání jsou do systému vypořádání předávány prostřednictvím datové komunikace nebo jinou formou na základě zvláštní smlouvy.

<sup>544</sup> V ang.: „*Delivery free of payment*“ (zkráceně DFP).

<sup>545</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. r) části I. burzovních pravidel. Centrální depozitář provádí vypořádání ve vypořádacích cyklech, kdy se každý cyklus skládá ze vzájemně propojených převodů cenných papírů z majetkového účtu prodávajícího účastníka na účet nakupujícího účastníka a v případě vypořádacích cyklů s penězi rovněž převodem peněžních prostředků od zúčtovací banky nakupujícího účastníka na účet zúčtovací banky prodávajícího účastníka v zúčtovacím centru nebo u vybrané banky – účastníka (čl. 11, odst. 3 Pravidel vypořádacího systému).

<sup>546</sup> Čl. 2, odst. 32 Pravidel systému vypořádání: Zúčtovací centrum – technický systém pro mezibankovní platební styk ČNB v tuzemské měně: „*ČNB vede každému přímému účastníkovi pro účely vypořádání jeho mezibankovních plateb účet v českých korunách (účet mezibankovního platebního styku). ČNB provádí příkazy k převedení finančních prostředků z účtů mezibankovního platebního styku na základě instrukcí účastníků.*“ ([http://www.cnb.cz/cs/platebni\\_styk/certis/certis\\_popis.html#bod05](http://www.cnb.cz/cs/platebni_styk/certis/certis_popis.html#bod05)).

<sup>547</sup> Validace cenných papírů – vyhrazení cenných papírů na majetkových účtech pro proces vypořádání (uvedení cenných papírů „*na cestu*“) (čl. 2, odst. 30 Pravidel systému vypořádání).

<sup>548</sup> Čl. 15 a čl. 11 odst. 14 Pravidel systému vypořádání.

v dodatečné lhůtě.<sup>549</sup> Rovněž RM-Systém používá mechanismu předobchodní validace obchodů s cennými papíry, byť ne zcela identického charakteru,<sup>550</sup> přičemž cenné papíry obchodované v rámci RM-Systému jsou evidovány buď v centrálním depozitáři či v rámci samostatné evidence vedené společností RM-systém, česká burza cenných papírů a.s.<sup>551</sup>

Pokud v důsledku nedostatku cenných papírů na majetkových účtech v evidenci centrálního depozitáře nebo odmítnutí zápisu převodu cenných papírů v jiné obdobné evidenci nebo nedostatku peněžních prostředků u kupujícího účastníka nebo odmítnutí převodu peněžních prostředků v Zúčtovacím centru ČNB, dojde v rámci automatického obchodu uzavřeného v rámci SPAD k pozastavení vypořádání, musí selhavší účastník odstranit důvod pozastavení či eventuelně požádat centrální depozitář o dovypořádání obchodu.<sup>552</sup> Pokud účastník zavíní, že po uplynutí dodatečné lhůty pro vypořádání nebude vypořádání úspěšně provedeno, centrální depozitář zruší vypořádání převodu.<sup>553</sup> Poté, co dojde ke zrušení vypořádání obchodu, centrální depozitář zorganizuje ze své iniciativy náhradní obchod a provede vyrovnaní obchodu. K vyrovnaní obchodu jsou použity prostředky z Garančního fondu burzy.<sup>554</sup>

---

<sup>549</sup> Čl. 20, odst. 1 Pravidel systému vypořádání: Dodatečná lhůta pro vypořádání obchodu je počet účetních dnů následujících po dni vypořádání uvedeném v převodu, ve které může být převod, jehož vypořádání bylo pozastaveno, dodatečně vypořádán. Počet dnů dodatečné lhůty je určen v příslušné hlavě zvláštní části těchto pravidel. Odst. 2: Dodatečná lhůta pro vypořádání pozastaveného převodu cenných papírů se prodlužuje o dobu pozastavení práva nakládat s emisí cenného papíru v centrálním depozitáři.

<sup>550</sup> RM-Systém používá unikátní systém předobchodní validace kupujícího a prodávajícího. Kupující musí disponovat dostatečnými prostředky na „*jumbo účtu*“, vedeného u ČSOB. Naopak prodávající musí disponovat cennými papíry ve Středisku cenných papírů [dnes v centrálním depozitáři], které zabezpečuje jejich blokaci. Pouze ty pokyny, které splní podmínky předobchodní validace, mohou být zařazeny do aukčního kola. Jestliže je realizován obchod, jsou bezprostředně převáděny cenné papíry a peněžní prostředky (T+0). (Musílek, P.: op. cit. pozn. č 517, str. 60).

<sup>551</sup> RM-systém, česká burza cenných papírů a.s., Výroční zpráva za rok 2011, str. 4.

<sup>552</sup> V případě, že v průběhu této lhůty dojde k pozastavení výkonu práva nakládat s cennými papíry emise, centrální depozitář tuto lhůtu o příslušný počet dnů prodlouží (čl. 25, odst. 1 Pravidel systému vypořádání).

<sup>553</sup> Čl. 25, odst. 4 Pravidel systému vypořádání. Centrální depozitář rovněž zruší vypořádání převodů uzavřených a dosud nevypořádaných obchodů účastníka na základě rozhodnutí generálního ředitele burzy, pokud účastník vypořádacího systému nezaplatí příspěvek do Garančního fondu burzy (čl. 25, odst. 5 Pravidel systému vypořádání).

<sup>554</sup> Čl. 25, odst. 2 Pravidel systému vypořádání.

U blokového obchodu, na nějž se nevztahují garance vypořádání Garančního fondu burzy, nemusí v případě selhání některé ze stran k vypořádání dojít vůbec. V případě, že z důvodu nedostatku cenných papírů na majetkovém účtu prodávajícího účastníka nebo nedostatku peněžních prostředků u kupujícího účastníka dojde k pozastavení vypořádání obchodu, mohou účastníci v dodatečně lhůtě požádat centrální depozitář o náhradní vypořádání obchodu. Pokud se tak nestane, neprovede centrální depozitář vypořádání daného obchodu a převod zapíše do historické evidence. Účastníci mohou písemně centrální depozitář požádat o vypořádání převodu z historické evidence. O vypořádání musí žádat oba účastníci obchodu.<sup>555</sup>

Naopak je-li validace úspěšná, stává se příkaz k vypořádání neodvolatelný<sup>556</sup> a daný obchod musí být vypořádán za každých okolností.<sup>557</sup> Vypořádání obchodů<sup>558</sup> se provádí v závislosti na formě obchodu ve stanovený den následující po burzovním dni, kdy došlo k uzavření obchodu,<sup>559</sup> na základě tzv. závěrkového listu, který obsahuje všechny obchody, které tento člen burzy v daný burzovní den uzavřel a je podkladem pro vypořádání obchodů člena burzy.<sup>560</sup> Vypořádání je

---

<sup>555</sup> Čl. 32 Pravidel systému vypořádání.

<sup>556</sup> Ve smyslu čl. 3 a 5 směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování) (přejatých do § 88 ZPKT).

<sup>557</sup> Čl. 10, odst. 1 Pravidel systému vypořádání : Příkaz k vypořádání se považuje za přijatý do systému vypořádání od okamžiku, kdy centrální depozitář zahájil vypořádání validací cenných papírů určených k vypořádání. Odst. 2: Účastník nebo třetí osoba nesmějí příkaz k vypořádání jednostranně odvolat od okamžiku jeho přijetí do systému vypořádání. Odst. 3: Zahájením vypořádání centrální depozitář nese odpovědnost za zabezpečení systému vypořádání proti jakémukoliv pokusu jednostranně odvolat příkaz k vypořádání. Příkaz, kterým by bylo možné jednostranně odvolat příkaz k vypořádání, nebude systémem vypořádání přijat.

<sup>558</sup> Pro účely tohoto zákona se rozumí a) vypořádáním 1. započtení vzájemných pohledávek z obchodů s investičními nástroji, nebo 2. splnění vzájemných dluhů z obchodů s investičními nástroji převodem investičních nástrojů nebo peněžních prostředků (§ 83 ZPKT).

<sup>559</sup> Čl. 20, odst. 2, část III burzovních pravidel. Časové vymezení jednotlivých cyklů (ranní, dopolední, odpolední DVP a odpolední DFP) a možnost zúčtování obchodů a transakcí s penězi nebo bez peněz v jednotlivých vypořádacích cyklech jsou určeny časovým harmonogramem vypořádání (čl. 2, odst. 6, věta první Pravidel systému vypořádání).

<sup>560</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. p) Části I. burzovních pravidel.

ukončeno záúčtováním převodu cenných papírů z majetkových účtů převodců na majetkové účty nabyvatelů v souladu s časovým harmonogramem.<sup>561</sup>

Pokud jde o dodání protihodnoty v podobě peněžních prostředků v rámci záúčtování,<sup>562</sup> toto záúčtování je prováděno platebním systémem<sup>563</sup> s neodvolatelností záúčtování<sup>564</sup> podle pravidel tohoto systému:<sup>565</sup> účastník

---

<sup>561</sup> Čl. 13, odst. 1 Pravidel systému vypořádání.

<sup>562</sup> Pro účely tohoto zákona se rozumí a) záúčtováním 1. započtení vzájemných peněžitých pohledávek, nebo 2. splnění vzájemných peněžitých dluhů převodem peněžních prostředků, b) příkazem k záúčtování pokyn účastníka platebního systému s neodvolatelností záúčtování nebo účastníka či provozovatele systému propojeného podle § 69, na jehož základě má být v souladu s pravidly platebního systému s neodvolatelností záúčtování (dále jen „pravidla systému“) provedeno záúčtování (§ 63 ZPKT).

<sup>563</sup> § 62, odst. 1 ZPKT: Platební systém s neodvolatelností záúčtování je systém, a) který má alespoň 3 účastníky uvedené v § 64 odst. 1 písm. a) až h), b) který provádí záúčtování [§ 63 písm. a)] na základě stanovených pravidel, c) jehož účastníci, z nichž alespoň jeden má sídlo a skutečné sídlo v České republice, se dohodnou, že právní vztahy mezi nimi se při provádění záúčtování řídí českým právem, a d) jehož existenci Česká národní banka oznámila Evropské komisi podle § 73f odst. 1 nebo 2. Odst. 2: Zahraničním platebním systémem s neodvolatelností záúčtování je platební systém, jehož existenci oznámil Evropské komisi příslušný orgán jiného členského státu podle předpisu Evropské unie upravujícího neodvolatelnost záúčtování v platebních systémech. Odst. 3: Platební systém s neodvolatelností záúčtování a účast v tomto systému se zakládají smlouvou. „Platební systém je z právního hlediska soukromoprávním vztahem založeným smlouvou. Zakládací smlouva nemusí být totožná a zpravidla ani není s přístupovými smlouvami, které s provozovatelem systému později uzavírají noví účastníci. Systémy, které již vznikly i jiným způsobem, než na základě smlouvy, pak budou na základě přechodných ustanovení považovány za systémy s neodvolatelností záúčtování i nadále. Nicméně do budoucna je žádoucí, aby k zakládání těchto systémů docházelo na základě soukromoprávní iniciativy relevantních subjektů“ (Důvodová zpráva k zákonu 139/2011 Sb., str. 98-99).

<sup>564</sup> § 68, odst. 1 ZPKT: Od okamžiku stanoveného v pravidlech systému nelze příkaz k záúčtování jednostranně odvolat. Odst. 2: Rozhodnutí o úpadku nebo rozhodnutí či jiný zásah orgánu veřejné moci směřující k zastavení nebo omezení záúčtování, k vyloučení nebo omezení použití peněžních prostředků na účtu, na němž se provádí záúčtování, nebo k vyloučení nebo omezení uplatnění práva na uspokojení ze zajištění nemají vliv na a) platnost, účinnost či vymahatelnost příkazu k záúčtování, jestliže byl tento příkaz přijat platebním systémem s neodvolatelností záúčtování před vydáním tohoto rozhodnutí nebo před provedením tohoto zásahu, b) možnost použít peněžní prostředky na účtu účastníka platebního systému s neodvolatelností záúčtování, na němž se provádí záúčtování, ke splnění závazků, které mu vznikly v platebním systému s neodvolatelností záúčtování nebo v systému propojeném podle § 69, jestliže peněžní prostředky jsou takto použity během provozního dne, v jehož průběhu došlo k vydání tohoto rozhodnutí nebo k provedení tohoto zásahu, a c) platnost, účinnost či vymahatelnost práva na uspokojení ze zajištění poskytnuté účastníkovi nebo provozovateli platebního systému s neodvolatelností záúčtování nebo systému propojeného podle § 69. Odst. 3: K vyloučení účinků rozhodnutí o úpadku nebo rozhodnutí či jiného zásahu orgánu veřejné moci podle odstavce 2 písm. a) dojde i v případě, že byl příkaz k záúčtování přijat platebním systémem s neodvolatelností záúčtování po vydání tohoto rozhodnutí nebo po provedení tohoto zásahu, jestliže a) záúčtování je provedeno během provozního dne, v jehož průběhu došlo k vydání tohoto rozhodnutí nebo k provedení tohoto zásahu, a b) provozovateli platebního systému s neodvolatelností



vypořádacího systému,<sup>566</sup> který není zúčtovací bankou, má povinnost mít smluvně zajištěno peněžní zúčtování obchodů s investičními nástroji prostřednictvím některé ze zúčtovacích bank.<sup>567</sup> Výše zůstatku na peněžním účtu u zúčtovací

---

zúčtování nebylo k okamžiku, kdy se příkaz k zúčtování stal neodvolatelným podle odstavce 1, vydání tohoto rozhodnutí nebo provedení tohoto zásahu oznámeno ani mu nebylo ani nemělo být jinak známo; skutečnost, že rozhodnutí o úpadku bylo zveřejněno v insolvenčním rejstříku, sama o sobě neznámá, že toto rozhodnutí bylo provozovateli platebního systému s neodvolatelností zúčtování známo nebo mu mělo být známo. Odst. 4: Rozhodnutí o úpadku nebo rozhodnutí anebo jiný zásah orgánu veřejné moci podle odstavce 2 nemá zpětné účinky na práva a povinnosti, které vznikly v platebním systému s neodvolatelností zúčtování nebo v systému propojeném podle § 69 před vydáním tohoto rozhodnutí nebo před provedením tohoto zásahu. „Okamžik přijetí příkazu systémem (v anglickém znění možná výstižněji „moment of entry“, tedy spíše okamžik vstupu příkazu do systému), je okamžik, od kterého nelze technicky příkaz již ze systému „vytáhnout“, aniž by se narušil samotný proces zúčtování. Jinými slovy řečeno, po okamžiku přijetí musí být příkaz k zúčtování proveden bez ohledu na cokoliv, aby vůbec mohlo zúčtování řádně a bezpečně fungovat. Tato ochrana je zcela zásadní u clearingových systémů provádějících multilaterální netting, neboť po výpočtu čistých pozic je už původní příkaz těžko „dohledatelný“. Na druhou stranu by měl po vydání výše zmíněných rozhodnutí či zásazích orgánů veřejné moci provozovatel systému příkazy k zúčtování insolventního účastníka vyjmout a neměl by dopustit jejich přijetí systémem. Nově je chráněno zúčtování i v případě, že je systém propojen s jiným systémem a provádí na základě smlouvy o propojení i příkazy účastníků (a provozovatele) z propojeného systému“ (Důvodová zpráva k zákonu 139/2011 Sb., str. 101-102).

565 § 65, odst. 1: Provozovatel platebního systému s neodvolatelností zúčtování stanoví pravidla systému. § 66, odst. 1 ZPKT: Provozovatel a účastníci platebního systému s neodvolatelností zúčtování dodržují pravidla systému. „Oproti původní koncepci, kdy pravidla systému tvořila součást smluvních ujednání mezi účastníky a jejich jakákoliv změna znamenala změnu všech smluv mezi účastníky, zvolena jiná, uživatelsky jednodušší koncepce reflektující skutečnost, že je to provozovatel systému, kdo tato pravidla vytváří, podle potřeby mění a kontroluje jejich dodržování, neboť z povahy věci by jinak těžko mohl jakýkoliv systém efektivně fungovat. Směrnice samotná stanoví pouze požadavek, aby zúčtování probíhalo podle daných pravidel a příslušný orgán členského státu se přesvědčil před nahlášením daného systému Evropské komisi, že pravidla jsou adekvátní. Směrnice již neříká nic o tom, jakým způsobem tato pravidla mají být stanovena či měněna. Ve své podstatě jde totiž o soukromoprávní vztahy mezi účastníky systému“ (Důvodová zpráva k zákonu 139/2011 Sb., str. 100-101).

566 § 64, odst. 1 ZPKT: Účastníkem platebního systému s neodvolatelností zúčtování může být pouze a) banka, b) zahraniční banka, c) spořitelní a úvěrní družstvo, d) obchodník s cennými papíry, e) zahraniční osoba oprávněná poskytovat hlavní investiční služby, f) právnická osoba veřejného práva nebo právnická osoba, za jejíž veškeré závazky ručí osoba veřejného práva, g) Česká národní banka, zahraniční centrální banka nebo Evropská centrální banka, h) právnická osoba se zvláštním postavením, která je vyňata z působnosti předpisu Evropské unie upravujícího přístup k činnosti úvěrových institucí a její výkon, i) provozovatel platebního systému s neodvolatelností zúčtování (§ 70), j) ústřední protistrana, k) zúčtovatel, l) clearingová instituce a m) ten, kdo vykonává obdobnou činnost jako některá z osob uvedených v písmenech i) až l) ve vypořádacím systému s neodvolatelností vypořádání, v zahraničním platebním systému s neodvolatelností zúčtování nebo v zahraničním vypořádacím systému s neodvolatelností vypořádání.

567 Čl. 4, odst. 1 Pravidel systému vypořádání. Zúčtovací banka je bankovní účastník, který se podílí na zúčtování obchodů a transakcí pro sebe nebo jiného účastníka prostřednictvím zúčtovacího centra. Prostřednictvím dokumentu, jehož vzor je přílohou těchto pravidel

banky je denně kontrolována, tak aby bylo možno zavčas odhalit zhoršenou finanční situaci účastníka a upozornit centrální depozitář na možné budoucí neplnění platebních povinností.<sup>568</sup> Centrální depozitář zadává na základě smlouvy s ČNB vlastním jménem na účet účastníka jako třetí strana příkazy k zúčtování peněžních prostředků Zúčtovacímu centru.<sup>569</sup> Peněžní vypořádání automatických obchodů je zajištěno agregací kreditních částek a debetních částek za každého účastníka vypořádání a převodem těchto částek ze zúčtovacích účtů bank na straně debetu ve prospěch zúčtovacích účtů bank na straně kreditu, přičemž za každý obchod je vystaven samostatný platební příkaz.<sup>570</sup>

Rovněž při zúčtování obchodů může nastat nedostatek peněžních prostředků u kupujícího účastníka z důvodů chybějících peněžních prostředků nebankovního účastníka na účtu u jeho zúčtovací banky, v důsledku čehož může dojít k nezaplacení částky za uzavřený obchod či transakci.<sup>571</sup> Nastane-li taková situace, má to vliv i na převod zaknihovaných cenných papírů, neboť tyto převody jsou podmíněné právě převodem peněžních prostředků opačným směrem. Při zjištění nedostatku peněžních prostředků se cenné papíry proto vrátí z technického podúčtu na účet prodávajícího;<sup>572</sup> je-li naopak zúčtování úspěšné, je ukončeno převzetím informací ze Zúčtovacího centra ČNB nebo od vybrané banky.<sup>573</sup>

Z výše uvedeného nástinu mechanismů uzavírání obchodů na regulovaném trhu a fungování zúčtování a vypořádání je evidentní, že tyto mechanismy se odlišují od

---

(Příloha č. 3), udělí zúčtovací banka souhlas k debetování jejího účtu na základě příkazů centrálního depozitáře k zúčtování peněžních prostředků vyplývajících z obchodů a transakcí s investičními nástroji prostřednictvím účtu zúčtovací banky v zúčtovacím centru, a to formou příkazů z třetí strany (čl. 6, odst. 1 a 2 Pravidel systému vypořádání).

<sup>568</sup> Čl. 8, odst. 1 Pravidel systému vypořádání.

<sup>569</sup> Čl. 12, odst. 1 Pravidel systému vypořádání.

<sup>570</sup> Čl. 22, odst. 5 Pravidel systému vypořádání.

<sup>571</sup> Čl. 17, odst. 1 a 2 Pravidel systému vypořádání.

<sup>572</sup> Neodvolatelnost příkazu k vypořádání je doplněna o zajištění vypořádání obchodů formou převodů na pomocných technických podúčtech. Tento postup zajistí, že převody cenných papírů i peněžních prostředků budou konečné, nevratné a podmíněné. Podmíněnost spočívá v neprovedení převodu peněz bez převodu cenných papírů a naopak. Převod peněz se bude týkat pouze těch cenných papírů, které jsou bez omezení k dispozici pro vypořádání. Při zjištění nedostatku peněžních prostředků se cenné papíry vrátí z technického podúčtu na účet prodávajícího (čl. 8, odst. 6 Pravidel systému vypořádání).

<sup>573</sup> Čl. 12, odst. 3 Pravidel systému vypořádání.

klasického způsobu uzavření a realizace práv z kupní smlouvy v obchodním zákoníku a zákonu o cenných papírech, které by se měly na tento vztah podle ustanovení odst. 1 § 13 zákona o cenných papírech alespoň subsidiárně použít. V důsledku toho prakticky nelze na kupní smlouvu uzavřenou formou burzovního obchodu a vypořádanou centrálním depozitářem aplikovat příslušná ustanovení obchodního zákoníku, zejména pak pravidla o dodání zboží, o dokladech vztahujících se ke zboží, množství jakosti, provedení a obalu zboží, odpovědnosti za vady,<sup>574</sup> a to ani za vady právní,<sup>575</sup> záruk za jakost, nabytí vlastnického práva, nebezpečí škody na zboží, uchování zboží atd.

Stejně tak zrušení smlouvy o koupi cenných papírů uzavřené prostřednictvím mechanismů regulovaného trhu pro nesplnění závazku nepřipadá v úvahu. Smlouvu o koupi cenných papírů uzavřenou jako burzovní obchod nelze zrušit pro podstatné porušení povinností, neboť dojde-li v rámci cyklu vypořádání k validaci budou v důsledku použití principu dodání oproti zaplacení (DVP) povinnosti obou stran splněny vzájemně a jakékoli jednostranné porušení povinností nemůže nastat. Nedojde-li k validaci v důsledku nedostatku cenných papírů či peněžních prostředků na účtu některé ze stran, a převod cenných papírů se v důsledku toho neuskuteční, nebude přesto možné, aby u obchodů založených na objednávce – tj. u automatických obchodů – , došlo k zániku smlouvy v důsledku odstoupení, neboť nebude možné identifikovat protistranu, které by oprávněná strana mohla doručit oznámení podle odst. 1 § 345 či projev vůle od smlouvy odstoupit podle odst. 1 § 349 obchodního zákoníku, protože objednávka neidentifikuje protistranu.<sup>576</sup> Naproti tomu překážka v podobě nemožnosti identifikace protistrany se nevyskytuje u obchodů založených na instrukci – tj. u blokových obchodů a u obchodů v rámci SPADu – , neboť instrukce protistranu

---

<sup>574</sup> Odpovědnost za vady ve smyslu odpovědnosti za faktické vady je u zaknihovaných cenných papírů z povahy je věci vyloučena.

<sup>575</sup> Vzhledem k tomu, že na burzovním trhu nelze převádět zastavené cenné papíry, nerealizuje-li se převodem zástavní právo samotné, není možné, aby nabyvatel nabyl prostřednictvím burzy cenný papír zatížený právní vadou v podobě na něm váznoucího zástavního práva (čl. 4, odst. 3, Část I. burzovních pravidel).

<sup>576</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. h), Část I. burzovních pravidel.

obchodu identifikuje.<sup>577</sup> Nicméně použití uvedených mechanismů obchodního zákoníku vedoucích ke zrušení uzavřených smluvních závazků je v realitě fungování trhu s cennými papíry jen velmi obtížně představitelné a z hlediska účelnosti zcela neefektivní.<sup>578</sup>

Protistraně dotčené pozdním vypořádáním kupní smlouvy uzavřené na regulovaném trhu či, jedná-li se o blokový obchod, jejím nevypořádáním, tak *de facto* zbydou v případě nerealizace uzavřeného obchodu pouze nároky na náhradu škody. Krom toho, jelikož v rámci systému DVP (dodání oproti zaplacení) nedojde k připsání cenných papírů na účet nabyvatele bez provedení simultánního platby, nemůže dojít ani k eventuelní anulaci zápisu na účtu cenných papírů v důsledku absence platby. Rovněž je z podstaty fungování regulovaného trhu vyloučeno dosažení nuceného připsání cenných papírů na účet potenciálního nabyvatele, jenž byl připraven svůj závazek splnit, tj. nabyvatel, jenž byl připraven za nabyté cenné papíry zaplatit, ale neobdržel od převodce předmětné cenné papíry na svůj účet. Alternativně lze argumentovat, že ustanovení obchodního zákoníku o odstoupení od smlouvy, souvisejícího vypořádání nesplněných nároků a o právech a povinnostech z kupní smlouvy, je „z povahy věci“<sup>579</sup> nahrazeno výše zmíněnou speciální úpravou burzovních pravidel a pravidel vypořádání centrálního depozitáře (zejména úpravou náhradních obchodů a zákazu zrušení již spárovaného obchodu),<sup>580</sup> která použití uvedených ustanovení obchodního zákoníku vylučuje.

---

<sup>577</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. i), Část I. burzovních pravidel.

<sup>578</sup> Identifikaci protistrany zajišťuje tzv. identifikátor, jenž je součástí příkazu k vypořádání; Účastník, který provádí vypořádání, ale nekládá příkaz k vypořádání, obdrží informaci o tom, že bude provádět vypořádání v tentýž den, kdy byl obchod registrován v obchodním systému burzy nebo ve vypořádacím systému centrálního depozitáře. Tento účastník je povinen doplnit nejpozději do okamžiku zahájení vypořádání do spárovaného příkazu k vypořádání typ účtu v centrálním depozitáři, identifikátor majitele účtu ze kterého/na který mají být cenné papíry převedeny a číslo účtu, ze kterého/na který mají být cenné papíry převedeny. Pokud tyto informace do spárovaného příkazu k vypořádání nedoplní, vypořádání obchodu je pozastaveno. Pokud informace nedoplní ani v průběhu dodatečné lhůty pro vypořádání, k vypořádání obchodu nebo transakce nedojde. (Čl. 11, odst. 5 Pravidel systému vypořádání).

<sup>579</sup> § 13, odst. 1 ZCP.

<sup>580</sup> Z výše uvedených argumentů poměrně evidentně vyplývá, že povaha obchodování s cennými papíry na kapitálovém trhu znemožňuje efektivní použití řady ustanovení

V konečném důsledku lze hodnotit právní úpravu v této oblasti jako vnitřně nekonzistentní a matoucí: na jednu stranu český právní řád předvídá použití ustanovení kupní smlouvy podle obchodního zákoníku (s použitím určitých ustanovení zákona o cenných papírech), na druhou stranu dispozitivní ustanovení této úpravy jsou v praxi zcela pohlcena podrobnější kogentní právní úpravou uvedenou v burzovních pravidlech a pravidlech systému vypořádání, takže žádné z dispozitivních ustanovení obchodního zákoníku nelze v reálné situaci účinně použít. Navíc chybí jasné vymezení vztahu speciálních ustanovení burzovního práva ohledně převodů cenných papírů k obecným ustanovením obchodního práva. Nový občanský zákoník na tomto závěru mnoho nemění, neboť – byť obsahuje samostatná ustanovení o zaknihovaných cenných papírech – použití „nepoužitelných“ ustanovení kupní smlouvy týkající se fyzicky existujícího zboží i na zaknihované cenné papíry lze dovozovat i z jeho ustanovení, znovu bez jasného vymezení vůči speciálním ustanovení burzovního práva.<sup>581</sup>

Přijmeme-li obecné tvrzení profesora Rogerse, že „*obecné pravidlo, které při použití na široké spektrum specifických transakcí, generuje znepokojivé výsledky, není příliš dobrým pravidlem*“<sup>582</sup> a aplikujeme-li ho na výše uvedená ustanovení obchodního zákoníku a zákona o cenných papírech (a *mutatis mutandis* i na řešení předvídané novým občanským zákoníkem), nelze dojít k jinému závěru, že existující i budoucí úprava úplatných převodů cenných papírů „*nejsou příliš dobrými pravidly*.“ Vzhledem k těmto defektům, jakož i ke specifčnosti a komplexitě prostředí, v němž jsou realizovány převody zaknihovaných cenných papírů v rámci tržních infrastruktur, je proto nutno plédovat pro zvláštní předpis upravující převody těchto cenných papírů, který by bral v úvahu specifika těchto dispozic, zvláště těch činěných prostřednictvím tržních infrastruktur, jako je tomu například ve švýcarském zákoně o nepřímo držených cenných papírech a

---

obchodního zákoníku a že smlouva o úplatném převodu cenných papírů prostřednictvím burzovního či mimoburzovního trhu se řídí zvláštními pravidly těchto trhů a v prvním případě rovněž pravidly vypořádání centrálního depozitáře.

<sup>581</sup> Zařazení cenných papírů mezi věci v rámci Hlavy IV., § 527, § 979 § 1104 a § 2085 an. nOZ.

<sup>582</sup> Rogers S., J.: op. cit. pozn.č. 26, str. 1484.

výslovně upravil v oblasti převodů vztah mezi obecnými ustanoveními soukromého práva a zvláštními ustanoveními práva burzovního, jak to učinil například francouzský zákonodárce.

## **Díl druhý – Nepřímo držené cenné papíry jako předmět zajištění**

V současném tržním prostředí existuje řada způsobů, jak získat zdroje financování a jak se zajistit proti rizikům úvěrového financování. Tradiční způsob zajištění prostřednictvím zřízení zástavního práva k cenným papírům není v současnosti jediným způsobem, jakým lze zajistit splnění závazku. Od konce osmdesátých let se rozvinuly alternativní modely zajištění spočívající v zajišťovacím převodu vlastnického práva či obdobného práva plně disponovat s cennými papíry. V rámci těchto modelů je vlastnické či obdobné právo dlužníka k cenným papírům podmíněně převedeno na věřitele za účelem zajištění splnění dlužnických závazků, přičemž věřitele stíhá povinnost vrátit dlužníkovi cenné papíry ekvivalentního charakteru. Příkladem těchto alternativních modelů zajištění převodem vlastnického či obdobného práva jsou výše zmíněné techniky převodu cenných zpětné koupě cenných papírů použité za účelem zajištění, jako je například smlouva o zpětném odkupu (repo), reverzní repo či půjčky cenných papírů.<sup>583</sup> V návaznosti na tento vývoj je problematika zajištění nepřímo držených cenných papírů v následujících částech analyzována v širokém slova smyslu zahrnujícím jak zřízení zajištění pomocí zástavního práva, tak zřízení zajištění pomocí podmíněného převodu práva, zejména vlastnického práva *sui generis*.<sup>584</sup>

---

<sup>583</sup> Tyto techniky se zásadně liší od klasického zřízení zástavního práva, neboť nezřizují právo k cizí věci a přímo převádějí vlastnické právo *sui generis* k nepřímo drženým cenným papírům, zejména právo dále disponovat s těmito cennými papíry. Odlišnosti je možno shledat též v praktické realizaci těchto technik: zatímco zřízení zástavního práva obvykle spočívá v omezení nakládání s cennými papíry, jež jsou předmětem zajištění, prostřednictvím označením účtu cenného papíru, na kterém jsou tyto cenné papíry připsány, při zajištění prostřednictvím převodu vlastnického práva *sui generis* za účelem zajištění jsou nepřímo držené cenné papíry obvykle odepsány z účtu dlužníka a připsány na účet cenných papírů takto zajištěného věřitele.

<sup>584</sup> Vedle principiálních otázek týkajících se zřízení zajištění vyvstává v souvislosti s poskytnutím nepřímo držených cenných papírů jako předmětu zajištění řada souvisejících detailních otázek, jež je nutno řešit: například, zda příjemce zajištění může použít výnosy z cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, ve svůj prospěch, zda může tyto cenné papíry použít k obchodům na vlastní účet či je učinit předmětem dalšího zajištění či je dále

## **Oddíl 1 – Funkční pojetí zajištění pomocí nepřímo držených cenných papírů**

Vzhledem k ekonomické důležitosti zajištění závazků pomocí nepřímo držených cenných papírů věnuje rozsáhlou pozornost problematice zajištění pomocí nepřímo držených cenných papírů i Ženevská úmluva UNIDROIT. Úmluva se v souladu se svou filozofií dívá na otázku zajištění z funkčního pohledu a snaží se pojmut tradiční i nové techniky zajištění, včetně uznání možností uskutečnit zajištění pomocí převodu práva plně disponovat s nepřímo drženým cenným papírem.<sup>585</sup> Kapitola V Úmluvy, která otázku zajištění pokrývá, se vztahuje na „dohody o zajištění,<sup>586</sup> podle kterých poskytovatel zajištění<sup>587</sup> poskytne příjemci zajištění<sup>588</sup> právo k nepřímo drženým cenným papírům za účelem zajištění splnění jakýchkoli existujících, budoucích nebo podmíněných pohledávek poskytovatele zajištění nebo jiných osob.“<sup>589</sup>

### **Kapitola 1 – Smlouva o zřízení zajištění**

Úmluva rozlišuje dva typy dohod o zajištění: smlouvu o zřízení zástavního práva<sup>590</sup> a smlouvu o zajišťovacím převodu práva.<sup>591</sup> Smlouva o zřízení zástavního práva je smlouva mezi poskytovatelem zajištění a příjemcem zajištění v jakékoli podobě, která za účelem zajištění předmětných pohledávek zřizuje jiné než vlastnické či obdobné právo k nepřímo drženým cenným papírům, jež jsou

---

zcizit ve prospěch třetích osob. Konečně v řadě případů bude součástí smlouvy o zřízení zajištění, jejímž předmětem budou cenné papíry, povinnost poskytovatele zajištění doplnit rozsah zajištění o další cenné papíry ( v ang.: „*top-up collateral*“ či „*variation margin*“) tato situace bude obvykle nastávat v případě poklesu tržní hodnoty cenných papírů původně poskytnutých jako předmět zajištění (Bernasconiho zpráva, op. cit. pozn. č. 4, str. 4, 7 - 8)

<sup>585</sup> Čl. 32 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>586</sup> Dohodou o zajištění rozumí Úmluva dohodu o zřízení zástavního práva a smlouvu o zajišťovacím převodu práva (čl. 31, odst. 3, písm. a).

<sup>587</sup> Poskytovatelem zajištění rozumí Úmluv UNIDROIT a majitele účtu, který poskytl právo k nepřímo drženým cenným papírům podle dohody o zajištění. (čl. 31, odst. 3, písm. g).

<sup>588</sup> Příjemcem zajištění rozumí Úmluva UNIDROIT osobu, které bylo přiznáno právo k nepřímo drženým cenným papírům podle dohody o zřízení zajištění (čl. 31, odst. 3, písm. f).

<sup>589</sup> Čl. 31, odst. 1 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>590</sup> V ang.: „*security collateral agreement*.“

<sup>591</sup> V ang.: „*title transfer agreement*.“

předmětem zajištění.<sup>592</sup> Naproti tomu smlouva o zajišťovacím převodu práva značí smlouvu, včetně smlouvy o prodeji a zpětném odkupu cenných papírů, mezi poskytovatelem zajištění a příjemcem zajištění v jakékoli podobě, podle které se za účelem zajištění nebo jiného způsobu zabezpečení splnění předmětných pohledávek převádí na příjemce zajištění plné vlastnické či obdobné právo poskytovatele zajištění k nepřímo držným cenným papírům.<sup>593</sup> Smlouva o zřízení zajištění je podmínkou k úspěšnému zřízení zajištění účinnému vůči třetím stranám, avšak Úmluva nevyžaduje prokázání její existence prostředníkoví.<sup>594</sup>

## Kapitola 2 – Realizace zřízení zajištění

Úmluva UNIDROIT zastává přístup funkční bez ohledu na to, jak jednotlivé právní řády nazývají práva zřízená k nepřímo držným cenným papírům za účelem zajištění. Jestliže právní řád uznává určitá práva jako způsobilá k použití za účelem zajištění, musí umožnit jejich realizaci prostřednictvím metod uvedených v člancích 11 a 12 Úmluvy.<sup>595</sup> Bez ohledu na typ zřízených zajišťovacích práv předvídá Úmluva tři způsoby, jakými lze realizovat zřízení zajištění, jehož předmětem mají být nepřímo držené cenné papíry. Těmito způsoby jsou: převod na zvláštní účet vedený na jméno příjemce zajištění, označení cenných papírů či účtu cenných papírů a uzavření dohody o kontrole účtu.<sup>596</sup> Nemá-li Úmluva jakékoli formální či materiální nároky podobu či obsah

---

<sup>592</sup> Čl. 31, odst. 3, písm. b).

<sup>593</sup> Čl. 31, odst. 3, písm. c).

<sup>594</sup> Ženevská úmluva UNIDROIT uvádí uzavření smlouvy o zřízení zajištění jako výslovnou podmínku pro případy zřízení zajištění jinak než připsáním cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, na účet cenných papírů příjemce zajištění (čl. 12, odst. 1, písm. a) Úmluvy UNIDROIT).

<sup>595</sup> I když realizace zřízení zajištění metodou připsání cenných papírů na účet příjemce zajištění (čl. 11 Úmluvy UNIDROIT) bude typická pro zřízení zajištění převodem práva, zatímco metody uvedené v článku 12 Úmluvy – označení účtu cenných papírů, smlouva o kontrole atd. – budou doprovázet zřízení zástavního práva, není podle Úmluvy způsob zřízení zajišťovacího práva rozhodující pro další osud zajištění, zejména pro rozsah práv a povinností poskytovatel a příjemce zajištění (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 50).

<sup>596</sup> Deklarace uvedená v čl. 12, odst. 5 Úmluvy.



smlouvy o zřízení zajištění, nevylučuje, aby takové nároky a důsledky jejich nesplnění stanovily jednotlivé národní právní řády.<sup>597</sup>

Zřízení zajištění, zejména zřízení zajištění převodem vlastnického práva či obdobného práva plně disponovat s nepřímo drženými cennými papíry, může být realizováno odepsáním cenných papírů z účtu poskytovatele zajištění a jejich připsáním na účet příjemce zajištění.<sup>598</sup> Tento úkon provede na základě příkazu prostředník majitele účtu v postavení zástavce (dlužníka) v součinnosti s prostředníkem majitele účtu, jenž bude příjemcem tohoto zajištění (věřitele).<sup>599</sup> Druhým způsobem jakým lze z funkčního hlediska realizovat zřízení zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, je označit zajištěním dotčené cenné papíry či účet, na kterém jsou tyto cenné papíry zaznamenány tak, aby bylo zřejmé, že na těchto cenných papírech vázne určité právo jiných osob.<sup>600</sup>

<sup>597</sup> Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 55.

<sup>598</sup> Čl. 11, odst. 4 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>599</sup> Z technického pohledu bude tento způsob realizace zřízení zajištění identický s uskutečněním převodu nepřímo držených cenných papírů v rámci jejich koupě a prodeje. Odlišit půjde tyto úkony pouze z hlediska jejich účelů vyplývajících ze související smluvní dokumentace či okolností dané transakce. I když v okamžiku převodu nepůjde z odlišit definitivní převod vlastnického či obdobného práva k nepřímo drženým cenným papírům a převod těchto cenných papírů za účelem zajištění a v obou případech záznamy ohledně dotčených nepřímo držených cenných papírů zmizí z účtu poskytovatele zajištění, neznamená to, že majitel účtu ztratil k těmto cenným papírům v posléze uvedeném případě veškerá práva. Jaká budou práva poskytovatel zajištění ohledně nepřímo držených cenných papírů připsaných v rámci zajišťovacího převodu na účet příjemce zajištění bude specifikovat smlouva o zřízení zajištění či normy daného právního řádu. Například octne-li se v insolvenci poskytovatel zajištění, jež poskytl své nepřímo držené cenné papíry jako předmět zajištění převodem na účet příjemce zajištění, bude moci insolvenční správce poskytovatele zajištění – za předpokladu použití pravidel Úmluvy UNIDROIT – žádat po příjemci zajištění, resp. jeho prostředníkovi, zpětné připsání cenných papírů poskytnutých v rámci realizovaného zajištění za předpokladu splacení závazků, jež tyto cenné papíry zajišťovaly (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 50).

<sup>600</sup> Tento způsob realizace zajištění je tradičně užíván v kontinentálních právních řádech v rámci zřízení zástavního práva, jehož předmětem jsou dematerializované cenné papíry. V jazyce Ženevské úmluvy, která tento způsob realizace zajištění rovněž předvídá (čl. 12, odst. 3, písm. b) Úmluvy), se označením (v ang. „*designating entry*“) rozumí záznam na účtu cenných papírů vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům učiněný ve prospěch osoby (včetně příslušného prostředníka), která je odlišná od majitele účtu, který způsobuje, že příslušný prostředník buď nesmí vzhledem k předmětným nepřímo drženým cenným papírům přijímat jakékoli příkazy, k nimž by neměl souhlas osoby, v jejíž prospěch byl záznam učiněn (tzv. negativní kontrola) nebo že příslušný prostředník je povinen bez souhlasu majitel účtu vykonat vzhledem k předmětným nepřímo drženým cenným papírům jakékoli příkazy osoby, v jejichž prospěch svědčí provedený záznam na účtu (tzv. pozitivní kontrola) (čl. 2, písm. l) Úmluvy). Toto označení by mělo být učiněno „na účtu“ tak, aby

Posledním třetím způsobem realizace zřízení zajištění, který předvídá Úmluva UNIDROIT, je dohoda o kontrole účtu. Smlouvou o kontrole účtu se rozumí ujednání ohledně nepřímo držených cenných papírů mezi majitelem účtu, jeho prostředníkem a jinou osobou, jež má stejné účinky jako označení účtu, tj. jež zakazuje příslušnému prostředníkovi přijímat vzhledem k předmětným nepřímo drženým cenným papírům jakékoli příkazy, k nimž by neměl souhlas osoby, v jejíž prospěch byl záznam učiněn nebo ho naopak zavazuje přijímat bez souhlasu majitele příkazy ohledně těchto cenných papírů pouze od osoby, jež získala kontrolu nad účtem.<sup>601</sup> Dohoda o kontrole účtu má v podstatě stejné účinky jako označení účtu cenných papírů za účelem zajištění: obě metody se liší pouze v absenci tohoto formálního označení účtu, které v posléze uvedeném případě nahrazuje sama dohoda o kontrole účtu.<sup>602</sup>

### **Kapitola 3 – Účinnost zajištění vůči třetím osobám**

Jakákoli dispozice s cennými papíry, má-li dosáhnout svého účelu, musí být završena nabytím účinnosti této dispozice vůči třetím stranám.<sup>603</sup> Proto, ať už

---

bylo viditelné na jakémkoli výpisu z tohoto účtu či bylo patrné pro osobu, již je umožněn přístup k informacím týkajícím se tohoto účtu. (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 10). Příkaz k označení účtu může podle Úmluvy může být dán prostředníkovi pouze majitelem účtu či s jeho svolením (čl. 15, odst. 1, písm. b) Úmluvy); nemůže být dán nezávisle jinou osobou, například příjemcem zajištění.

<sup>601</sup> Čl. 2, písm. k).

<sup>602</sup> Dohoda o kontrole účtu je buď třístranným či dvoustranným ujednáním, které přenáší právo majitele účtu dávat příkazy svému prostředníkovi jiné osobě. Touto jinou osobou je příjemce zajištění a rozsah práva kontroly nad účtem, jež je na ní přenesen, se vztahuje na nepřímo držené cenné papíry, jež jsou předmětem zajištění. V případě, že se bude jednat o třístrannou dohodu budou jejími stranami majitel účtu-poskytovatel zajištění, jeho prostředník a příjemce zajištění. Půjde-li o dvoustrannou dohodu bude činěna buď mezi majitelem účtu-poskytovatelem zajištění ve prospěch příjemce zajištění nebo mezi majitelem účtu-poskytovatelem zajištění a příjemcem zajištěním; v těchto případech pak bude notifikována zbývající třetí straně a bude nabývat účinnosti okamžikem přijetí notifikace touto třetí stranou. (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 10).

<sup>603</sup> Od tohoto okamžiku jsou nepřímo držené cenné papíry, jež jsou předmětem zajištění, vyňaty z dosahu věřitelů poskytovatele zajištění a jsou alokovány ve prospěch příjemce zajištění. Pozice věřitele, v jehož prospěch bylo takovéto zajištění zřízeno je posílena, poskytovateli zajištění je od této chvíle umožněn přístup ke statkům – ať už se jedná o peněžní prostředky či cenné papíry – které potřebuje, prostředník musí přizpůsobit své chování podmínkám zajištění, zejména povinnosti přijímat příkazy ohledně nepřímo

strany zvolí jakýkoli ze tří popsaných způsobů realizace zřízení zajištění, musí mít jeho úspěšné provedení tentýž právní následek: účinnost vůči třetím osobám, včetně situací, kdy se poskytovatel zajištění octne v insolvenční.<sup>604</sup> Důležitost, jež je připisována okamžiku nabytí účinnosti zajištění vůči třetím stranám, vyplývá z právních důsledků, které s sebou tento okamžik nese: v rámci režimu Úmluvy UNIDROIT se tyto důsledky vážou především k možnosti výkonu práv ze zajištění v případě nesplnění zajištěných závazků a ochranou před některými pravidly insolvenčního řízení. V kontextu funkčního pohledu je okamžik nabytí účinnosti zajištění vůči třetím osobám nazýván dvojím způsobem: v případě zřízení zajištění prostřednictvím institutu zástavního či obdobného práva se mluví o tzv. „perfekci“;<sup>605</sup> jedná-li se o zajištění převodem vlastnického či obdobného práva je okamžik, kdy tento převod nabývá účinnosti vůči třetím stranám, popisován jako okamžik, kdy byl převod tzv. dovršen.<sup>606</sup>

Úmluva UNIDROIT předvídá tři okamžiky, kdy může zajištění nabýt účinnosti vůči třetím osobám: okamžikem účinnosti připsání nepřímo držených cenných papírů na účet příjemce zajištění, okamžikem označení účtu či okamžikem účinnosti dohody o kontrole účtu. Od účinnosti vůči třetím osobám (*erga omnes*) je třeba rozlišovat účinnost mezi stranami (*inter partes*), a to zejména v případě dvoustranných dohod o kontrole účtu: dohoda o kontrole bude platná *inter partes* okamžikem jejího uzavření, vůči třetím stranám poté okamžikem přijetí notifikace o uzavření této smlouvy třetí zainteresovanou stranou, již bude v závislosti na typu dohody o kontrole buď prostředník zástavce či zajištěný věřitel.<sup>607</sup>

---

držených cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, od jiné osoby, než původního majitele účtu, jež tyto cenné papíry jako zajištění poskyt.

<sup>604</sup> Čl. 14 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>605</sup> V ang.: „*perfection*“, ve fr.: „*opposabilité*“.

<sup>606</sup> V ang.: „*completed*“. Bernasconiho zpráva, str. 8.

<sup>607</sup> K obdobné situaci může docházet i případě realizace zajištění prostřednictvím označení dotčeného účtu cenných papírů; smlouva o zřízení zajištění bude platná *inter partes* zpravidla okamžikem jejího uzavření, kdežto její účinnost vůči třetím stranám bude navázána až na okamžik provedení záznamu na účtu představujícího označení pro účely zajištění.

## Kapitola 4 – Zajištění v dobré víře

V řadě právních řádů se ochrana nabyvatele cenných papírů vztahuje jen na převedení vlastnického či obdobného práva plně disponovat s nepřímo drženým cenným papírem. Ženevská úmluva UNIDROIT se však díky svému širokému pojetí neomezuje na zřízení zajištění pomocí zástavního práva, ale rovněž na zřízení zajištění převodem vlastnického či obdobného práva. Zřízení zajištění převodem vlastnického či obdobného práva je v praxi v řadě případů realizováno prostřednictvím odepsání cenných papírů z účtu poskytovatele zajištění. Jelikož Úmluva poskytuje ochranu nabytí v dobré víře jakémukoli připsání cenných papírů na účet bez ohledu, zda se jedná o připsání vedoucí k definitivnímu převodu vlastnického či obdobného práva či o připsání obnášející pouze dočasné převedení vlastnického či obdobného práva za účelem zajištění,<sup>608</sup> je ochrana nabyvatele v dobré víře poskytována i příjemci zajištění, je-li toto zajištění realizováno prostřednictvím připsání cenných papírů na účet příjemce zajištění.<sup>609</sup>

---

<sup>608</sup> Ochrana nabyvatele v dobré víře týkající se podle Úmluvy UNIDROIT nevztahuje na nabyvatele z bezúplatného převodu. Zřízení zajištění nelze podle Úmluvy kvalifikovat jako bezúplatný převod: zajištění z důvodu svého akcesorického charakteru nemůže existovat samo o sobě, ale musí se vždy vázat na jiný hlavní závazek. Tento hlavní závazek bude vždy představovat protihodnotu tohoto zajištění. Z ochrany v dobré víře proto podle Úmluvy není vyloučeno ani zřízení zajištění v případech, kdy nepřímo držené cenné papíry jako předmět zajištění poskytuje věřiteli osoba odlišná od dlužníka, jehož závazky se takto zajišťují, přesto, že tento poskytovatel nemusí za poskytnutí tohoto zajištění ve prospěch jiné osoby dostat žádnou protihodnotu (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT (op. cit. pozn. č. 40), str. 84).

<sup>609</sup> Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 51. Například, pokud majitel účtu zastaví cenné papíry vedené na tomto účtu ve prospěch určitého zástavního věřitele a poté, dá příkaz prostředníkovi, aby tyto zastavené cenné papíry převedl v rámci zajišťovacího převodu práva na účet jiného zástavního věřitele, a tento prostředník tak skutečně učiní, aniž by posléze uvedený zástavní věřitel věděl nebo mohl vědět o existenci původního zástavního práva, bude tento zástavní věřitel chráněn jako nabyvatel v dobré víře: jeho převodem zřízené zajištění proto bude účinné na rozdíl od zajištění předchozího. prvně uvedenému zástavnímu věřiteli, který takto de facto přišel o předmět svého zástavního práva, zbyde pouze nárok na náhradu škody. Naproti tomu, bude-li se jednat o konflikt dvou příjemců zajištění, jejichž zajištění bylo zřízeno jiným způsobem než připsáním cenných papírů na účet, pravidlo ochrany nabyvatele, resp. příjemce zajištění v dobré víře se neuplatní a pořadí nároků takových poskytovatelů zajištění bude řešeno v souladu s pravidly uvedenými v článku 19 Úmluvy (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 81).

## Kapitola 5 – Nakládání s nepřímo drženými cennými papíry během doby zajištění

Řada právních řádů ekonomicky vyspělých zemí umožňuje stranám využít ekonomickou hodnotu nepřímo držených cenných papírů i během doby, kdy jsou předmětem zajištění a reagovat na možné změny v hodnotě těchto nepřímo držených cenných papírů.<sup>610</sup> Stranám smlouvy o zajištění je umožněno upravit si své poměry odlišně od obecných pravidel vztahujících se na výkon práv během trvání zástavního práva, tak aby zástavní věřitel mohl například v rámci zástavy inkasovat výnosy z cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění či tyto cenné papíry prodat a dlužníkovi vrátit ekvivalentní cenné papíry či požadovat po dlužníkovi doplnění hodnoty zajištění novými cennými papíry, které by tvořily součást původního zajištění. Ženevská úmluva UNIDROIT reaguje na tyto nové tendence. Upravuje proto právo zástavního věřitele použít nepřímo držené cenné papíry, jež jsou předmětem zajištění,<sup>611</sup> a odpovídající povinnost doplnit předmět zajištění dalšími nepřímo drženými cennými papíry či právo vyměnit nepřímo držené cenné papíry, jež jsou předmětem zajištění za jiné, tak aby tyto nové nepřímo držené cenné papíry, jež byly učiněny předmětem zajištění, byly kryty

<sup>610</sup> Možnost právně nakládat s předmětem zástavy je v rámci tradičního zástavního vztahu pro obě strany velmi omezená. Předmět zástavy slouží pouze zajištění závazků. Před splněním závazků plní předmět zajištění pouze funkci hrozby dlužníkovi pro případ nesplnění zajištěných závazků. Předmět zástavy jako takový nepředstavuje hodnotu, ze které by se mohl věřitel přímo uspokojit jejím přivlastněním. Proto je zástavnímu věřiteli principiálně zakázáno z předmětu zástavy brát užitky či s ní jinak disponovat. Tato práva stále náleží dlužníkovi, i když některá z nich, zejména právo disponovat s nepřímo drženými cennými papíry, jež jsou předmětem zástavy, nemůže zástavní dlužník po dobu trvání zástavního práva využívat. Omezení nakládání s předmětem zástavy v podobě nepřímo držených cenných papírů významně snižuje ekonomickou využitelnost v zástavě „zaparkovaných“ cenných papírů. Ekonomická hodnota cenných papírů, jež je z velké části determinována možností snadno cirkulovat, a jejich hospodářský význam obecně je tímto omezením nakládání v rámci zástavního práva do značné míry popřen. Na druhou stranu relativně volatilní ekonomická hodnota nepřímo držených cenných papírů v porovnání s jinými statky, jež mohou být předmětem zástavního práva, může významně negovat smysl zástavního práva jako takového. Jestliže dá zástavní dlužník do zástavy určité nepřímo držené akcie, hodnota těchto akcií může velmi rychle klesnout natolik, že zástavní právo přestane plnit svou funkci hrozby pro případ nesplnění zajištěných závazků a pozbyde svého smyslu.

<sup>611</sup> Čl. 34 Úmluvy UNIDROIT.

podmínkami smlouvy o zajištění vztahujícími se na původně zastavené nepřímě držené cenné papíry.<sup>612</sup>

Úmluva UNIDROIT umožňuje zástavnímu věřiteli, je-li tak smlouveno v dohodě o zřízení zajištění, užít nepřímě držených cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, a disponovat s nimi jako by byl jejich vlastníkem.<sup>613</sup> Termínem „užít“ použitým Úmluvou není možno rozumět užití či užívání v tradiční právním smyslu, tj. užití určitého předmětu za účelem uspokojení určitých biologických, kulturních či jiných potřeb, neboť nepřímě držené cenné papíry žádné takové uspokojení neumožňují. „Užití“ nepřímě držených cenných papírů je nutno chápat ve smyslu používaném na finančních trzích, kde se jím rozumí právo disponovat s nepřímě drženými cennými papíry, zejména možnost převést vlastnické či obdobné právo k nepřímě drženým cenným papírům na jinou osobu spolu s povinností vrátit ekvivalentní cenné papíry půjčitel.<sup>614</sup> Příjemce zajištění proto může převést v rámci svého práva „užít a disponovat“, vlastnické či obdobné právo k nepřímě drženým cenným papírům, jež jsou předmětem zajištění na jakoukoli jinou osobu.<sup>615</sup>

Užije-li příjemce zajištění nepřímě držené cenné papíry v uvedeném smyslu má povinnost nahradit původní nepřímě držené cenné papíry ekvivalentními cennými papíry. Rovněž, je-li tak mezi stranami dohodnuto, pokud původní aktiva doručená v rámci zajištění byla dotčena určitou právní událostí, je příjemce zajištění povinen doručit poskytovateli zajištění ekvivalentní cenné papíry či jiná smlouvená aktiva, a to nejpozději v okamžiku splnění zajištěných povinností poskytovatelem.<sup>616</sup> Tento ekvivalentní předmět zajištění bude poté podléhat

---

<sup>612</sup> Čl. 36 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>613</sup> Čl. 34, odst. 1 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>614</sup> Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 152.

<sup>615</sup> Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 153.

<sup>616</sup> Čl. 34, odst. 2 Úmluvy UNIDROIT. Za ekvivalentní předmět zajištění Úmluva považuje cenné papíry „stejněho druhu“ (v ang. „*securities of the same description*“, ve fr.: „*titres du même genre*“) jako byly původní cenné papíry, jež byly předmětem zajištění (čl. 31, odst. 3 Úmluvy). I když Úmluva ani její komentář neuvádějí, co je třeba považovat, za cenné papíry „stejněho druhu“ je třeba za takové cenné papíry považovat „cenné papíry stejného emitenta, jež jsou součástí stejné emise nebo třídy, jsou stejné jmenovité hodnoty, měny a druhu.“ Tato definice v podstatě odpovídá pojmu zastupitelných cenných papírů (srovnej s

ujednáním smlouvy o zřízení zajištění, jež se vztahovaly na původní předmět zajištění, aniž by byla přerušena účinnost tohoto původního zajištění.<sup>617</sup> Úmluva dále dává stranám zajištění možnost průběžně upravovat hodnotu zajištění: je-li tak mezi stranami dohodnuto, může poskytovatele zajištění stíhat povinnost poskytnout doplňkové zajištění či může mít právo vyjmout určité cenné papíry ze zajištění, aniž by byla dotčena platnost dříve zřízeného zajištění.<sup>618</sup>

## ***Oddíl 2 – Právní pojetí zajištění závazků pomocí nepřímo držených cenných papírů***

Paralelně s pracemi na právních textech týkajících se kolizních aspektů nepřímo držených cenných papírů v rámci Haagské konference mezinárodního práva soukromého, jakož i hmotněprávních aspektů v rámci institutu UNIDROIT projevíly orgány Evropské unie snahu o vytvoření jednotných pravidel pro zajištění určitých závazků na úrovni Evropské unie<sup>619</sup> a zamezení výskytu některých tržních rizik.<sup>620</sup> Plodem této snahy bylo přijetí do určité míry

---

§ 2 ZCP: Jsou-li cenné papíry stejného druhu vydány stejnou osobou ve stejné formě a stejné podobě a vznikají-li z nich stejná práva, jde o zastupitelné cenné papíry). Mezi stranami může být smluveno, že příjemce zajištění může vrátit i jiný než ekvivalentní předmět zajištění, pokud tento původní předmět byl dotčen určitou právní událostí. I když přesná definice toho, co může být považováno za tato jiná aktiva, jež může příjemce zajištění vrátit jeho poskytovateli, v Úmluvě chybí, cílí tato možnost na případy, kdy, například, v důsledku fúze společnosti, jejíž akcie jsou předmětem zajištění, akcie této společnosti přestanou existovat z důvodu jejího zániku, takže příjemce zajištění nemá možnost opatřit si na trhu akcie této společnosti, aby je mohl poskytovateli zajištění vrátit (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 151).

<sup>617</sup> Čl. 34, odst. 3 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>618</sup> Povinnost doplnit nepřímo držené cenné papíry, jež jsou předmětem zajištění, váže Úmluva – na rozdíl od povinnosti vyjmout cenné papíry ze zajištění – na určité podmínky, neboť toto ujednání může být pro poskytovatele zajištění nevýhodné: těmito podmínkami jsou změna v hodnotě prvotně poskytnutých cenných papírů v rámci zajištění či objektivní zvýšení kreditního rizika poskytovatele zajištění či dlužníka či jiná okolnost specifikovaná ve smlouvě o zřízení zajištění (čl. 36 Úmluvy UNIDROIT).

<sup>619</sup> I když se práce na Haagské úmluvě, Úmluvě UNIDROIT a příslušných unijních směrnicih doplňovaly a v mnohém vzájemně inspirovaly, výsledné režimy zajištění definované na úrovni EU v uvedených směrnicih ve svém výsledku v různých ohledech lišily.

<sup>620</sup> Příkladem takového rizika může být riziko tzv. *recharakterizace*. Způsob realizace zajištění může mít v různých právních řádech vliv na kvalifikaci zajišťovacího instrumentu či jeho platnost. Bude-li zajištění realizováno převodem nepřímo držených cenných papírů, jež jsou jeho předmětem na účet příjemce zajištění, bude řada právních řádů kvalifikovat, tento úkon jako zřízení zajištění převodem vlastnického práva; v těch právních řádech, kde platnost této formy zřízení zajištění není stabilně uznávána, může být takovéto zřízení zajištění považováno za neplatné, neboť způsob realizace zajištění převodem nepřímo

harmonizovaného režimu zajištění závazků vyplývajících z fungování finančních trhů, a to jednak specificky v souvislosti s fungováním platebních a vypořádacích systému Evropských centrálních bank v rámci směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování)<sup>621</sup> a jednak širěji v souvislosti s fungováním finančních trhů, zejména v rámci směrnice o dohodách o finančním zajištění 2002/47/ES.<sup>622</sup>

## Kapitola 1 – Finanční zajištění podle směrnice 2002/47/ES

Směrnice o dohodách o finančním zajištění 2002/47/ES vytvořila jednotná právní pravidla na úrovni EU<sup>623</sup> pro (přeshraniční) používání finančního zajištění,<sup>624</sup> které bylo do té doby používáno pouze v souvislosti s operacemi centrálních bank členských států a v Evropské centrální banky v rámci výkonu jejich pravomocí.<sup>625</sup>

---

držených cenných papírů na účet příjemce zajištění může být v rozporu s kogentními ustanoveními daného právního řádu určujícími možné způsoby platného zřízení zástavního práva.

<sup>621</sup> Vzhledem ke zvláštnostem tohoto režimu zajištění a jeho omezenému použití ve specifickém prostředí platebních systémů centrálních bank, není tento režim dále podrobněji zkoumán.

<sup>622</sup> Přesto, že v současné době lze říci, že se všem členským státům EU podařilo přejmout pravidla směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování) a směrnice o dohodách o finančním zajištění v souladu s cíli a účelem této směrnice, nejsou režimy finančního zajištění, jak je najdeme v jednotlivých právních řádech členských států EU, nutně ve všech ohledech identické.

<sup>623</sup> Co se týče zkoumaných právních řádů států, jež nejsou členy EU, a tudíž neměly povinnost přejmout režim finančního zajištění podle uvedené směrnice: nový švýcarský zákon o nepřímo držení papírů, zahrnující i otázky zajištění, se unijní úpravou částečně inspiroval. Pokud jde o Spojené státy, ty se směrnicí EU o finančním zajištění neinspirovaly, neboť naopak jejich režim cenného oprávnění z roku 1994 poskytl impuls, k novému pojetí cenných papírů a zajištění, které vyústily, mimo jiné, i v přijetí uvedené směrnice EU ohledně finančního zajištění.

<sup>624</sup> Směrnice Rady 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění (Úř. věst. L 168, 27.6.2002, str. 43—50; zvláštní vydání v českém jazyce: kapitola 10, svazek 003, str. 89 – 96) ve znění směrnice 2009/44/ES ze dne 6. května 2009, kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a pohledávky z úvěru (Úř. věst. L 146, 10.6.2009, str. 37—43).

<sup>625</sup> Dokument COM(2001) 168 final. Směrnice byla přijata 6. června 2002, vstoupila v platnost 27. června téhož roku; lhůta pro transpozici uplynula 27. prosince 2003, přičemž v rámci této lhůty transponovaly pouze Rakousko a Velká Británie; ostatní členské státy tak učinily v roce 2004 a 2005. „*Cílem směrnice bylo dosáhnout větší integrace a nákladové účinnosti evropských finančních trhů zjednodušením zajišťovacího postupu, zvýšením právní jistoty při používání zajištění a snížením rizik pro účastníky trhu.*“ Na základě hodnotící zprávy Komise z 20. prosince 2006 bylo přistoupeno k paralelní novelizaci režimů neodvolatelnosti zúčtování a finančního zajištění směrnicí 2009/44/ES ze dne 6. května 2009. Tato směrnice novelizující jak směrnici o neodvolatelnosti zúčtování, tak směrnici o finančním zajištění vstoupila v účinnost 30. června 2009; lhůta pro transpozici



Finanční zajištění není specifickým typem zajištění: jedná se o zajištění převodem vlastnického či obdobného práva nebo zřízením věcného práva k věci cizí, s určitými zvláštními podmínkami. Finanční zajištění může být použito pouze ve vztazích mezi finančními či nefinančními právními osobami a některými veřejnými subjekty<sup>626</sup> a jen na zajištění, jejímž předmětem jsou pouze určitá aktiva, zejména finanční nástroje, přičemž zajišťovanými pohledávkami mohou být rovněž pouze určité závazky. Co se týče nepřímo držených cenných papírů, jež jsou předmětem této práce, tyto cenné papíry mohou být předmětem finančního zajištění, neboť se jedná o subkategorii finančních nástrojů.<sup>627</sup>

Zřízení finančního zajištění je podmíněno existencí dohody o finančním zajištění, jíž představuje buď dohoda o finančním zajištění s převedením vlastnického práva<sup>628</sup> nebo dohoda o finančním zajištění s poskytnutím jistoty<sup>629</sup> bez ohledu na to, zda se na ně vztahuje rámcová dohoda nebo všeobecné obchodní podmínky.<sup>630</sup>

---

do národních právních řádů členských států uplynula dne 30. prosince 2010 (COM(2006)833 v konečném znění (OJ L 146, 10.6.2009, str. 3, 4, 11, 12 a 37).

<sup>626</sup> Fyzická osoba nemůže být ani poskytovatelem ani příjemcem finančního zajištění (čl. 1, odst. 2 směrnice o finančním zajištění).

<sup>627</sup> Předmětem finančního zajištění jsou obecně aktiva, která dlužník poskytuje věřiteli ke snížení rizika finanční ztráty věřitele na nejmenší možnou míru v případě, že dlužník nesplní své finanční závazky vůči věřiteli; konkrétně se jedná o aktiva představovaná hotovostí, finančními nástroji nebo z pohledávkami z úvěru (COM(2006)833 v konečném znění). Finančním zajištěním ve formě zaknihovaných cenných papírů rozumí směrnice o dohodách o finančním zajištění „*finanční zajištění, které se skládá z finančních nástrojů, jejichž vlastnické právo se dokládá zápisem v registru nebo záznamem na účtu vedeném [prostředníkem (směrnice používá k označení prostředníka termín zprostředkovatel)] nebo jeho jménem,*“ (čl. 2, odst. 1, písm. g) směrnice a finančním zajištění). přičemž za příslušný účet se považuje „*v souvislosti se zajištěním ve formě zaknihovaných cenných papírů, které je předmětem dohody o finančním zajištění, registr nebo účet, který může vést příjemce zajištění, v němž jsou zápisy či záznamy prováděny podle toho, jak je zajištění ve formě zaknihovaných cenných papírů poskytováno příjemci zajištění*“ (čl. 2, odst. 1, písm. h) směrnice o dohodách o finančním zajištění).

<sup>628</sup> Dohodou o finančním zajištění s převedením vlastnického práva se rozumí dohoda, včetně dohod o zpětném odkupu, podle níž poskytovatel zajištění převádí plné vlastnické právo k finančnímu aktivu nebo plné právo na plnění z tohoto finančního aktiva na příjemce zajištění za účelem zajištění nebo jiného krytí plnění příslušných finančních závazků (čl. 2, odst. 1, písm. b) směrnice o dohodách o finančním zajištění).

<sup>629</sup> Dohodou o finančním zajištění s poskytnutím jistoty se rozumí dohoda, podle níž poskytovatel zajištění poskytuje příjemci nebo v jeho prospěch jistotu v podobě finančního aktiva, přičemž plné nebo kvalifikované vlastnické právo k němu nebo plné právo na plnění z něj zůstává při zřízení jistoty poskytovateli zajištění (čl. 2, odst. 1, písm. c) směrnice o dohodách o finančním zajištění).

<sup>630</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. a) směrnice; finanční zajištění může vzniknout pouze smluvně, nikoli „ze zákona“ či na základě soudního či správního rozhodnutí.

Zřízení finančního zajištění se realizuje poskytnutím předmětu finančního zajištění, tzv. finančního kolaterálu.<sup>631</sup> Tímto poskytnutím se rozumí skutečnost, že kolaterál je doručen, převeden, držen, zaregistrován nebo jinak určen, aby ho vlastnil či kontroloval příjemce zajištění nebo osoba, která jedná jeho jménem.<sup>632</sup> Poskytnutí musí být doložitelné písemně,<sup>633</sup> což může být představováno záznamem provedeným elektronickými prostředky či na jakémkoli jiném trvalém nosiči.<sup>634</sup> Poskytnutí musí zároveň umožňovat identifikaci poskytnutého kolaterálu. Pokud jde o identifikaci nepřímo držených cenných papírů, jež jsou předmětem kolaterálu, je třeba, aby tyto cenné papíry byly připsány na příslušný účet nebo tvořili na příslušném účtu kladný zůstatek.<sup>635</sup>

Okamžik účinnosti poskytnutí kolaterálu vůči třetím stranám směrnice výslovně nedefinuje, neboť její režim se použije až od okamžiku tohoto poskytnutí;<sup>636</sup> směrnice nicméně požaduje, aby poskytnutí bylo možné písemně doložit a aby nezáviselo na vykonání některých formálních aktů.<sup>637</sup> Směrnice proto nepovažuje za nepřipustné formální akty ty „akty, které jsou podle práva členského státu vyžadovány jakožto podmínky převodu nebo poskytnutí jistoty ve formě finančních nástrojů, kromě zaknihovaných cenných papírů, jako jsou rubopisy v případě finančních nástrojů na řad, nebo záznam v registru emitenta v případě registrovaných nástrojů.“<sup>638</sup> Tato výjimka týkající se nepřímo držených – zaknihovaných – cenných papírů efektivně limituje akt způsobující účinnost

<sup>631</sup> Směrnice pojem „finanční kolaterál“ či „kolaterál“ na rozdíl od terminologie zákona finančním zajištění nepoužívá. Pro kolaterál používá směrnice označení „předmět finančního zajištění“ či „finanční zajištění.“ Použití termínu kolaterál je ovšem jasnější, neboť odděluje zajištění ve smyslu zajišťovacího vztahu a zajištění ve smyslu předmětu zajišťovacího vztahu. Z uvedených důvodů je dále používán termín kolaterál.

<sup>632</sup> Čl. 2, odst. 2 směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>633</sup> Čl. 1, odst. 5, první věta směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>634</sup> Čl. 2, odst. 3 směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>635</sup> Čl. 1, odst. 5, druhá věta směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>636</sup> Čl. 1, odst. 5, první věta směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>637</sup> Čl. 3, odst. 1 směrnice o dohodách o finančním zajištění. Těmito formálními akty se rozumí „vyhotovení jakéhokoli dokumentu v konkrétní formě nebo konkrétním způsobem, podání u úřadu či veřejného orgánu nebo registrace ve veřejném registru, inzerce v novinách nebo časopise, v úředním rejstříku či publikaci nebo jakoukoli jinou formou, oznámení úředníkovi nebo předložení důkazů v konkrétní formě ohledně data vyhotovení dokumentu či nástroje, výše příslušných finančních závazků nebo jakékoli jiné záležitosti“ (návěti 10 preambule směrnice).

<sup>638</sup> Návěti 10 preambule směrnice.

zřízení zajištění vůči třetím stranám pouze a jen na záznam na účtu cenných papírů, a to záznam na účtu jediném, tj. buď na účtu vedeném prostředníkem nebo eventuelně na účtu vedeném u emitenta v případě, že nepřímo držené cenných papíry na jméno jsou vedené pouze u emitenta.<sup>639</sup> Na druhou stranu, aby se zamezilo riziku podvodů vyplývajících z relativně volného režimu prokazování existence finančního zajištění, musí být existence finančního zajištění „*doložena písemně nebo na trvalém nosiči, čímž je zaručena zpětná výsledovatelnost daného zajištění.*“<sup>640</sup>

Úprava práv a povinností stran v rámci evropského režimu finančního zajištění není upravena komplexně. Příjemci zajištění však musí být umožněno, aby mohl vykonávat uživatelské právo ve vztahu k finančnímu kolaterálu poskytnutému podle dohody o finančním zajištění s poskytnutím jistoty.<sup>641</sup> „*Uživacím právem*“ se rozumí skutečnost, že příjemce zajištění je oprávněn disponovat s kolaterálem ve prospěch třetí strany převedením vlastnictví nebo zástavního nároku,<sup>642</sup> avšak toto právo nesmí být v rozporu s vnitrostátními právními předpisy o oddělení aktiv a o rovném zacházení s věřiteli.<sup>643</sup> Pokud příjemce zajištění vykonává uživatelské právo, bere na sebe závazek převést rovnocenný kolaterál<sup>644</sup> jako náhradu původního finančního kolaterálu nejpozději v den splatnosti příslušných finančních závazků, které jsou kryty dohodou o finančním zajištění s poskytnutím

<sup>639</sup> Dokument COM(2001) 168 final. Jelikož finanční zajištění může být zřízeno rovněž formou převodu vlastnického práva *sui generis* k nepřímo drženým cenným papírům, tj. připsáním nepřímo držených cenných papírů na účet příjemce finančního zajištění, je otázka možnosti nabytí tohoto vlastnického práva od nevlastníka zástavním věřitelem v dobré víře v tomto ohledu relevantní. Nicméně, jelikož tato otázka souvisí s režimem nabývání vlastnictví a jelikož v oblasti úpravy režimu vlastnictví Evropská unie postrádá nezbytné kompetence, směrnice o dohodách o finančním zajištění tuto otázku neřeší a ani řešit nemůže; řešení této otázky bude spadat plně do kompetence právních řádů členských států EU (čl. 345 Smlouvy o fungování Evropské unie, podrobněji k tomuto článku níže část třetí, díl druhý, oddíl 1).

<sup>640</sup> Návěti 10 preambule směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>641</sup> Čl. 5, odst. 1 směrnice dohodách o finančním zajištění.

<sup>642</sup> COM(2006)833 v konečném znění, str. 10.

<sup>643</sup> Návěti 19 směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>644</sup> Rovnocenným kolaterálem (zajištěním slovy směrnice) se rozumí v souvislosti s finančními nástroji finanční nástroje téhož emitenta nebo dlužníka tvořící část téže emise či třídy, které znějí na tutéž nominální hodnotu a měnu a mají stejný popis, a pokud dohoda o finančním zajištění stanovuje převod jiných aktiv pro případ události týkající se finančních nástrojů poskytnutých jako finanční zajištění či takové finanční nástroje ovlivňující, tato jiná aktiva (čl. 2, odst. 1, písm. i) směrnice o dohodách o finančním zajištění).

jistoty. V den splatnosti příslušných finančních závazků může příjemce zajištění buď převést rovnocenný kolaterál,<sup>645</sup> anebo pokud tak stanoví podmínky dohody o finančním zajištění, započítat hodnotu rovnocenného kolaterálu proti příslušným finančním závazkům, případně je použít na jejich vyrovnání.<sup>646</sup>

## **Kapitola 2 – Zástavní právo k účtu cenných papírů a k cenným papírům na účtu**

Zřízení zajištění prostřednictvím zástavního práva k cenným papírům na účtu či zástavního práva k účtu cenných papírů<sup>647</sup> je klasickým případem zajištění jak v rámci právních řádů systémů přímého vlastnictví, tak v rámci systémů vícevrstevných oprávnění, s jistou výjimkou týkající se Spojených států amerických.<sup>648</sup>

### **a) Francouzské právo**

Institut francouzského práva zvaný zástava účtu cenných papírů<sup>649</sup> pokrývá, jak zástavní právo ke konkrétním cenným papírům na účtu, tak zástavní právo k účtu cenných papírů jako celku.<sup>650</sup> Zástavní právo k účtu cenných papírů podle

<sup>645</sup> Rovnocenné zajištění, které bylo převedeno při plnění závazku podle odst. 2 prvního pododstavce, je předmětem téže dohody o finančním zajištění s poskytnutím jistoty, jejímž předmětem bylo původní finanční zajištění, a považuje se za poskytnuté podle dohody o finančním zajištění s poskytnutím jistoty ve stejné době, jako bylo poskytnuto původní finanční zajištění (čl. 5, odst. 2 směrnice o dohodách o finančním zajištění).

<sup>646</sup> Čl. 5, odst. 2 směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>647</sup> Rozdíl mezi zástavním právem k nepřímo drženým cenným papírům na účtu a zástavním právem k účtu spočívá v definici jeho rozsahu: zatímco v prvním případě se jedná o zástavní právo pouze k přesně vymezeným cenným papírům na účtu, v druhém případě je zastaven účet cenných papírů jako celek, což vyplývá z možné kvalifikace účtu cenných papírů jako věci hromadné; zda půjde o ten či onen případ zástavního práva, bude záviset na tom, zda nepřímo držené cenné papíry budou v rámci zástavy účtu převedeny na zvláštní účet či zda zůstanou na původním účtu zástavce (podrobněji Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 176 an.)

<sup>648</sup> Zřízení zajištění pomocí označení cenných papírů na účtu či připsání nepřímo držených cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, na zvláštní účet, je možný i podle práva Spojených států amerických, nicméně tyto způsoby zajištění jsou – na rozdíl od zřízení zajištění tzv. dohodou o kontrole – ve Spojených státech používány relativně zřídka.

<sup>649</sup> Ve fr.: „*nantissement de comptes-titres*.“

<sup>650</sup> Institut zástavního práva k nepřímo drženým cenným papírům podle francouzského práva má zvláštní režim (odlišný od zástavního práva k věcem movitým zvaného „*gage*“ podle obecných ustanovení Code civil), který je více méně vyčerpávajícím způsobem upraven v příslušných ustanoveních francouzského peněžního a finančního zákoníku a obchodního zákoníku. Vynětí zástavy cenných papírů na účtu z obecného režimu zástav umožňuje

francouzského práva je vytvořeno na základě zástavní smlouvy, ač podmínka existence této smlouvy není v legislativě výslovně specifikována.<sup>651</sup> Ke zřízení zástavního práva dochází doručením prohlášení majitele účtu-zástavce<sup>652</sup> jeho přímému prostředníkovi;<sup>653</sup> tímto okamžikem nabývá zástavní právo účinnosti vůči třetím stranám.<sup>654</sup>

Realizace zřízení zástavy účtu cenných papírů ve francouzském právu může nabýt jedné ze dvou podob: prostředník buď vytvoří zvláštní účet na jméno majitele účtu-zástavce obsahující zastavené cenné papíry;<sup>655</sup> předmětem zástavy jsou v takovém případě nepřímě držené cenné papíry<sup>656</sup> zapsané na účtu v okamžiku doručení zmíněného prohlášení a dále ty, jež je nahradí či doplňují, a to včetně výnosů z těchto cenných papírů;<sup>657</sup> alternativně, není-li vytvořen uvedený zvláštní „zástavní“ účet, budou předmětem zástavního práva pouze konkrétní cenné papíry na účtu, jež na něm byly zapsány v okamžiku doručení uvedeného prohlášení,<sup>658</sup> jakož i identifikované peněžní prostředky představující eventuelní výnosy z daných cenných papírů.<sup>659</sup> Zřízení více zástavních práv k témuž účtu cenných

---

vyhnout se určitým formalitám vyžadovaným v rámci obecného režimu, jako je například povinnost registrace zástav podle čl. 2074 Code civil. Budou-li předmětem zástavního práva cenné papíry na účtu, nikoli celý účet, bude se jejich režim řídit uvedeným zvláštním režimem podle francouzského CMF, nikoli obecnými ustanoveními o zástavě v Code civil (Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn. č. 244, str. 878).

<sup>651</sup> Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn. č. 244, str. 882; Simler, Ph., Delebecque, Ph.: Droit civil – Les sûretés La publicité foncière, 6<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, str. 596.

<sup>652</sup> Toto prohlášení musí být datováno a musí obsahovat náležitosti uvedené v čl. D. 211-10 francouzského CMF.

<sup>653</sup> Neuville, S.: Droit de la banque et des marchés financiers, Presses Universitaires Françaises, 2005, Paris, str. 238.

<sup>654</sup> Čl. L. 211-20 CMF.

<sup>655</sup> Čl. L. 211-20, odst. 1 a 2 CMF.

<sup>656</sup> Předmětem režimu zástavy účtu nemohou být finanční nástroje, jež nejsou cennými papíry, jako například deriváty (Auckenthaler, Fr.: Droit des marchés des capitaux, L.G.D.J., str. 115).

<sup>657</sup> Je-li účet cenných papírů veden samotným emitentem, musí být výnosy ze zastavených cenných papírů připsány na účet zřízený u osoby oprávněné vést peněžní účty; tento peněžní účet je považován za součást účtu cenných papírů vedeného u emitenta (čl. 211-20, odst. 3 CMF).

<sup>658</sup> K identifikaci zastavených cenných papírů na účtu dojde pomocí procedury zvané francouzsky „topage“, kdy bude na výpisech z účtu vytištěna hvězdička.

<sup>659</sup> V obou případech obdrží zástavní věřitel na požádání od příslušného prostředníka potvrzení o existenci zástavního práva obsahující inventář všech takto zastavených cenných papírů a výnosů z nich.

papírů ve prospěch více než jednoho zástavního věřitele je ve francouzském právu dovoleno.<sup>660</sup>

Výnosy z cenných papírů během existence zástavního práva tvoří součást předmětu zástavy,<sup>661</sup> avšak není možno s nimi jakkoli nakládat až do okamžiku realizace zajištění. Podmínky práva užívat zastavené cenné papíry, tj. disponovat s nimi, musí být součástí dohody mezi zástavním věřitelem a majitelem účtu-zástavcem:<sup>662</sup> strany tak mohou zahrnout do předmětu zástavy za původních podmínek cenné papíry, jež jsou zapsány na účet později než k okamžiku zřízení zástavního práva, a rovněž možnost zástavního věřitele vyměnit cenné papíry, jež jsou předmětem zástavy za „ekvivalentní“ cenné papíry.<sup>663</sup>

## **b) Belgické právo**

Na zástavní právo k nepřímo drženým cenným papírům je v belgickém právu rozšířen režim finančního zajištění podle směrnice 2002/47/ES.<sup>664</sup> Tento režim deroguje obecná ustanovení o zástavě belgického Code civil či zákona o obchodní zástavě.<sup>665</sup> Zástavní právo k nepřímo drženým cenným papírům je zřízeno písemnou smlouvou, přičemž k dodržení písemné formy postačí elektronický zápis či jiná obchodně uznávaná forma.<sup>666</sup> Zástavní právo nabývá účinnosti transferem držby cenných papírů ve prospěch zástavního věřitele – v případě nepřímo držených cenných papírů se tento transfer realizuje zápisem těchto cenných papírů na zvláštní účet vedený u centrálního depozitáře nebo u

---

<sup>660</sup> Otázka možnosti učinit cenné papíry na účtu předmětem více zástavních práv není ve francouzském právu uspokojivě vyřešena, nicméně od okamžiku vstupu v účinnost zákona LME ze 4. srpna 2008 je dovozována dovolenost této možnosti ( Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn. č. 244, str. 888, 889-890)

<sup>661</sup> Čl. L. 211-20, odst. 1 CMF.

<sup>662</sup> Čl. L. 211-20, odst. 1, 2 a 4 CMF.

<sup>663</sup> Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn. č. 244, str. 898.

<sup>664</sup> Ustanovení belgického ZoFZ, str. 2961.

<sup>665</sup> Belgický ZoFZ a čl. 468 an. belgického Code des sociétés; občanská“ zástava se řídí čl. 2073 an. belgického Code civil; obchodní zástava se řídí krom toho ustanoveními zákona z 5. května 1872 o obchodní zástavě (ve fr.: „*Loi du 5 mai 1872 sur le gage commercial*“).

<sup>666</sup> Čl. 6 belgického ZoFZ. Je-li zřízena mezi osobami, z nichž alespoň jedna není obchodníkem, je nutná písemná smlouva (Haentjens.: op. cit. pozn. č. 133, str. 85).

prostředníka, jež je členem centrálního depozitáře, na jméno dohodnuté osoby, přičemž tyto cenné papíry není třeba označovat číslem.<sup>667</sup>

Zástavní dlužník nesmí mít v důsledku tohoto převodu nad uvedeným zvláštním účtem kontrolu a tento účet musí být označen takovým způsobem, aby bylo patrné, že jde o účet „zástavní.“ Pokud jde o výnosy vyplývající ze zastavených nepřímo držených cenných papírů ty jsou součástí zástavy;<sup>668</sup> hlasovací práva, v případě účastnických nepřímo držených cenných papírů, zůstávají dlužníkovi.<sup>669</sup> Dále belgické právo umožňuje, aby nepřímo držené cenné papíry, jež jsou předmětem zástavy, byly v jejím průběhu vyměněny za jiné, ekvivalentní.<sup>670</sup>

### c) Lucemburské právo

Zřízení zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry vyžaduje smlouvu, o níž je pořízen písemný záznam.<sup>671</sup> Nicméně v případě, že předmětem zajištění<sup>672</sup> jsou nepřímo držené cenné papíry, je záznam na účtu cenných papírů dostačujícím důkazním prostředkem o tomto zajištění.<sup>673</sup> Realizace zřízení zajištění pomocí zástavního práva k nepřímo drženým cenným papírům evidovaným na účtu je konstruována pomocí adaptace převodu práva držby z důvodu nemožnosti materializace držby nepřímo držených cenných papírů navenek jinak než dokumentací vedenou prostředníky.<sup>674</sup> Zástavní dlužník zřizující zástavní právo k nepřímo drženým cenným papírům je považován za primární subjekt věcného práva *sui generis*, jež je obdobou práva vlastnického, a

<sup>667</sup> Čl. 7, § 1 královského nařízení č. 62; § 470 belgického Code des sociétés; čl. 4 § 1 belgického ZoFZ.

<sup>668</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 86.

<sup>669</sup> T'Kint, Fr.: Sûretés, 4<sup>ème</sup> éd., Larcier 2004, str. 150-151.

<sup>670</sup> Čl. 11 belgického ZoFZ.

<sup>671</sup> V souladu s čl. 109 lucemburského Code de commerce.

<sup>672</sup> Zajištěním se rozumí jakákoli zpeněžitelná část majetku, včetně peněžních prostředků poskytnutých v rámci zástavní smlouvy, smlouvy o zpětné koupi, o zajištění převodem práva nebo obdobné smlouvy nebo jiným způsobem za účelem zajištění práv a povinností, které mohou vzniknout v rámci systému vypořádání obchodů s cennými papíry nebo poskytnutých členskými centrálními bankami Evropského systému centrálních bank nebo Evropskou centrální bankou k takové části zpeněžitelného majetku (čl. 17 lucemburského LCTIF).

<sup>673</sup> Čl. 2 lucemburského zákona o smlouvách o finančním zajištění.

<sup>674</sup> Prussen, Y.: Le régime des titres et instruments fongibles in Droit bancaire et financier au Luxembourg, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier, str. 1316.

jež v sobě zahrnuje právo držby: realizace zřízení zajištění je v důsledku toho představována převodem tohoto práva držby na zajištěného věřitele, které se uskutečňuje jedním ze tří zákonem předvídaných způsobů.<sup>675</sup>

Způsob nakládání s právy a povinnostmi spojenými s nepřímo drženými cennými papíry, jež jsou předmětem zástavy podle lucemburského práva si strany mohou určit smluvně; neučiní-li tak, má právo přijmout výnosy vyplývající z těchto práv zástavní věřitel a je oprávněn je buď započíst oproti zajištěné pohledávce či je podržet jako součást předmětu zástavy. Rovněž způsob výkonu hlasovacích práv spojených s účastnickými nepřímo drženými cennými papíry může být smluvně určen stranami zástavní smlouvy jak ve prospěch zástavního dlužníka, tak zástavního věřitele; není-li takového ujednání mezi stranami, je k výkonu hlasovacích práv oprávněn zástavní dlužník, jenž je primární subjektem věcného práva *sui generis* k nepřímo drženým cenným papírům.<sup>676</sup>

#### **d) Německé právo**

Zřízení zástavního práva k nepřímo drženým cenným papírům vedeným na účtu se v německém právu řídí obecnými ustanoveními německého občanského práva o zástavním právu movitých věcí a práv.<sup>677</sup> Zřízení zástavního práva k nepřímo drženým cenným papírům vyžaduje smlouvu mezi zástavním dlužníkem a věřitelem.<sup>678</sup> Realizace zřízení zajištění se uskutečňuje obdobně jako v případě

<sup>675</sup> Za prvé, smlouvou mezi zřizovatelem zástavy, zástavním věřitelem a prostředníkem či smlouvou mezi první dvěma uvedenými notifikovanou prostředníkově, která určuje, že prostředník má vůči předmětným nepřímo drženým cenným papírům jednat v souladu s pokyny zástavního věřitele bez dalšího souhlasu zřizovatele zajištění, za druhé, zápisem na účet cenných papírů vedeného na jméno zřizovatele zástavy nebo, za třetí, zápisem nepřímo držených cenných papírů na účet cenných papírů vedeného na jméno zřizovatele nebo určené třetí osoby v postavení detentora, a konečně, za čtvrté, smlouvou mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem, je-li prostředník zástavním věřitelem – zřízení zajištění jedním ze způsobů uvedených výše se prostředník zřídá přednosti svých zástavních práv k daným nepřímo drženým cenným papírům vůči zástavním právům zřízeným podle výše uvedených způsobů k týmž nepřímo drženým cenným papírům, nedohodne-li si prostředník s dotčenými zástavními věřiteli jinak (čl. 5, odst. 2, písm. a) lucemburského zákona o smlouvách o finančním zajištění).

<sup>676</sup> Čl. 8 a 9 lucemburského zákona o smlouvách o finančním zajištění.

<sup>677</sup> § 1204 až 1296 BGB.

<sup>678</sup> Than, J.: op. cit. pozn. č. 156, str. 547. Smlouva o zřízení zajištění, ať už se jedná o zástavní právo či jiný druh zajištění, představuje zvláštní úmluvu svého druhu, na základě



převodu nepřímo držených cenných papírů prostřednictvím fiktivního předání věci, a to buď na základě ustanovení všeobecných podmínek CBF, jedná-li se o zřízení zajištění mezi dvěma členy CBF, nebo na základě příslušných ustanovení německého občanského zákoníku o převodu držby;<sup>679</sup> prostředníci převod držby mezi zástavním dlužníkem, jenž je konečným majitelem účtu, a zástavním věřitelem pouze zprostředkovávají.<sup>680</sup>

Práva a povinnosti zástavního věřitele vyplývající z titulu zástavního práva k nepřímo drženým cenným papírům zřízeným v jeho prospěch odpovídají právům a povinnostem prostředníka, neboť německý zákon o úschově staví zástavního věřitele do role prostředníka zajišťující úschovu cenných papírů.<sup>681</sup> V důsledku toho má zástavní věřitel povinnost předat dlužníkovi veškeré výnosy z práv spojených s cennými papíry a umožnit mu výkon eventuelních hlasovacích a rozhodovacích práv, neboť tato povinnost stíhá i prostředníka.<sup>682</sup>

#### e) Anglické právo

Funkci zástavy účtu cenných papírů, kdy si poskytovatel zástavy ponechává k jeho předmětu, tj. k nepřímo drženým cenným papírům, určitá práva<sup>683</sup> na sebe bere v anglickém právu institut fixní zástavy<sup>684</sup> či eventuelně tzv. plovoucí zástavy.<sup>685</sup> Nejvýznamnější rozdíl mezi fixní a plovoucí zástavou spočívá v intenzitě kontroly cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění: zatímco u fixní

---

níž dochází ke zřízení zajištění (Lwowski, H.-J.: Sicherungszweckerklärung – ausgewählte Fragen aus der Praxis, in Ekkenga, J., Hadding, W., Hammen, H. (Hrsg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2003, str. 350).

<sup>679</sup> § 930 či 931 BGB.

<sup>680</sup> Than, J. : op. cit. pozn. č. 156, str. 548.

<sup>681</sup> § 17 německého zákona o úschově.

<sup>682</sup> Vzhledem ke striktní akcesoritě zástavního práva vůči pohledávce, jejíž splnění zajišťuje, není v německém právu v zásadě možné, aby během trvání zástavního práva došlo k rozšíření zastavených pohledávek či rozšíření (zvýšení hodnoty) předmětu zástavy (Lwowski, H.-J.: op. cit. pozn. č. 678, str. 351 a 360).

<sup>683</sup> Zejména právo na vrácení zastavených cenných papírů (v ang.: „*equity of redemption*.“)

<sup>684</sup> V ang. „*fixed charge*.“ Pojem fixní zástavy je v anglickém právu používán synonymně s pojmem „*equitable mortgage*.“

<sup>685</sup> V ang.: „*floating charge*.“

zástavy musí být její předmět specificky vymezen<sup>686</sup> a nemůže se během trvání zástavy měnit bez souhlasu zástavního věřitele,<sup>687</sup> u plovoucí zástavy je jejím předmětem měnící se soubor aktiv, s jejichž jednotlivými částmi může dlužník i po zřízení plovoucí zástavy disponovat bez souhlasu zástavního věřitele.<sup>688</sup> Předpokladem zřízení fixní či plovoucí zástavy je platná a vykonatelná zástavní smlouva, což vyžaduje převod protihodnoty či vyhotovení zástavní smlouvy jako formálního aktu, tzv. deed, a formu smlouvy v podobě vyžadované sekci 53 zákona o vlastnictví.<sup>689</sup> K tomu, aby uvedené typy zástav nabyly účinnosti vůči třetím stranám, je nutné, aby došlo k tzv. perfekci, tj. nabytí účinnosti zajištění vůči třetím stranám.<sup>690</sup> Zůstávají-li cenné papíry na účtu poskytovatele zástavy je na základě soudního rozhodnutí ve věci *Dearle v. Hall* dovozováno, že k zajištění účinnosti zástavy vůči třetím stranám je nutné informovat o zřízení zajištění přímého prostředníka, jenž vede účet, na němž jsou zapsány cenné papíry, jež jsou předmětem zajištění.<sup>691</sup> V případě, že jsou nepřímě držené cenné papíry vedeny na účtech v CRESTu, lze tyto cenné papíry zastavit jejich převedením na zvláštní účet pod kontrolou zástavního věřitele (tzv. Settlement of a Transfer to Escrow).<sup>692</sup>

Právo na výnosy z nepřímě drženého cenného papíru náleží věřiteli, zatímco eventuelní hlasovací práva spojená s těmito cennými papíry zůstávají zástavci.

<sup>686</sup> Předmět fixní zástavy se může měnit, pokud s každou změnou dá zástavní věřitel souhlas.

<sup>687</sup> Pro účely definice kontroly v rámci analyzovaných principů britské Právní komise postačí, bude-li mít zástavní věřitel „pozitivní“ kontrolu cenných papírů, tj. možnost s těmito cennými papíry nakládat. Ve vztahu ke směrnici o finančním zajištění ovšem Právní komise dovodila, že k její správné implementaci je pojem kontroly v ní uvedený (čl. 2, odst. 2 směrnice) nutno chápat jako kontrolu „negativní“, tj. možnost zabránit poskytovateli zajištění s danými cennými papíry jakkoli nakládat. V pojetí anglického práva má určitá osoba kontrolu nad cennými papíry, pokud je schopna a/nebo oprávněna určovat, jak bude s cennými papíry nakládáno (Projekt Právní komise ohledně nepřímě držených cenných papírů: Třetí seminář – Problémy týkající se nabyvatelů nepřímě držených cenných papírů, op. cit. pozn. č. 5, str. 16).

<sup>688</sup> *Re Cosslet (Contractors) Ltd.* [1997] 4 All ER 115. Krom toho jedná-li se o plovoucí zástavu týkající se společnosti podřízené anglickému právu je nutné provést její registraci.

<sup>689</sup> Ohledně požadavků sekce 53 zákona o vlastnictví písm. g) pododdílu 1 oddílu 2 druhého dílu této části; *deed* bude splňovat požadavky uvedené sekce automaticky, neboť se z povahy věci jedná o písemný akt.

<sup>690</sup> Jelikož zajištění, včetně zástavního práva, je závazné vůči třetím stranám, nemělo by vzniknout do okamžiku zveřejnění, kdy se s ním tyto třetí strany mohou seznámit.

<sup>691</sup> Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 88.

<sup>692</sup> Dotazník LCG-EC, str. 185.

Zástavní věřitel nicméně nemá právo disponovat s nepřímo drženými cennými papíry, jež jsou předmětem zástavy, ať už fixní či plovoucí, zejména je dále zcizit, resp. převést tyto cenné papíry na jinou osobu.<sup>693</sup> Rovněž možnost použít cenné papíry přijaté v rámci zástavy jako předmět zajištění vlastních dluhů zástavního věřitele je až na výjimky omezená.<sup>694</sup>

### **Kapitola 3 – Převod vlastnického či obdobného práva za účelem zajištění (fiducie)**

Fiduciární převod vlastnického či obdobného práva k nepřímo drženým cenným papírům za účelem zajištění se začal rozvíjet od počátku devadesátých let minulého století<sup>695</sup> v reakci na finanční krizi z roku 1987,<sup>696</sup> a to zejména v těch právních řádech, které institut fiducie již využívaly v jiných oblastech. Zajišťovací převod vlastnického či obdobného práva za účelem zajištění, tzv. fiducie, jehož předmětem mohou být nepřímo držené cenné papíry, znají ze

---

<sup>693</sup> Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 83.

<sup>694</sup> Soudní precedenty dispozice s nepřímo drženými cennými papíry, jež jsou předmětem zástavy, zakazují (*Marquess of Northampton v Pollock* (1890) 45 Ch D 190; rovněž *Noakes v Rice* [1902] AC 24). Jedinou výjimkou v tomto ohledu se jeví možnost zástavního věřitele dále disponovat s těmi cennými papíry, jež jsou předmětem zástavy, jejichž ekvivalent je možno snadno získat na sekundárním trhu, ovšem ani tato výjimka založená na soudním rozhodnutí ve věci *Ellis & Co. (Ellis & Co's Trustee v. Dixon-Johnson* [1924] 2 Ch 451; rovněž rozhodnutí ve věci *Crearer v. Bank of Scotland* [1922] SC (HL) 137) není považována za dostatečně spolehlivý právní základ pro širší využití v praxi.

<sup>695</sup> Právní nejistota ohledně možnosti zástavních věřitelů dále disponovat s nepřímo drženými cennými papíry, jež byly předmětem zástavy či tzv. mortgage, vedla na konci osmdesátých let minulého století k zastavení půjčování cenných papírů, jež byly předmětem zástavy či mortgage, a ke krizi na londýnských kapitálových trzích. Výhodiskem z této krize byla úprava smluvní dokumentace tak, aby umožňovala převod vlastnického či obdobného práva pro účely zajištění, v rámci čehož bylo zajištěným věřitelům znovu umožněno začít půjčovat nepřímo držené cenné papíry, jež obdržely jako předmět zajištění. (Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 140).

<sup>696</sup> Jako jednou z příčin finanční krize, jež vypukla v roce 1987 bývá uváděna skutečnost, že nepřímo držené cenné papíry, jež braly věřitelé do zástavy, byly těmito věřiteli dále resp. prodávány třetím osobám, aniž tito věřitelé měli k převodu vlastnického či obdobného práva k cenným papírům, k nimž měli pouze zástavní právo, odpovídající titul: je zřejmé, že má-li určitá osoba k nepřímo drženému cennému papíru pouze zástavní právo nemůže na třetí osobu převést vlastnické či obdobné právo k takovému cennému papíru (Morton, G.: Legal risk and its impact on market efficiency in Legal risk and its impact on market efficiency, UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with Intermediary, únor 2003, str. 5)

zkoumaných právních řádů právní řád francouzský, lucemburský a německý.<sup>697</sup> Fiducii se v jistém smyslu podobá i anglický institut zvaný *legal mortgage*. Švýcarské právo,<sup>698</sup> německé právo a právo Spojených států amerických znají instituty fiducie, avšak zvláštní úprava nepřímo držených cenných papírů v podstatě způsobuje nemožnost jejího praktického použití v této oblasti.<sup>699</sup>

#### a) Francouzské právo (fiducie)

Fiducie<sup>700</sup> byla do francouzského práva přijata zákonem z 19. února 2007<sup>701</sup> s účinností od 1. června 2007, a byla kodifikována do článků 2011 až 2030 Code civil. Ustanovení článku definuje fiducii jako „*operaci, v rámci které jeden nebo více zřizovatelů převádí věci, práva nebo zajištění, současná či budoucí, na jednoho či více fiduciářů, kteří, drže je odděleně od svého vlastního majetku, jednají za určeným cílem ve prospěch jednoho nebo více obmyšlených.*“<sup>702</sup> Francouzská fiducie se koncepčně liší od anglosaského trustu, neboť je založena na synallagmatickém vztahu a zachovává jednotu vlastnického práva převáděného v rámci fiducie.<sup>703</sup>

Fiducie vzniká na základě zákona či smlouvy mezi fiduciantem (poskytovatelem) a fiduciářem (příjemcem věci, práva či zajištění).<sup>704</sup> Převod vlastnického práva se

<sup>697</sup> Fiduciární převod vlastnického či obdobného práva za účelem zajištění není používán v rakouském či belgickém právu.

<sup>698</sup> Švýcarské právo rozvíjí institut fiducie v rámci ustanovení mandátní smlouvy (čl. 394 – 406 zákoníku o obligacích a rozhodnutí švýcarského federálního tribunálu 17. března 1905 ve věci *Grüiring-Dutoit v. Kappeler*, ATF 31 [1905] II. 105).

<sup>699</sup> Z evropských právních řádů dále využívá fiducii například Lichtenštejnsko, v určitém smyslu rovněž Itálie. Z neevropských právních řádů nevycházející ze rodiny právních řádů common-law znají fiducii právní řád kanadské provincie Québec, právní řád japonský čínský a některé právní řády Jižní Ameriky a islámského práva.

<sup>700</sup> Před účinností fiducie bylo dosahováno stejného ekonomického účelu jako v rámci fiducie pomocí institutu prodeje na zkoušku, který je analyzován podrobněji níže.

<sup>701</sup> Zákon č. 2007-211 z 19. února 2007, JORF n°44 du 21 février 2007, str. 3052 (novelizovaný zákonem č. 2008-776 za 4. srpna 2008, JORF n°0181 du 5 août 2008, str. 12471)

<sup>702</sup> Čl. 2011 francouzského Code civil.

<sup>703</sup> Dossiers pratiques, La fiducie – mode d'emploi, Editions Francis Lefebvre 2009, str. 14 – 15.

<sup>704</sup> Použití institutu fiducie nebylo od počátku přístupné všem osobám: zřizovatelem fiducie, tzn. poskytovatelem zajištění (ve fr.: „*constituant*“), mohla být pouze právnická osoba, která je poplatníkem daně ze jmění, (ve fr.: „*impôt sur la fortune*“, často používané pod zkratkou ISF), kdežto fiduciářem, tzn. příjemcem zajištění, mohly být pouze bankovní,

děje stejným způsobem jako v případě definitivního převodu vlastnického práva. Účinnost vůči třetím stranám nastává rovněž ve stejném okamžiku. Zřízení či převod fiducie musí být zaregistrovány u finančního úřadu, v jehož obvodě se nachází sídlo fiduciáře.<sup>705</sup> Fiduciář je především povinen držet práva, která na něj byla v rámci fiducie převedena, odděleně od svého majetku a takto o nich rovněž účtovat.<sup>706</sup> Fiduciant má právo na vydání účtů a smluvní nárok na vrácení předmětu fiducie.<sup>707</sup> Ve stejném postavení jako fiduciant je od okamžiku uzavření smlouvy i obmyšlený, je-li osobou odlišnou od zřizovatele fiducie.<sup>708</sup> Co se týče výnosů či eventuelně hlasovacích práv spojených s nepřímo držеныmi cennými papíry, která jsou předmětem fiducie, záleží na stranách, jak upraví otázku, komu budou tyto výnosy náležet či kdo bude tato práva vykonávat; neupraví-li tuto otázku, je s těmito právy oprávněn disponovat fiduciář v rámci účelu fiducie.<sup>709</sup>

## b) Lucemburské právo (fiducie)

Institut fiducie je v lucemburském právu kodifikován od roku 1983.<sup>710</sup> V současné době je v fiducie v lucemburském právu<sup>711</sup> vymezena jako „smlouva, podle které osoba, fiduciant, sjedná s jinou osobou, fiduciářem, že tento fiduciář se stane vlastníkem majetku tvořícího fiduciární jmění v souladu s určenými

---

finanční či pojišťovací ústavy. Zákon ze 4. srpna 2008 (zákon č. 2008-776) a nařízení ze 30. ledna 2009 (Ordonance č. 2009-112, JORF n°0026 du 31 janvier 2009, str. 1854) ovšem rozšířil možnost použití fiducie i pro fyzické osoby na straně jedné a pro advokáty na straně druhé.

<sup>705</sup> Čl. 2019 francouzského Code civil.

<sup>706</sup> Čl. 2022, věta třetí francouzského Code civil.

<sup>707</sup> Čl. 12 zákona č. 2007-211 z 19. února 2007.

<sup>708</sup> Dossiers pratiques, op. cit. pozn. č. 703, str. 28, 30, 131 – 132.

<sup>709</sup> Dossiers pratiques, op. cit. pozn. č. 703, str. 137. Případná insolvence fiduciáře a její účinky se nedotýkají majetku převedeného v rámci fiducie; tento majetek je vyňat z insolvenční podstaty fiduciáře (čl. 2064 francouzského Code civil.)

<sup>710</sup> Velkovévodské nařízení ze dne 19. července 1983 o fiduciárních smlouvách úvěrových ústavů (ve fr.: „Le règlement grand-ducal du 19 juillet 1983 relatif au contrats fiduciaires des établissements de crédit”), Mémorial A, n°54 du 24 juillet 1983, p. 1334.

<sup>711</sup> Zákon z 27. července 2003 o trustu a fiduciárních smlouvách (ve fr.: „Loi du 27 juillet 2003 relative au trust et aux contrats fiduciaires”), Mémorial 2003, 2620, (mod. L. 22 mars 2004, Mémorial 2004, 720). Tento zákon nahradil výše uvedené velkovévodské nařízení z roku 1983.

povinnostmi."<sup>712</sup> Přesto, že tato definice fiducie vychází z definice trustu uvedené v Haagské úmluvě z 1. července 1985 o rozhodném právu použitelném na trust a jeho uznání,<sup>713</sup> nejedná se obdobně jako ve francouzském právu o přejmutí anglosaského institutu trustu,<sup>714</sup> nýbrž o svébytnou definici fiducie založenou na synallagmatickém smluvním vztahu<sup>715</sup> a jednotě převáděného vlastnického práva, resp. ve vztahu k nepřímo držným cenným papírům věcného práva *sui generis*.<sup>716</sup> Přesto, že fiduciář je subjektem, jemuž svědčí plné vlastnické právo, resp. věcné právo *sui generis*, převedené na něj v rámci fiducie, fiduciární jmění netvoří součást majetku fiduciáře, není v dosahu jeho věřitelů a fiduciář musí o tomto majetku účtovat odděleně.<sup>717</sup>

Zajištění prostřednictvím fiduciárního převodu vyžaduje stejný smluvní základ jako zajištění zástavním právem. K převodu vlastnického práva, resp. věcného práva *sui generis* v případě nepřímo držných cenných papírů, dochází v rámci zajišťovacího fiduciárního převodu nejpozději k okamžiku připsání cenných papírů na účet otevřený na jméno cesionáře nebo osoby jednající na jeho účet nebo v okamžiku označení nepřímo držných cenných papírů na zvláštním účtu otevřeného na jméno převodce jako cenných papírů náležejících zajištěnému

---

<sup>712</sup> Čl. 5 lucemburského zákona o trustu a fiduciárních smlouvách; uvedená definice fiducie vychází z definice trustu z Haagské úmluvy z 1. července 1985 o rozhodném právu použitelném na trust a jeho uznání, která byla uvedeným zákonem ratifikována.

<sup>713</sup> Tato Úmluva byla ratifikována uvedeným lucemburským zákonem o trustu a fiduciárních smlouvách; podrobněji ohledně souladu lucemburského zákona o o trustu a fiduciárních smlouvách s touto Úmluvou, Hoss, Ph., Santer, P.: Le contrat fiduciare en droit luxembourgeois, Larcier, str. 849 an.

<sup>714</sup> Hoss, Ph., Santer, P.: op. cit. pozn. č. 713, Larcier, str. 781.

<sup>715</sup> Vzhledem k tomu, že původ lucemburské fiducie je v mandátní smlouvě uplatní se právní úprava této smlouvy – s výjimkou ustanovení o zastoupení – subsidiárně na práva a povinnosti stran vyplývající z fiduciárního vztahu.

<sup>716</sup> Jedná-li se o nepřímo držené cenné papíry, je právo k těmto cenným papírům v lucemburském právu definováno jako věcné právo *sui generis*, nikoli jako právo vlastnické, a fiduciant tudíž může na fiduciáře převést pouze toto věcné právo *sui generis*, nikoli vlastnické právo (čl. 7, odst. 1 lucemburského zákona o trustu a fiduciárních smlouvách).

<sup>717</sup> Fiduciářem spravujícím v rámci fiducie nepřímo držené cenné papíry může být pouze osoba profesního finančníka. Jak zákon o trustu a fiduciárních smlouvách, tak zákon o smlouvách o finančním zajištění výslovně umožňují použití fiducie za účelem zajištění, nicméně fiduciářem-příjemcem zajištění mohou být pouze profesionální finančníci (čl. 1, odst. 12, čl. 6, 8 a 13 lucemburského zákona o smlouvách o finančním zajištění).

věřiteli.<sup>718</sup> Práva a povinnosti si mohou fiduciant a fiduciář sjednat smluvně, tak aby hodnota majetku, jenž je předmětem fiducie, reflektovala hodnotu fiducií zajištěných pohledávek na základě výše těchto pohledávek či jiných smluvených kritérií: toto ustanovení umožňuje stranám možnost předvídat, že výnosy z nepřímo držených cenných papírů budou tvořit součást fiduciárního majetku, jenž je předmětem zajištění, stejně jako možnost poskytnutí tzv. dodatečného zajištění.<sup>719</sup>

### c) Německé právo (Sicherungstreuhand)

Fiduciární převod vlastnického práva,<sup>720</sup> resp. v případě nepřímo držených cenných papírů, spoluvlastnického práva,<sup>721</sup> za účelem zajištění závazků je možno uzavřít i v německém právu.<sup>722</sup> Jedná se o institut, který není upraven zákonem, ale byl vytvořen judikaturou v důsledku potřeby hospodářské praxe.<sup>723</sup> Německá soudní praxe dovodila přípustnost jak prostého převodu vlastnického práva, tak převodu s možností „užití“ těchto cenných papírů osobou příjemce zajištění se závazkem vrácení ekvivalentních cenných papírů poskytovateli. Práva a povinnosti jsou založena smlouvou mezi stranami, přičemž na práva a povinnosti

<sup>718</sup> Čl. 14, odst. 1 zákona o smlouvách o finančním zajištění; jakákoli ustanovení omezující charakter vlastnického, resp. věcného práva *sui generis*, nemají vliv na charakter tohoto práva jako práva vlastnického, resp. věcného práva *sui generis*, přičemž fiduciant se může vzdát práva dávat fiduciáři jakékoli pokyny ohledně majetku, jež je součástí fiducie (čl. 14, odst. 2 a čl. 7, odst. 4 zákona o smlouvách o finančním zajištění).

<sup>719</sup> Na druhou stranu stejně jako v případě operace zpětného odkupu podle lucemburského práva musí fiducie zajišťovat vyváženost povinností stran v průběhu realizace smlouvy v rámci určité operace či souhrnu operací mezi smluvními stranami. V neposlední řadě je nutno zmínit povinnost fiduciáře vyúčtovat výkon svých povinností týkajících se předmětu fiducie a toto vyúčtování fiduciáři odevzdat (Hoss, Ph., Santer, P.: op. cit. pozn.č. 713, str. 723 a 851).

<sup>720</sup> V něm. : „*Treuhandsicherheit*“.

<sup>721</sup> Fiducii za účelem zajištění („*Sicherungstreuhand*“) je nutno odlišovat od fiducie za účelem správy „*Verwaltungstreuhand*“. Jednou z hlavních odlišností zajišťovací fiducie od fiducie za účelem správy je skutečnost, že zajišťovací fiducie primárně slouží potřebám fiduciáře, zatímco fiducie za účelem správy slouží více zájmům fiducianta.

<sup>722</sup> Wiegand, W. in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Kniha třetí, Věcná práva, 2003, C.H. Beck Verlag, Mnichov, §54 an.

<sup>723</sup> BGH, rozhodnutí z 21. září 1994, XII ZR 77/93, BGHZ 127, str. 138 an. Na druhou stranu je uváděno, že *Sicherungstreuhand* není pro zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry příliš využívána, neboť takto poskytnuté zajištění musí stejně splnit požadavky německého *DepotG* ohledně zástavy (Schödermeier, M., Löber, K., Wortmann, B. in Potok, R.: *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, London 2002, str. 288).

jednotlivých stran se přiměřeně použijí normy ohledně práv a povinností stran v případě zřízení zástavního práva.<sup>724</sup>

#### **d) Anglické právo (legal mortgage)**

V anglickém právu lze zřídit zajištění převedením právního titulu pomocí institutu *legal mortgage*. Realizovat zřízení zajištění lze registrací právního titulu k nepřímo drženým cenným papírům na jméno příjemce zajištění v rámci CRESTu, kde budou předmětné nepřímo držené cenné papíry převedeny na účet příjemce zajištění. Smlouva o zřízení zajištění převodem právního titulu musí být vyhotovena v podobě formálního aktu (tzv. *deed*). Vzhledem k tomu, že mortgage není považována v anglickém právu za zajištění převodem vlastnického či obdobného práva, použijí se pravidla ohledně zástavy zakazující věřiteli disponovat s nepřímo drženými cennými papíry, jež jsou předmětem mortgage, rovněž na tento typ zajištění.<sup>725</sup>

### **Kapitola 4 – Další způsoby zajištění závazků pomocí nepřímo držených cenných papírů**

Vedle uvedených způsobů zajištění závazků ve formě zástavy účtu cenných papírů a zajištění pomocí převodu vlastnického či obdobného práva existují ve švýcarském právním řádu a v právním řádu Spojených států amerických způsoby zajištění, jež nelze podřadit ani pod jeden z uvedených typů zajištění.

#### **a) Švýcarské právo (funkční zajištění)**

Zřízení zajištění k nepřímo drženým cenným papírům ve švýcarském právu má nejbližší funkčnímu pojetí zřízení zajištění uvedenému v Úmluvě UNIDROIT. Předmětem tohoto typu zajištění mohou být vymezené cenné papíry nebo všechny cenné papíry připsané k dobru účtu nebo část cenných papírů připsaných k dobru

---

<sup>724</sup> Důvodová zpráva k návrhu zákona transponující směrnici 2002/47/ES, Říšská rada (Bundesrat), tisk 563/03, str. 13.

<sup>725</sup> Benjamin, J.: op. cit. pozn.č. 87, str. 99, 101, 119 a 209.



účtu do určité výše.<sup>726</sup> Zřízení zajištění může být realizováno buď stejným způsobem jako převod, tj. příkazem a připsáním nepřímo držených cenných papírů na účet (zřízený na jméno zástavního věřitele u prostředníka dlužníka či na zvláštní účet u prostředníka zástavního věřitele)<sup>727</sup> nebo určitou formou dohody o kontrole, přesněji „písemnou smlouvou mezi majitelem účtu a depozitářem, ve které se depozitář zaváže vůči příjemci zajištění vykonávat jeho příkazy bez nového souhlasu majitele účtu nebo jeho součinnosti.“<sup>728</sup>

Účinnost zřízení zajištění vůči třetím stranám nastává v případě prvního způsobu zajištění ve stejný okamžik jako při převodu, tj. okamžikem připsání na účet konečného majitele účtu, v případě druhého způsobu v okamžiku účinnosti smlouvy mezi prostředníkem a příjemcem zajištění, jímž se prostředník dlužníka zavazuje nakládat s předmětnými cennými papíry na účtu majitele-dlužníka pouze podle pokynů příjemce zajištěné bez jakékoli ingerence tohoto dlužníka-majitele účtu.<sup>729</sup>

## **b) Právo Spojených států amerických (dohoda o kontrole)**

Dohoda o kontrole účtu cenných papírů zástavce zástavním věřitelem je hlavním způsobem zřízení zajištění,<sup>730</sup> jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry.<sup>731</sup> Dohoda o kontrole účtu cenných papírů v sobě koncentruje jak aspekt zřízení zajištění (ekvivalent zástavní smlouvy či smlouvy o převodu práva za účelem zajištění), tak aspekt realizace zřízení zajištění (ekvivalent notifikace daného aktu příslušnému prostředníkovi, jenž vede účet cenných papírů zástavce),

<sup>726</sup> Čl. 24, odst. 2 švýcarského LTI.

<sup>727</sup> Komentář ke švýcarskému LTI, str. 70.

<sup>728</sup> Čl. 25, odst. 1 švýcarského LTI.

<sup>729</sup> Komentář ke švýcarskému LTI, str. 70.

<sup>730</sup> Vedle toho je možno rovněž zřídit finanční zajištění, resp. učinit ho účinným vůči třetím stranám, prostřednictvím registrace finančního oznámení o tomto aktu ve veřejném rejstříku. Tento způsob zajištění však poskytuje pouze slabou ochranu. Zajištěný věřitel, jenž své zajištění zřídil pomocí dohody o kontrole bude mít vždy přednost před věřitelem, jež zřídil své zajištění registrací finančního oznámení ve veřejném registru (Dotazník LCG-EC:U.S. response, str. 12).

<sup>731</sup> Dohoda o kontrole je produktem reformy práva cenných papírů uskutečněné v roce 1994, jež se snažila reagovat na nepoužitelnost tradičních konceptů týkajících se listinných cenných papírů v prostředí nepřímo držených cenných papírů.

neboť příslušný prostředník je sám stranou dohody o kontrole.<sup>732</sup> Zajištění je účinné jak mezi stranami, tak vůči nabyvatelům cenného oprávnění a věřitelům podle ustanovení dohody o kontrole.<sup>733</sup> Nabytím kontroly nad účtem nabyde zřízení zajištění účinnosti vůči třetím stranám.<sup>734</sup>

Na rozdíl od řady jiných právních řádů umožňuje právo Spojených států nabytí zajištění v dobré víře i do osoby, jež k udělení takového práva nebyla oprávněna. Ustanovení § 8-510 jednotného amerického zákoníku chrání před protinároky „osobu, jež nabyde cenné oprávnění nebo jakékoli právo k němu od držitele oprávnění, pokud nabyvatel poskytne protihodnotu, nemá informaci o protinároku a získá kontrolu.“<sup>735</sup> Jelikož nabyvatelem se rozumí rovněž zajištěný věřitel<sup>736</sup> a koncept kontroly je neutrální v tom, že nerozlišuje mezi kontrolou nad cenným

<sup>732</sup> Rogers, S.J.: op. cit. pozn.č. 26, str. 1474. V porovnání s jinými způsoby zřízení zajištění je dohoda o kontrole praktičtější ve třech ohledech: za prvé, kumuluje dohodu o zřízení zjištění a její realizaci, za druhé nevyžaduje od příjemce zajištění, aby znal jednotlivé typy zajištění, ale aby si zajistil kontrolu, o což se z obchodního hlediska bude snažit vždy; konečně za třetí ponechává větší flexibilitu, co se týče způsobu realizace.

<sup>733</sup> § 9-201 UCC. Věřitel má „kontrolu“ nad věcným oprávněním jiné osoby, pokud příslušný prostředník cenných papírů dal souhlas k tomu, že bude jednat v souladu s pokyny danými nabyvatelem bez souhlasu majitele věcného oprávnění (§ 8-106(d) UCC.). Věřitel, který splnil tyto požadavky, má kontrolu, i když majitel cenného oprávnění má právo provést výměnu cenného oprávnění za jiné finanční aktivum, převést ho, dávat vzhledem k cennému oprávnění zmocňující pokyny prostředníkovi cenných papírů nebo jinak nakládat s právem k cennému papíru (§ 8-106(f) UCC). Alternativně může být kontrola nad cenným oprávněním, jež je předmětem dohody kontroly, být realizována odepsáním z „běžného“ účtu majitele-zástavce a připsáním na účet zástavního věřitele (tzv. *hard pledge*). K tomu je třeba dodat, že je-li předmětem dohody o kontrole - prostřednictvím níž došlo k prefekti - účet cenných papírů, stávají se předmětem zajištění veškeré cenné papíry, resp. cenné oprávnění, evidované prostřednictvím takového účtu (§ 9-115 (2) UCC); předmětem zajištění ovšem může být rovněž část cenných oprávnění evidovaná na účtu (Haentjens, M.: op. cit. pozn.č. 133, str. 216).

<sup>734</sup> § 9-115(4) UCC. Kromě získání kontroly může dojít k nabytí účinnosti zajištění vůči třetím stranám rovněž registrací smlouvy o zřízení zajištění veřejnou registrací; nicméně vzhledem k vyšší nákladnosti tohoto způsobu prefekce a skutečnosti, že v případě konfliktu mezi zajištěním zřízeným získáním kontroly a jiným způsobem bez získání kontroly, například zmíněnou veřejnou registrací, má přednost prvně uvedený způsob perfekce, je zřejmé, že zajištění zřízené pomocí uzavření dohody o kontrole bude jak věřiteli, tak dlužníky upřednostňováno (Rogers, S.J.: op. cit. pozn.č. 26, str. 1482).

<sup>735</sup> § 8 502 UCC.

<sup>736</sup> § 1-201(a)(29) UCC definuje nabytí (v ang. „*purchase*“) jako získání prodejem, pronajmutím, prodejem ve slevě, dohodou, zástavou s předáním či bez předání, získáním v důsledku zajištění, emisí či re-emisí, darem či jakoukoli jinou dobrovolnou transakcí vytvářející právo k majetku; následující odstavec poté definuje nabyvatele (v ang.: „*purchaser*“) jako osobu, jež získává nabytím.

oprávněním při převodu či zajištění,<sup>737</sup> chrání pravidlo umožňující nabytí v dobré víře i zajištěného věřitele.<sup>738</sup> V případě, že „kontrola“ v rámci zajištění byla získána odepsáním cenného oprávnění z účtu majitele, bude příjemce zajištění navíc chráněn před protinároky jiných stran vzhledem k cennému oprávnění, jež se stalo předmětem zajištění, jako chráněný nabyvatel.<sup>739</sup>

Zajištěný věřitel nemá v zásadě právo na peněžní výnosy vyplývající z aktiv, jež jsou předmětem cenného oprávnění, neboť ty náležejí poskytovateli zajištění, i když nad nimi nemá kontrolu. Zajištěný věřitel může použít výnosy vyplývající z cenného oprávnění náležející poskytovateli ke snížení výše své zajištěné pohledávky.<sup>740</sup>

## Kapitola 5 – Půjčování cenných papírů

Termínem půjčování cenných papírů<sup>741</sup> se rozumí techniky přechodného převodu cenných papírů z jedné osoby na druhou a zpět za účelem zajištění.<sup>742</sup> Půjčování cenných papírů nezahrnuje pouze půjčku cenných papírů, ale rovněž prodej a zpětný odkup cenných papírů, reverzní repo, equity swap atd.<sup>743</sup> Jak je zřejmé výčet těchto technik není vyčerpávající, a lze do něj zahrnout i techniky další,

---

<sup>737</sup> Mooney Ch., W. jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 23.

<sup>738</sup> Například, i kdyby by bylo možno určit, k jakým ukradeným cenným papírům předtím složeným k prostředníkovi se váže cenné oprávnění, jež náleželo oprávněnému držiteli, takový držitel by si toto oprávnění nemohl nárokovat vůči osobě, která v mezidobí získala pomocí perfekce a bez vědomosti o nároku oprávněného držitele kontrolu nad daným cenným papírem, resp. cenným oprávněním.

<sup>739</sup> Díky tomu zřízení zajištění zaniknou veškerá práva váznoucí dříve na předmětném cenném oprávnění, resp. jako kdyby příjemce zajištění nabytí cenné oprávnění jako chráněný nabyvatel (ekvivalent nabyvatele v dobré víře), samozřejmě budou-li splněny podmínky takového nabytí, tzn. byly-li poskytnuty určité finanční prostředky jako protihodnota zřízení zajištění, například ve formě úvěru, neměl-li věřitel vědomost o existenci protinároku k cennému oprávnění, jež je předmětem zajištění, a eventuálnímu protiprávnímu jednání prostředníka. V takovém případě bude zajištěný věřitel v dobré víře chráněn před nároky jiných pretendentů (Rogers, S.J.: op. cit. pozn.č. 26, str. 1482, 1522 a 1526).

<sup>740</sup> § 9-207(c) UCC.

<sup>741</sup> V ang.: „*securities lending*.“

<sup>742</sup> Rayroux, Fr.: *Securities lending*, in *Journée 2002 de droit bancaire et financier*, Bern 2003, str. 81.

<sup>743</sup> Technical Committee of the International Organization of Securities Commission (IOSCO)/Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*, 1999, str. 6 – 9.

jako například prodej na zkoušku,<sup>744</sup> nicméně z důvodu omezeného rozsahu této práce budou dalšímu zkoumání budou podrobeny pouze půjčka cenných papírů a zpětný odkup cenných papírů.

Půjčku cenných papírů<sup>745</sup> je možno vymezit jako převod vlastnického či obdobného práva k cenným papírům z jedné osoby na druhou a zpětný převod tohoto práva k ekvivalentním cenným papírům na původní osobu převodce.<sup>746</sup>

<sup>744</sup> Prodej na zkoušku (ve fr.: „vente à réméré“) je ve francouzském právním řádu vedle půjčky a zpětného odkupu cenných papírů třetím prostředkem zajištění pomocí převodu vlastnického či obdobného práva. Code civil vymezuje prodej na zkoušku jako ujednání, kterým si prodávající vyměňuje převzít zpět prodanou věc ve sjednané lhůtě, jež nesmí přesáhnout pět let, oproti vrácení ceny a úhrady souvisejících nákladů. Francouzská judikatura považuje prodej na zkoušku za smlouvu o prodeji s rozvazovací potestativní podmínkou, neboť realizace této podmínky je závislá na vůli jedné strany; nejedná se tudíž o podmínku podle obecného práva, neboť ta je na vůli stran nezávislá (výše vrácené ceny nemusí být identická cenou při původním převodu (čl. 1659 a 1660 francouzského Code civil)). V rámci koupě na zkoušku dochází k převodu vlastnického práva k nepřímo drženým cenným papírům z osoby převodce na osobu nabyvatele se souběžným poskytnutí peněžních prostředků z osoby nabyvatele na osobu převodce a k eventuelnímu zpětnému převedení cenných papírů a poskytnutých prostředků na žádost převodce cenných papírů (okamžik převodu vlastnického práva v rámci prodeje na zkoušku je identický s převodem vlastnického práva v rámci obecného režimu prodeje. Nedojde-li výkonu převzetí věci převodcem v uvedené pětileté lhůtě, nabývá kupující vlastnické právo k věci definitivně (čl. 1662 francouzského Code civil). V období mezi převodem vlastnického práva a výkonem oprávnění převodce převzít věc zpět je vlastníkem převedených nepřímo držených cenných papírů, a tedy i osobou oprávněnou k výnosům z cenného papíru a výkonu hlasovací práv, osoba nabyvatele. Zájem o využití institutu prodeje na zkoušku v rámci operací s nepřímo drženými cennými papíry nicméně opadl jednak po přijetí zákonné úpravy zpětného odkupu ve francouzském právu a jednak z důvodu právní nejistoty ohledně toho, zda zpětný převod cenných papírů představuje pro původního převodce povinnost či pouze možnost: tato nejistota totiž vytvářela nebezpečí rekvalifikace prodeje na zkoušku na jiný typ zajištění, ze kterého dále vyplývalo nebezpečí neplatnosti předmětného ujednání o prodeji na zkoušku (Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn.č. 622, str. 692, 694 - 695).

<sup>745</sup> Právní úpravu půjčky podle anglického práva používanou na londýnských kapitálových trzích poskytuje standardní smluvní dokumentace: Global Master Securities Lending Agreement či Overseas Securities Lending Agreement, zpracovaná International Securities Lender Association (ISLA), dostupná na <http://www.icmagroup.org/>; verzi Master Securities Agreement dle amerického práva představuje dokumentace zpracovaná Securities Industry and Financial Market Association (SIFMA), dostupná na <http://www.sifma.org/services/standard-forms-and-documentation/mra,-gmra,-msla-and-msftas/>; evropskou multi-jurisdikční verzi European Master Agreement představuje dokumentace zpracovaná European Banking Association, dostupná na <http://www.ebf-fbe.eu/index.php?page=ema>.

<sup>746</sup> Právní účel půjčky může být zajišťovací; ekonomickým účelem bude obvykle získání cenných papírů za účelem pokrytí tzv. krátké pozice. V důsledku půjčky dochází k přechodnému převodu vlastnického či obdobného práva k nepřímo drženým cenným papírům z dlužníka na věřitele. Tento převod se realizuje změnou zápisu na účtech cenných papírů půjčitele (odepsání) a beneficienta půjčky (přípsání). K tomuto okamžiku zpravidla dochází k účinnosti převodu vlastnického či obdobného práva k nepřímo drženým cenným

Tento převod může být doprovázen zajištěním v podobě převodu peněžních prostředků opačným směrem, přičemž hodnota převáděných peněžních prostředků bude obvykle převyšovat hodnotu půjčených cenných papírů.<sup>747</sup> Zpětný odkup cenných papírů<sup>748</sup> (tzv. repo),<sup>749</sup> resp. dohodu o zpětném odkupu cenných papírů,<sup>750</sup> lze vymezit jako převod vlastnického či obdobného práva k nepřímo drženým cenným papírům z osoby dlužníka na osobu věřitele s paralelním převodem peněžních prostředků z osoby věřitele na osobu dlužníka ve výši odpovídající hodnotě převáděných cenných papírů následovaný zpětným převodem vlastnického práva k nepřímo drženým cenným papírům z osoby věřitele na osobu dlužníka a paralelní převod peněžních prostředků z osoby dlužníka na osobu věřitele ve výši převyšující částku, kterou dlužník obdržel při původním převodu. Při prvním převodu jsou nepřímo držené cenné papíry odepsány z účtu dlužníka a připsány na účet věřitele, při následném zpětném

---

papírům vůči třetím stranám. Převod v některých právních řádech bude obnášet i převod veškerých práv spojených s cennými papíry, zejména práva na výnosy z těchto cenných papírů, hlasovacích práv atd. Jelikož převod vlastnického či obdobného práva k nepřímo drženým cenným papírům je pouze přechodný, dojde k určitému okamžiku ke zpětnému převodu tohoto práva na půjčitele. Předmět tohoto zpětně převáděného práva nemusí být identický; v případě zastupitelných objektů, jako jsou nepřímo držené cenné papíry, v drtivé většině případů identický nebude a vlastnické právo, jež bude převáděno zpět na půjčitele, se bude týkat jiných, byť zpravidla zastupitelných, cenných papírů.

<sup>747</sup> Bude-li zajištění v podobě převodu cenných papírů, bude se jednat o swap.

<sup>748</sup> Obdobně je právní úprava zpětného odkupu upravena ve standardní smluvní dokumentaci zpracovanou asociací ISMA (International Securities Market Association) pod názvem Global Master Repurchase Agreement (GMRA), dostupná na <http://www.icmagroup.org/>.

<sup>749</sup> Repo je zkratka anglického „*repurchase agreement*“, což je zkratka „*sale and repurchase agreement*“, v češtině dohoda o prodeji a zpětném odkupu. Smlouvy o zpětném odkupu lze dělit z hlediska časového či z hlediska způsobu realizace. Z hlediska časového lze repo smlouvy členit do tří kategorií – jednodenní, otevřené a odložené. U jednodenních dochází ke zpětnému odkupu převodcem následující den poté, co převodce převedl cenné papíry na nabyvatele. U otevřeného repa není okamžik zpětného odkupu určen; jakákoli ze stran může smlouvu, resp. možnost zpětného odkupu vypovědět. Odložené repo má splatnost delší než jeden den. Z hlediska způsobu realizace lze odlišovat tzv. *delivery repo*, *tri-party repo* a *hold-in-custody repo*. *Delivery repo* spočívá v převodu kontroly předmětných cenných papírů z převodce na nabyvatele a zpětném převodu z nabyvatele na převodce v okamžiku splatnosti. U *tri-party repo* převodce a nabyvatel určí společného prostředníka, kterému svěří kontrolu nad příslušnými cennými papíry a dohled nad plněním povinností obou stran vyplývajících z dané dohody. Konečně u *hold-in-custody repo* zůstává kontrola nad cennými papíry, jež jsou předmětem transakce, u převodce bez toho, aby přešla v jakémkoli okamžiku na nabyvatele. (Cross-Border Securities Settlements, op. cit. pozn. č. 24, str. 42).

<sup>750</sup> Dohody o zpětném odkupu mají svůj původ ve Spojených státech odkud se rozšířily do ostatních zemí.

odkupu je tomu naopak, tj. nepřímo držené cenné papíry jsou odepsány z účtu věřitele a připsány na účet původního dlužníka.<sup>751</sup>

Při použití v podstatě jakékoli z technik půjčování cenných papírů se subjekty transakce nevyhnou riziku přehodnocení těchto technik na typově jinou transakci, zejména riziku přehodnocení definitivních převodů učiněných v rámci půjčky či zpětného odkupu na převody zajišťovací, což může vést k jejich neplatnosti či neúčinnosti z důvodu použití pravidel vztahujících se na tyto zajišťovací transakce. Pro zákonodárce plyne z popsaného rozporu v charakteru účelu transakcí s nepřímo drženými cennými papíry riziko obcházení zákona, tj. že určitá přísnější pravidla zpravidla kogentního charakteru vztahující se na zajištění budou obcházena pomocí méně striktních pravidel vztahujících se na převody cenných papírů.<sup>752</sup> Jedná-li se ovšem o půjčování cenných papírů v rámci finančních trhů, je půjčování cenných papírů zcela legitimní technikou a právní řády se proto snaží uznat jejich platnost a zajistit vymahatelnost uvedené smluvní dokumentace, tak aby zajistily právní jistotu účastníkům dané transakce.

Vymezení institutu půjčky a zpětného odkupu cenných papírů lze nalézt téměř ve všech zkoumaných právních řádech, jako například ve francouzském právu,<sup>753</sup>

---

<sup>751</sup> Vzhledem k tomu, že se při převodech v rámci zpětného odkupu převádí vlastnické či obdobné právo k nepřímo drženým cenným papírům, tyto převody obnášejí i transfer veškerých práv spojených s cennými papíry, jež jsou předmětem zpětného odkupu. Z ekonomického pohledu je repo považováno za alternativu úvěru zajištěného zástavním právem: zatímco v posléze uvedeném případě poskytuje zástavní věřitel dlužníkovi finanční částku v podobě úvěru, při zpětném odkupu je tato částka poskytována ve formě ceny zaplacené za dočasně převáděné cenné papíry; částka odpovídající úroku je poté převáděna z dlužníka na věřitele v podobě cenového rozdílu mezi hodnotou peněžních prostředků přijatých dlužníkem a (zvýšenou) hodnotou peněžních prostředků převáděných zpět věřiteli (Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 138).

<sup>752</sup> Benjamin, J.: Recharacterisation Risk and Conflict of Laws, Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, September 1998, p. 29; Fentiman, R.: Cross-Border Securities Collateral: Redefining Recharacterisation Risk, *ibid.*, p. 38.

<sup>753</sup> Půjčka cenných papírů vychází z obecného režimu půjčky podle francouzského Code civil, jenž půjčku definuje v čl. 1892 jako „*smlouvu, podle které jedna ze stran dodá druhé určité množství věcí, které se užíváním spotřebovávají, přičemž druhá ze stran má povinnost vrátit první stejné množství stejného druhu a kvality.*“ V důsledku realizace půjčky se vypůjčitel stává vlastníkem půjčené věci (čl. 1893). Jelikož nepřímo držené cenné papíry jsou z povahy věci zastupitelné, mohou být předmětem půjčky, i když nejsou fyzicky konzumovatelné. Jsou-li předmětem půjčky určité cenné papíry a je-li půjčka učiněna mezi určitými osobami (čl. L. 211-22 francouzského CMF), bude taková půjčka spadat do

lucemburském právu,<sup>754</sup> švýcarském<sup>755</sup> či anglickém právu.<sup>756</sup> Jelikož tato vymezení se mohou odchylovat od standardního vymezení uvedených institutů

zvláštního režimu půjčky podle finančního a peněžního zákoníku, který umožní stranám vyhnout se určitým negativním daňovým důsledkům vyplývajícím z dvojího převodu vlastnictví (Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn.č. 622, str. 702); Francouzské právo definuje zpětný odkup (ve fr.: „*pension*“) jako operaci, v rámci které určitá osoba převede za dohodnutou cenu vlastnické právo k cenným papírům na jinou osobu a každá z osob se neodvolatelně zaváže k tomu, že první z nich převezme nepřímo držené cenné papíry, které na něj druhá osoba za dohodnutou cenu převede zpět. Možnost využití institutu zpětného odkupu je omezena pouze na právnické osoby a některé investiční fondy; rovněž předmět zpětného odkupu se limituje pouze na některé cenné papíry (čl. L.211-27 a 28 francouzského CMF). Převod vlastnictví k nepřímo drženým cenným papírům se v rámci zpětného odkupu stává účinným vůči třetím stranám okamžikem připsání cenných papírů na účet nabyvatele (původního převodce v okamžiku retrocese) vedeného u přímého prostředníka, centrálního depozitáře, či případě u emitenta (čl. L.211-19 francouzského CMF a čl. 1. dekretu č. 2009-27 z 16. března 2009). Jestliže v okamžiku, kdy má nabyvatel převést cenné papíry zpět na převodce, k tomuto převodu ze strany nabyvatele nedojde, převodce si může ponechat peněžní částku, kterou od nabyvatele získal při původním převodu; naopak, pokud převodce nezaplatí nabyvateli v okamžiku zpětného převodu cenu za zpětné převedení předmětných cenných papírů, může si nabyvatel tyto cenné papíry definitivně ponechat ve svém vlastnictví (čl. L. 211-30 francouzského CMF).

<sup>754</sup> Vzhledem k tomu, že lucemburské právo používá rovněž francouzský Code civil, je základem půjčky cenných papírů v těchto právních rádech výše uvedené vymezení půjčky podle článků 1892 a 1893 Code civil. Zpětným odkupem, resp. operací zpětného odkupu (ve fr.: „*opération de mise en pension*“), jehož předmětem může být jak majetek hmotný, tak nehmotný, tedy i nepřímo držené cenné papíry, nazývá lucemburské právo jednání, kterým převodce převádí na nabyvatele za úplaty majetkovou hodnotu a která obsahuje povinnost či možnost následného zpětného převodu této majetkové hodnoty nebo jejího ekvivalentu převodci za předem dohodnutou cenu; původní převodce má v okamžiku skončení operace zpětného odkupu povinnost převzít předmětnou majetkovou hodnotu nebo její ekvivalent, zatímco nabyvatel si může sjednat buď povinnost či jen možnost, převést majetkovou hodnotu nebo její ekvivalent zpět na původního převodce. Je-li sjednána povinnost provést zpětný převod, jedná se o zpětný převod na základě smlouvy o pevné koupi a zpětného převodu. Je-li sjednána pouze možnost (právo) provést zpětný převod, jedná se o zpětný převod na základě smlouvy o pevné koupi a opce zpětného převodu. Operace zpětného odkupu musí zajišťovat vyváženost povinností stran v průběhu realizace smlouvy v rámci určité operace či souhrnu operací mezi smluvními stranami. V rámci operace zpětného odkupu může dojít k dvojímu převodu vlastnického, či v souvislosti s nepřímo drženými cennými papíry, věcného práva *sui generis*, a to vždy z převodce na nabyvatele a je-li tak sjednáno, i k převodu zpětnému z nabyvatele na původního převodce. Modality realizace převodu a nabytí účinnosti vůči třetím stranám jsou identické jako v případě definitivního převodu, jež jsou podrobněji analyzovány výše. (čl. 15 a 16 lucemburského zákona o smlouvách finančního zajištění).

<sup>755</sup> Právní úprava půjčky ve švýcarském právu vychází z obecné úpravy půjčky uvedené v čl. 312 švýcarského zákoníku o obligacích; právní úprava zpětného odkupu je analyzována jako kombinace uvedené půjčky a nepravidelné úschovy (podrobněji Rayroux, Fr.: op. cit. pozn.č. 742, str. 86 an.).

<sup>756</sup> Právní úpravu půjčky používané na londýnských kapitálových trzích poskytuje již zmíněná standardní smluvní dokumentace – Global Master Securities Lending Agreement. Půjčka cenných papírů obnáší převod vlastnického či obdobného práva z osoby věřitele na osobu dlužníka a zpětný převod vlastnického či obdobného práva k zpravidla ekvivalentním nepřímo drženým cenným papírům zpět na osobu dlužníka. K realizaci převodu a nabytí

ve výše uvedených mezinárodně používaných dokumentech, bývá v praxi nutno tuto mezinárodní standardní dokumentaci při použití v rámci toho či onoho právního řádu odpovídajícím způsobem modifikovat.<sup>757</sup>

### **Oddíl 3 – Nepřímo držené cenné papíry jako předmět zajištění v českém právu**

České platné právo zná dva způsoby, jakými lze zřídit zajištění, jehož předmětem jsou cenné papíry. Prvním z nich je zástavní právo, druhý převod práva za účelem zajištění. Zástavní právo k zaknihovaným cenným papírům je upraveno v občanském zákoníku, zákonu o cenných papírech a pravidlech centrálního depozitáře.<sup>758</sup> Je-li zástavní právo k investičnímu nástroji, včetně nepřímo držených cenných papírů, sjednáno v rámci dohody o finančním zajištění, použijí se na toto zajištění ještě ustanovení zákona o finančním zajištění.<sup>759</sup> Je-li vlastnické právo *sui generis* k zaknihovaným cenným papírům převáděno za

---

účinnosti vůči třetím stranám dochází stejně jako v případě definitivního převodu; rovněž je možné v rámci půjčky nabytí od nevlastníka v dobré víře. I když během trvání půjčky jsou po určitou dobu nepřímo držené cenné papíry ve vlastnictví dlužníka, výnosy z těchto cenných papírů náleží nadále jejich původnímu vlastníku, tj. věřiteli, jenž tyto cenné papíry v rámci zajištění půjčkou věřiteli poskytl. Naproti tomu toto pravidlo sice neplatí pro hlasovací práva spojená s účastnickými cennými papíry, smluvní ustanovení standardní dokumentace ovšem stanoví, že dlužník z půjčky, jenž je přechodným vlastníkem cenných papírů v rámci zajištění formou půjčky, vyvine veškeré úsilí s uplatněním hlasovacích práv v souladu s pokyny věřitele – původního vlastníka. Stejně jako půjčka cenných papírů není v anglickém právu smlouva o zpětném odkupu výslovně definována v zákoně, ani v soudních precedencích, nýbrž v již zmíněné standardní smluvní dokumentaci Global Master Repurchase Agreement (GMRA) adaptované pro použití podle anglického práva (dohody o zpětném odkupu se ve Velké Británii používají od poloviny osmdesátých let minulého století). Při zpětném převodu cenných papírů musí věřitel převést zpět na dlužníka stejný počet stejného typu cenných papírů, nikoli však cenné papíry stejné hodnoty; dlužník – poskytovatel zajištění proto bude profitovat ze zvýšení hodnoty cenných papírů v období mezi jednotlivými převody cenných papírů a tržit na snížení jejich hodnoty v tomto období. Vzhledem k tomu, že se převod nepřímo držených cenných papírů v rámci zpětného odkupu nebude lišit od definitivního převodu, bude realizace tohoto převodu stejně jako nabytí účinnosti převodu v těchto aspektech identické s definitivním převodem. Díky tomu bude možno cenné papíry, jež budou předmětem zpětného odkupu, nabýt v dobré víře i od nevlastníka a požívat ochrany, kterou tento převod nabyvateli poskytuje před nároky třetích stran. Co se týče práv a povinností stran zpětného odkupu podle anglického práva, ta jsou identická z právy a povinnostmi stran půjčky cenných papírů, jež byly popsány výše, včetně smluvního charakteru práva vrácení ekvivalentních cenných papírů. (Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 122, 138 a 146).

<sup>757</sup> Například příloha modifikující některé aspekty za účelem zajištění souladu se švýcarským právem <http://www.icmagroup.org/assets/documents/SWISSAnnex.pdf>.

<sup>758</sup> § 42 ZCP.

<sup>759</sup> Zákon o č. 408/2010 Sb., o finančním zajištění (ZoFZ).



účelem zajištění v rámci finančního zajištění, použijí se na toto zajištění pouze ustanovení zákona o finančním zajištění,<sup>760</sup> neboť použití ustanovení občanského zákoníku je de facto vyloučeno.<sup>761</sup>

## Kapitola 1 – Finanční zajištění

Finanční zajištění předvídané směrnicí o finančním zajištění je součástí platného práva rovněž v České republice.<sup>762</sup> Není-li smyslem této práce činit rozbor jeho jednotlivých ustanovení či možností transpozice daných směrnicí,<sup>763</sup> je nutné nastínit základní podstatu tohoto institutu v českém právu. Zákon o finančním zajištění definuje finanční zajištění<sup>764</sup> jako zajištění sloužící k zajištění pohledávky finančního charakteru.<sup>765</sup> Pro případ, že dojde k prodlení s plněním takovéto pohledávky nebo nastane jiná smluvně určená skutečnost s tím, právo příjemce uspokojit se z finančního kolaterálu,<sup>766</sup> jehož předmětem mohou být

---

<sup>760</sup> § 4 ZoFZ.

<sup>761</sup> § 553 OZ (podrobněji níže kapitole 3).

<sup>762</sup> „Lhůta pro transpozici směrnice o dohodách o finančním zajištění uplynula dne 27. prosince 2003. Do našeho právního řádu byla směrnice zapracována s účinností ke dni 29. září 2005 zákonem č. 377/2005 Sb., který do části třetí hlavy první dílu šestého zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, vložil oddíl šestý (§ 323a až 323i). Úprava byla dále novelizována zákonem č. 344/2007 Sb. s účinností ke dni 1. března 2008, který odstranil nepřesnosti, které vznikly při transpozici v roce 2005. Úprava finančního zajištění byla na komunitární úrovni novelizována směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2009/44/ES ze dne 6. května 2009, která je také výchozím impulsem pro návrh nové právní úpravy finančního zajištění. Lhůta pro transpozici směrnice 2009/44/ES skončila dne 30. prosince 2010, přičemž do českého práva byla převedena zákony č. 408/2010 Sb. a 409/2010 z 9. prosince 2010, které nabyly účinnosti dne 1. ledna 2011“ (Důvodová zpráva k návrhu zákona č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 1).

<sup>763</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 2.

<sup>764</sup> § 3 ZoFZ.

<sup>765</sup> § 6 ZoFZ.

<sup>766</sup> § 5, odst. 1 ZoFZ: Předmětem finančního zajištění je finanční kolaterál, kterým může být pouze a) finanční nástroj, b) samostatně převoditelné právo jinak spojené s finančním nástrojem, c) právo vyplývající ze zápisu finančního nástroje v evidenci a umožňující oprávněnému přímo či nepřímo nakládat s finančním nástrojem alespoň obdobným způsobem jako oprávněný držitel, d) peněžní prostředky připsané na účet v české nebo cizí měně, e) pohledávka na výplatu peněz, nebo f) úvěrová pohledávka, pokud věřitelem je osoba uvedená v § 7 odst. 1 písm. a), b) nebo t) nebo v § 7 odst. 2 písm. d), nebo zahraniční osoba s obdobnou činností jako některá z osob uvedených v § 7 odst. 1 písm. a) nebo b). Odst. 2: Finančním kolaterálem může být i finanční nástroj nebo peněžní prostředky připsané na účet, k nimž poskytovateli tohoto kolaterálu vznikne vlastnické právo teprve v budoucnu, právo uvedené v odstavci 1 písm. b) nebo c), které poskytovateli tohoto kolaterálu vznikne teprve v budoucnu, anebo pohledávka na výplatu peněz nebo úvěrová pohledávka, která vznikne poskytovateli finančního kolaterálu teprve v budoucnu. Odst. 3: Finanční kolaterál může být určen jednotlivě nebo i jiným způsobem tak, aby jej bylo

nepřímo držené cenné papíry,<sup>767</sup> včetně zaknihovaných,<sup>768</sup> nepodléhá omezením jinak plynoucím z obecné úpravy zástavního práva a převodu věcí, práv a jiných majetkových hodnot ve prospěch věřitele.<sup>769</sup>

Přesto, že finanční zajištění má povahu zástavního práva k finančnímu kolaterálu nebo převodu finančního kolaterálu ve prospěch jeho příjemce,<sup>770</sup> jež se principiálně se neliší od zástavního práva a převodu práva za účelem zajištění, jak

---

možné určit kdykoliv v době trvání finančního zajištění, například jako soubor majetkových hodnot uvedených v odstavci 1, jehož složení se může v čase měnit.

<sup>767</sup> „Dále mohou dle písmena § 5, odst. 1 c) být finančním kolaterálem též práva vyplývající z připsání finančních nástrojů na účet, registr nebo jinou evidenci. Toto ustanovení z právního hlediska odráží existenci tzv. systému zprostředkované [nepřímé] držby cenných papírů (intermediated securities holding system), v němž z připsání cenných papírů na účet nutně nevyplyvá přímo vlastnické právo ke konkrétnímu finančnímu nástroji, jak jej chápe právo české“ (Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 34).

<sup>768</sup> „Finančním kolaterálem mohou být pouze investiční nástroje, které nejsou derivátem (tedy investičním nástrojem dle ustanovení § 3 odst. 1 písm. d) až k) ZPKT). V tomto směru dozná nová právní úprava změny, jež koresponduje s požadavky směrnice. Původní úprava finančního zajištění obsažená v obchodním zákoníku totiž bez shody s unijním předpisem připouštěla kolateralizaci jakéhokoli investičního nástroje (cf. § 323a odst. 1 písm. b) a c) obch. zákoníku). Je přitom nutno zdůraznit, že zákon reflektuje definice zavedené zákonem o podnikání na kapitálovém trhu, kdy finančním kolaterálem mohou být investiční nástroje uvedené v § 3 odst. 1 písm. a) až c) ZPKT, a to včetně práv s nimi souvisejících, pokud nebyla od těchto nástrojů oddělena a samostatně převedena či zastavena. Tyto tři druhy investičních nástrojů tvoří obsah vymezení pojmu finanční nástroj, zavedeného pro účely zákona o finančním zajištění, neboť definice investičních nástrojů je širší, zahrnuje i deriváty, které jsou z kolateralizace navrhovanou úpravou vyloučeny. Pokud jde o investiční cenný papír, pak vlastnost obvyklé obchodovatelnosti na kapitálovém trhu je již jeho pojmovým znakem“ (Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 31)

<sup>769</sup> „Ustanovení vyjadřuje v souvislosti s právem na uspokojení z finančního kolaterálu pravidlo, že ustanovení zákona a ustanovení smlouvy v jeho rámci budou mít přednost před obecnou úpravou zástavního práva a převodu věcí, práv nebo jiných majetkových hodnot ve prospěch věřitele. Výkon tohoto práva příjemce finančního kolaterálu tak nebude podléhat omezením, která z této obecné úpravy jinak plynou, pokud tato omezení vylučují ustanovení zákona o finančním zajištění nebo smluvní ujednání v jeho rámci. Na finanční zajištění se tak nebudou aplikovat například ustanovení upravující zajišťovací převod práva (§ 553 obč. zák.), zajišťovací postoupení pohledávky (§ 554 obč. zák.) či možné způsoby uspokojení ze zástavy (§ 165a odst. 1 obč. zák. či § 44 zákona o cenných papírech). Princip aplikační přednosti evidentně směřuje výhradně k úpravě majetkových vztahů. Nejsou a nemohou být vyloučeny základní zásady soukromého práva, jako presumpce poctivosti nebo dobré mravy, ani úprava, která v zákoně není obsažena, například ustanovení o neplatnosti právních úkonů, jejich výkladu, úprava promlčení, náhrady škody aj.“ (Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 33).

<sup>770</sup> § 4, odst. 1 ZoFZ. dle důvodové zprávy „vymezení právní povahy finančního zajištění je třeba číst v souladu s ustanoveními upravujícími finanční kolaterál (§ 5) a s ustanoveními upravujícími vztah zákona a smluvních ujednání v jeho mezích k obecné úpravě zástavního práva a převodu věcí, práv nebo jiných majetkových hodnot ve prospěch věřitele“ (Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 33).

je zná občanský zákoník,<sup>771</sup> a tudíž by neměl představovat „další, zvláštní způsob zajištění závazku,“<sup>772</sup> ve skutečnosti vytváří „de facto“ přinejmenším jeden další specifický zajišťovací institut, a to fiduciární převod práva (v rámci finančního zajištění).<sup>773</sup> Požadavky směrnice o finančním zajištění totiž modifikují existující režim zajišťovacího převodu práva předvídaný občanským zákoníkem a dotvořený judikaturou natolik, že dávají vzniknout novému institutu zajištění, resp. obnovují možnost zajištění závazku fiduciárním převodem práva, byť jen v omezeném rámci finančního zajištění.<sup>774</sup> Požadavky směrnice na tento typ zajištění totiž negují v podstatě všechny náležitosti, jimiž judikatura vymezila

<sup>771</sup> „Finanční zajištění je soukromoprávním vztahem, který je dle ustanovení § 261 odst. 3 písm. h) obchodního zákoníku tzv. absolutním obchodem. Je proto samozřejmé, že pro záležitosti zákonem o finančním zajištění neupravené se subsidiárně použije obchodní, resp. občanský zákoník. Odchytky od obecné úpravy v těchto předpisech jsou na řadě míst v zákoně výslovně stanoveny (viz např. vyloučení nutnosti uzavírat písemnou smlouvu v případě zástavního práva nebo odlišné možnosti uspokojení ze zástavy, které jsou obecnou úpravou zástavního práva vyloučeny). Zejména v případě zástavního práva je tak dostatečně vyjasněn vztah ustanovení zákona o finančním zajištění k obecné úpravě v občanském zákoníku, popřípadě v zákoně o cenných papírech. Ustanovení zákona o finančním zajištění obsahují výslovné odchytky od této obecné úpravy a vzhledem k tomu, že tento zákon je k obecným předpisům ve vztahu speciality, budou mít jeho ustanovení přednost. [...] Zákon ovšem často výslovně neřeší právní účinky související s finančním zajištěním ve formě převodu finančního kolaterálu. Je tomu tak proto, že v tomto případě se příjemce stává vlastníkem, popř. mu náleží jiná plná práva ve vztahu k finančnímu kolaterálu. Smluvní volnost stran je v tomto případě širší a často proto není třeba výslovné zákonné úpravy. [...]. Z uvedených důvodů je v zákoně obsaženo toto obecné ustanovení, které staví najisto, že ustanovení zákona, ovšem i smluvní ujednání stran, která řeší záležitosti zákonem třeba výslovně neupravené, ovšem pohybující se v jeho mezích, mají přednost před obecnou úpravou občanského a obchodního práva. Bude se jednak zejména o ustanovení upravující zajišťovací převod práva (§ 553 obč. zák.) či postoupení pohledávky (§ 524 – 530 obč. zák.)“ (Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 47).

<sup>772</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2009 Sb. o finančním zajištění, str. 33.

<sup>773</sup> „Jelikož platná právní úprava vymezuje pouze zajišťovací převod práva (§ 553 obč. zákoníku), a to ještě s ohledem na judikaturu Nejvyššího soudu velmi úzce, jako zajišťovací převod s rozvazovací podmínkou, je nezbytné doplnit, že převod finančního kolaterálu lze uskutečnit i dohodou o zpětném převodu finančního kolaterálu; obrat „dohoda o zpětném převodu finančního kolaterálu po splnění závazku“ tu označuje tzv. fiduciární převod, jde tedy o dohodu o převodu finančního kolaterálu na příjemce a jeho následném převodu zpět na poskytovatele poté, co bude zajištěná pohledávka splněna (touto formou si zajišťovací převod práva podle § 553 obč. zák. nelze sjednat – viz např. rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 15.10.2008 sp.zn. 31 Odo 495/2006 nebo rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 31.3.2009 sp.zn. 21 Cdo 2528/2007). Tento převod je v praxi finančního zajištění naopak hojně užíván. Na druhou stranu nejsou vyloučeny i jiné, v praxi používané možnosti převodu kolaterálu, například již uvedený zajišťovací převod s rozvazovací podmínkou, že nedojde k prodlení se splněním závazku či k jiné skutečnosti, smluvené stranami.“ (Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 34).

<sup>774</sup> Podrobněji o peripetiích přípustnosti či nepřípustnosti fiduciárního převodu práva mimo režim finančního zajištění níže v kapitole 3 tohoto oddílu.

přípustnou formu zajišťovacího převodu práva podle občanského zákoníku.<sup>775</sup> Institut, jehož víceméně všechny definiční znaky jsou směřnicí eliminovány – požadavek obligatorní písemné formy,<sup>776</sup> vlastnictví zřizovatele zajištění v okamžiku zřízení zajišťovacího převodu,<sup>777</sup> nemožnost smluvního výběru způsobu realizace a povinnost realizace prostřednictvím třetí osoby<sup>778</sup> atd. – nelze považovat za variantu původního institutu, ale za specifický nový institut. Byť i v případě zajišťovacího převodu práva bude platit subsidiarita občanského zákoníku,<sup>779</sup> tato subsidiarita bude pouze deklarovaná, nikoli reálná, neboť formálně občanský zákoník víceméně „nemá co dodat“ k úpravě režimu fiduciárního převodu práva.<sup>780</sup>

Mezi podtypy fiduciárního převodu práva v rámci režimu finančního zajištění je výslovně zmíněna dohoda o zpětném odkupu neboli repo obchod.<sup>781</sup> Repo obchod je vymezen jako „*prodej finančních nástrojů se současně sjednanou zpětnou koupí a koupě finančních nástrojů se současně sjednaným zpětným prodejem.*“<sup>782</sup>

Co se týče zástavního práva v rámci finančního zajištění, zde zůstal zákonodárce méně inovativní. Z úpravy tohoto institutu například nelze dovozovat, že by v režimu finančního zajištění bylo možno zřídit tzv. plovoucí zástavu, jak ji zná například anglické právo. Možnost určení předmětu finančního kolaterálu jako souboru majetkových hodnot, jehož složení se může v čase měnit, tj. například

<sup>775</sup> Tamtéž.

<sup>776</sup> § 8, odst. 1 ZoFZ.

<sup>777</sup> § 5, odst. 2 ZoFZ.

<sup>778</sup> Podrobněji o podmínkách platného zřízení

<sup>779</sup> § 22 ZoFZ.

<sup>780</sup> S výjimkou základních zásad soukromého práva, jako presumpce poctivosti nebo dobré mravy, ani úprava, která v zákoně není obsažena, například ustanovení o neplatnosti právních úkonů, jejich výkladu, úprava promlčení, náhrady škody aj. (Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 33).

<sup>781</sup> Zvláště pro finanční kolaterál v podobě finančních nástrojů se výslovně uvádí možnost sjednat tzv. repo obchod, jehož vymezení je obsaženo v ustanovení § 2 a který je v praxi finančního zajištění v případě finančních nástrojů obvykle využíván (Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 34).

<sup>782</sup> § 2, písm. b ZoFZ; § 4, odst. 2 ZoFZ. Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 34.

určením účtu cenných papírů, jehož zůstatek se může v čase měnit,<sup>783</sup> neznamená, že je v rámci finančního zajištění možno zřídit zástavní právo ve formě plovoucí zástavy, kdy dlužník může s předmětem zástavy, tj. cennými papíry na účtu, disponovat bez ohledu na souhlas zástavního věřitele s dispozicemi s jednotlivými cennými papíry vedenými na účtu.<sup>784</sup> Režim zástavního práva k zaknihovaným cenným papírům v rámci finančního zajištění tak není ničím jiným než režimem zástavního práva podle občanského zákoníku a zákona o cenných papírech „upraveným“ například v otázkách podmínek zřízení zástavního práva,<sup>785</sup> rozsahu zástavy během doby trvání zástavního práva,<sup>786</sup> způsobů nuceného výkonu zástavního práva atd.<sup>787</sup>

## Kapitola 2 – Zástavní právo (mimo režim finančního zajištění)

Zástavní právo k cenným papírům, včetně zaknihovaných, definuje doktrína v návaznosti na obecnou soukromoprávní definici zástavního práva jako „právo

<sup>783</sup> „Zvláště se připouští, co by bylo možno dovodit výkladem, že finančním kolaterálem může být i soubor majetkových hodnot, který se může v průběhu času měnit. Jde o zajištění formou tzv. pooling, kdy je soubor určených závazků zajištěn souborem majetkových hodnot bez nezbytné vzájemné individuální provázanosti.“ (Důvodová zpráva k zákonu č. 408/2010 Sb. o finančním zajištění, str. 35).

<sup>784</sup> Důvodů k tomuto závěru je několik: za prvé deklaruje-li zákonodárce, že právní úprava finančního zajištění nezřizuje další typy zajištění, není možné, aby takový nový typ zajištění nepřímo zřídila, a to ještě takový, jakým je plovoucí zástava, která je českému (a kontinentálnímu právnímu řádům obecně) institutem zcela cizím; za druhé, možnost dlužníka nakládat s předmětem zástavy, jež je v rámci plovoucí zástavy umožněna, protirečí požadavku kontroly předmětu finančního kolaterálu zajištěným věřitelem: na základě smluvního ujednání umožňujícího zástavci nakládat s cennými papíry na účtu, jenž by měl být předmětem zástavního práva v rámci finančního zajištění, není možné, aby uvedené finanční zajištění vůbec vzniklo, neboť kolaterál – tj. cenné papíry na účtu – nebudou pod „kontrolou“ zástavního věřitele, tzn. že je nebude moci „držet nebo jinak právně či fakticky ovládat.“ (§ 9, odst. 1 ZoFZ; obdobnou diskuzi ohledně nutné intenzity kontroly zajištěného věřitele nad účtem cenných papírů, jenž je předmětem zajištění, lze vysledovat i v anglickém právu (výše ohledně fixní zástavy kapitola 3, písm. d) druhého oddílu tohoto dílu) a právu Spojených států amerických (výše kapitola 4, písm. d) druhého oddílu tohoto dílu), přičemž závěr těchto diskuzí je identický se závěrem činěným zde, tj. že požadavek „kontroly“, jež je podmínkou vzniku zajištění (v anglickém právu fixní zástavy), není naplněn, má-li dlužník možnost disponovat se zůstatkem cenných papírů na účtu, jež je jako takový předmětem zajištění. Konečně za třetí, nelze konstruovat zástavu účtu cenných papírů jako zástavu věci hromadné, neboť v českém právním řádu nelze účet cenných papírů považovat za věc hromadnou (podrobněji Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 192 an.).

<sup>785</sup> Absence písemné formy pro smlouvu o zřízení zástavního práva

<sup>786</sup> Srovnej § 13 a 14 ZoFZ s § 43 ZCP.

<sup>787</sup> Podrobněji o výkonu práv z finančního zajištění níže díl třetí, oddíl 2, kapitola 2, písm. a).

*sloužící k zajištění pohledávky a jejího příslušenství tím, že v případě řádného a včasného nesplnění je zástavní věřitel oprávněn domáhat se uspokojení ze zastaveného cenného papíru [...].*<sup>788</sup> Zástavní právo k zaknihovaným cenným papírům se řídí ustanoveními zákona o cenných papírech,<sup>789</sup> provozním řádem centrálního depozitáře<sup>790</sup> a subsidiárně ustanoveními občanského zákoníku ohledně zástavního práva.<sup>791</sup> Zástavní právo, jehož předmětem jsou zaknihované cenné papíry, se může vyskytovat buď ve formě zástavního práva k zaknihovaným cenným papírům či k účtu zaknihovaných cenných papírů, přičemž půjde o zástavní právo k majetkové hodnotě<sup>792</sup> s použitím ustanovení o věcech movitých.<sup>793</sup>

Podmínkou zřízení zástavního práva v obou uvedených formách je písemná zástavní smlouva, příkaz k zápisu zástavního práva<sup>794</sup> a existence vlastnického práva *sui generis* zástavce k zaknihovaným cenným papírům, jež se mají stát předmětem zástavy.<sup>795</sup> Tento příkaz prostředníkovi k provedení zápisu smluvního zástavního práva musí obsahovat zákonem předepsané náležitosti.<sup>796</sup> Zástavní právo ke konkrétním zaknihovaným cenným papírům zřizované na základě

<sup>788</sup> Dědič, J. kol.: op. cit. pozn. č. 450, str. 434.

<sup>789</sup> § 39 až 44a OZ.

<sup>790</sup> Provozní řád centrálního depozitáře musí obsahovat zejména: [...] (c) způsob záznamu vzniku a zániku zástavního práva k cenným papírům a k účtu cenných papírů a způsob předávání příkazů k provedení změn na majetkových účtech (§ 104, odst. 1 ZPKT). Zástavní právo k cenným papírům a k účtu cenných papírů je upraveno v čl. 39 a 40 provozního řádu centrálního depozitáře.

<sup>791</sup> § 152 až 180 OZ.

<sup>792</sup> Více charakteru zaknihovaného cenného papíru jako objektu soukromého práva Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 154 an.)

<sup>793</sup> § 1, odst. 2 ZCP.

<sup>794</sup> Smlouva musí být přiložena v prvopisu nebo úředně ověřené kopie smlouvy k příkazu k učinění zápisu, jež je další podmínkou ke vzniku zástavního práva (§ 42, odst. 2 ZCP).

<sup>795</sup> § 161, odst. 2 OZ. Dědič, J.: op. cit. pozn. č. 468, str. 1476.

<sup>796</sup> § 42, odst. 3 ZCP uvádí jako náležitosti příkazu a) obchodní firmu nebo název nebo jméno a sídlo nebo místo podnikání nebo bydliště zástavce, b) identifikační nebo rodné číslo zástavce, c) ISIN nebo případně jiný údaj identifikující zaknihovaný cenný papír a počet zastavených kusů tohoto cenného papíru, d) obchodní firmu nebo název nebo jméno, identifikační číslo nebo rodné číslo a sídlo nebo místo podnikání nebo bydliště zástavního věřitele, a e) výši jistiny pohledávky, pro kterou bylo zástavní právo zřízeno, a dobu její splatnosti, jestliže je známá, nebo druh pohledávek, pro něž bylo zástavní právo zřízeno, maximální částku, do které může být zástavní věřitel uspokojen, a dobu trvání zástavního práva.

smlouvy vzniká – a nabývá účinnosti vůči třetím stranám<sup>797</sup> – zápisem tohoto práva k tíži účtu vlastníka v evidenci investičních nástrojů; k účtu vlastníka zaknihovaných cenných papírů vzniká zástavní právo zápisem u tohoto účtu v evidenci cenných papírů.<sup>798</sup>

Zatímco zástavní právo k zaknihovaným cenným papírům se vztahuje pouze na cenné papíry, jež byly jako zastavené označeny na základě smlouvy a příkazu naproti tomu zástavní právo k účtu zaknihovaných cenných papírů pokrývá všechny cenné papíry převedené na zastavený účet při vzniku zástavního práva, a to i na cenné papíry převedené na zastavený účet po dobu trvání zástavního práva.<sup>799</sup> Při nakládání se zaknihovaným cenným papírem, jenž je předmětem zástavního práva, bude toto zástavní právo působit vůči nabyvateli; naproti tomu v případě zástavy celého účtu (vlastníka), dojde-li k převodu cenného papíru ze zastaveného účtu s předchozím souhlasem zástavního věřitele, zanikne převodem i zástavní právo k tomuto cennému papíru.<sup>800</sup> Zástavní právo nelze zřídit k cenným papírům, jež již jsou zastaveny, nejedná-li se o zástavní právo prostředníka vznikající *ex lege*.<sup>801</sup> Zástavní právo k zaknihovanému cennému papíru či účtu rovněž nelze nabýt v dobré víře v případě, že zástavci nesvědčilo v okamžiku zřízení zástavního práva vlastnické právo *sui generis* k předmětným zaknihovaným cenným papírům.<sup>802</sup>

Zástavní právo se vztahuje se i na výnosy ze zaknihovaného cenného papíru, avšak zástavní věřitel nesmí vykonávat práva spojená se zastaveným cenným papírem, neurčuje-li zákon jinak či není-li mezi stranami smluveno jinak.<sup>803</sup>

---

<sup>797</sup> Zápis na účet je v případě smluvního zástavního práva konstitutivního charakteru (Dědič, J. a kol.: op. cit. pozn. č. 467, str. 1404).

<sup>798</sup> § 42, odst. 1 a § 42a, odst. 1 ZCP.

<sup>799</sup> § 42a, odst. 2 ZCP.

<sup>800</sup> Srovnej § 43, odst. 1. ZCP s § 42a, odst. 3 ZCP. Došlo-li by k odepsání cenné papíru z účtu cenných papírů bez souhlasu zástavního věřitele, lze se domnívat, že by se na takovou situaci použilo ustanovení týkající se jednotlivých zaknihovaných cenných papírů, v důsledku čehož by na takto převedeném cenném papíru zástavní právo stále lpělo, a to bez ohledu na možnou dobrou víru nabyvatele.

<sup>801</sup> § 39, odst. 2 ZCP.

<sup>802</sup> § 161, odst. 2 OZ (a contrario k ustanovení odst. 1 § 162).

<sup>803</sup> § 43, odst. 3 ZCP.

Vznikne-li ze zastaveného cenného papíru právo na plnění, je emitent povinen – byl-li o tom informován – plnit zástavnímu věřiteli, jenž započte obdržené plnění proti pohledávce zajištěné zástavním právem, pokud smlouva nestanoví jinak.

Z celkového pohledu ve srovnání z režimem Úmluvy UNIDROIT a zkoumanými právními řády je nutno úpravu zástavy zaknihovaných cenných papírů a účtu cenných papírů v českém právu hodnotit jako příliš rigidní a neodpovídající potřebám účastníků trhu s cennými papíry. Tyto rigidity lze spatřovat zejména v nutnosti písemné smlouvy o zástavě, kterou je nutno předkládat prostředníkovi, právní nejistotě ohledně možnosti zřídit zástavu zaknihovaných cenných papírů jinak než označením účtu (např. převedením zastavených zaknihovaných cenných papírů na zvláštní účet na jméno příjemce zajištění), nemožnosti vícenásobného zastavení týchž zaknihovaných cenných papírů nebo téhož účtu, nemožnost dohodnout možnost výměny zaknihovaných cenných papírů za ekvivalentní atd. Odstranění těchto rigidit by přispělo ke zlepšení fungování českého trhu s cennými papíry bez jakéhokoli ohrožení struktur jeho fungování.

### **Kapitola 3 – Zajišťovací převod vlastnického práva sui generis (mimo režim finančního zajištění)**

Zajištění pomocí převodu vlastnického práva<sup>804</sup> podle občanského zákoníku<sup>805</sup> je možno použít i pro cenné papíry, včetně zaknihovaných.<sup>806</sup> Jedná se o zajišťovací

---

<sup>804</sup> Zajišťovací převod práva prošel od svého uvedení do občanského zákoníku vývojem: Nejvyšší soud nejdříve vymezil zajišťovací převod práva jako převod práva s rozvazovací podmínkou, ovšem připustil i možnost fiduciárního převodu, tj. sjednání závazku zpětného převodu (25 Cdo 915/98 z 21.7.2000); možnost existence uvedených dvou forem zajišťovacího převodu potvrdil i v následné judikatuře (30 Cdo 1276/2005 ze dne 26.9.2005), přičemž posléze uvedený fiduciární převod uznal za platný v situaci, kdy bylo sjednání zpeněžení jeho předmětu, nikoli jeho přivlastnění (33 Odo 188/2005 ze dne 5.12.2006). V následném rozhodnutí nicméně velký senát občanskoprávního a obchodního kolegia Nejvyššího soudu prohlásil fiduciární převod práva za nepřípustnou formu zajišťovacího převodu: byť ve vztahu k cenným papírům na první pohled učinil výjimku: („Vymezení hranice mezi obcházením kogentní úpravy zástavního práva a právně dovoleným jednáním vedoucím ke vzniku platného zajištění dle § 553 obč. zák., ztěžuje i fakt, že fiduciární převod práva se poté, co v římském právu vymizel coby historický předchůdce práva zástavního, začal znovu používat (a v českých zemích se prosadil i za účinnosti obecného zákoníku občanského, který jej neupravoval) jako právně akceptovatelný způsob obejití institutu zástavního práva k movitým věcem tam, kde podmínkou platného vzniku zástavního práva k movité věci bylo její odevzdání zástavnímu



převod práva, včetně práva vlastnického, s rozvazovací podmínkou,<sup>807</sup> že nedojde k prodlení se splněním závazku či k jiné skutečnosti dohodnuté stranami;<sup>808</sup> dojde-li k prodlení, je věřitel oprávněn majetek zpeněžit dohodnutým způsobem a vrátit dlužníku případný přebytek zpeněžení (tzv. *hyperochu*).<sup>809</sup> Zajišťovací

---

*věřiteli (ač on i zástavní dlužník měli ekonomický zájem na tom, aby zástava zůstala v držení zástavního dlužníka). V této souvislosti nelze nevidět, že s výjimkou cenných papírů pozbyla tato motivace k úpravě institutu zajišťovacího práva smyslu s účinností od 1. ledna 2002 (po novele občanského zákoníku provedené zákonem č. 317/2001 Sb.), a to s přihlédnutím k dikci § 158 obč. zák.“); v následném vymezení dovolených forem provedení zajišťovacího převodu ovšem fiduciární převod cenných papírů neuvedl (31 Odo 495/2006 z 15.10.2008). V dalším rozhodnutí zabývajícím se specificky zajišťovacím převodem ve formě fiduciárního převodu, jehož předmětem byly cenné papíry, považoval NS daný fiduciární převod za neplatný, avšak nikoli z důvodu obecné nepřipustnosti, nýbrž proto, že převodce nebyl v okamžiku uzavření smlouvy o zajišťovacím převodu vlastníkem daných cenných papírů a z dále důvodu, že daná smlouva neobsahovala náležitosti vymezené Nejvyšším soudem v předchozím rozhodnutí (33 Cdo 1386/2007 ze dne 25.06.2009). V ostatních rozhodnutích vycházel Nejvyšší soud ze závěrů uvedeného rozhodnutí velkého senátu (31 Odo 495/2006 ze dne 15. 10. 2008), tyto se ovšem již netýkaly cenných papírů (například 21 Cdo 2528/2007 z 31.3.2009 nebo usnesení 29 Cdo 814/2012 ze dne 28. března 2012).*

805 Institut zajišťovacího převodu práva existuje v českém právu od 1. ledna 1992, kdy nabyla účinnosti novela občanského zákoníku č. 509/1991 Sb., která tento institut vložila do § 553 občanského zákoníku. Předtím byl úprava zajišťovacího převodu práva obsažena v hlavě III, Dílu IV., oddílu 6, nazvaném „Zajištění závazků převodem práva“, v ustanoveních § 207 až § 209 zákona č. 101/1963 Sb., o právních vztazích v mezinárodním obchodním styku (zákoník mezinárodního obchodu).

806 Obecná přípustnost sjednání zajišťovacího převodu vlastnického práva *sui generis* k cenným papírům vyplývá z rozhodnutí Ústavního soudu (usnesení) I.ÚS 2725/09 ze dne 12.05.2010; obdobně dovozuje možnost použití zajišťovacího převodu práva ve vztahu k cenným papírům Škárová in op. cit. pozn. č. 451, str. 705.

807 Bude-li podmínka odkládací, bude takové ujednání považováno jako „propadná zástava“ za neplatné („Z pohledu takto ustavených zásad Nejvyšší soud k věci samé uzavírá, že obsah článku III. zkoumané smlouvy vskutku jednoznačně váže vznik vlastnického práva dovolatelky (coby věřitelky) k movité věci až k době (kvalifikovaného) prodlení se splněním označených povinností, což svědčí o tom, že nešlo o podmínku rozvazovací, nýbrž odkládací a že takové ujednání má charakter tzv. propadné zástavy, což způsobuje jeho neplatnost ve smyslu § 169 písm. e/ obč. zák.“ (Nejvyšší soud, sp. zn. 31 Odo 495/2006 ze dne 15.10.2008).

808 „Podle ustanovení § 553 odst. 1 obč. zák. může být splnění závazku zajištěno převodem práva dlužníka ve prospěch věřitele (zajišťovacím převodem práva). O zajišťovací převod práva jde tehdy, jestliže dlužník převede na věřitele své právo (například vlastnické právo) s rozvazovací podmínkou, že zajištěný závazek bude splněn. Zajišťovacím převodem práva tak dochází - byť podmíněčně - ke změně v osobě nositele práva (např. v osobě vlastníka); bude-li závazek splněn, obnovuje se bez dalšího původní stav“ (Nejvyšší soud, sp. zn. 21 Cdo 2528/2007 ze dne 31.3.2009).

809 Vedle této podoby předvídá judikatura Nejvyššího soud ještě druhý možný způsob realizace zajišťovacího převodu: „Zajišťovací převod vlastnického práva lze sjednat formou kupní smlouvy, ve které bude splatnost dohodnuté kupní ceny vázána k okamžiku splatnosti zajišťované pohledávky, s tím, že bude-li zajištěná pohledávka včas a řádně splněna (čímž se obnoví vlastnické právo dlužníka), zanikne věřiteli povinnost k úhradě kupní ceny, a s tím, že nedojde-li k řádné a včasné úhradě zajištěné pohledávky, započte se kupní cena na

převod v této podobě lze použít i na cenné papíry, včetně zaknihovaných.<sup>810</sup> Podmínkou zřízení zajištění je písemná smlouva mezi poskytovatelem zajištění a příjemcem,<sup>811</sup> která musí obsahovat „jednoznačné určení závazku, který je zajišťován, právo dlužníka, které se převádí, a jeho předmět a případně i způsob uspokojení věřitelovy pohledávky z převedeného dlužníkovra práva,“<sup>812</sup> přičemž „z obsahu smlouvy musí být zřejmé, že se jedná jen o zajišťovací převod práva, nikoli o převod trvalý.“<sup>813</sup> Další podmínkou pro platný zajišťovací převod je vlastnictví předmětného cenného papíru.<sup>814</sup>

---

zajišťovanou pohledávku. Věřitelovo vlastnictví, jež se stalo trvalým, již nebude moci být zpochybněno a výše hyperochy (nebo naopak nedoplatku kupní ceny, bylo-li plnění jen částečné) bude od počátku zřejmá“ (Nejvyšší soud, sp. zn. 31 Odo 495/2006 ze dne 15.10.2008).

<sup>810</sup> „S výjimkou teoretických úvah o povaze a možné podobě tohoto institutu naopak neexistuje žádná indicie, jež by nasvědčovala tomu, že zajišťovací převod práva může být sjednán (se všemi riziky, jež s sebou nese nedokonalost hmotněprávní úpravy a rozdílnost teoretických náhledů na věc) jako fiduciární převod práva (tedy tak, že řádným a včasným splněním zajišťované pohledávky se obnoví vlastnické právo dlužníka k věci a ten bude mít k dispozici pouze právo dožadovat se zpětného převodu vlastnictví, které není právem věcným a pro třetí osoby rozpoznatelným). Takový výklad ustanovení § 553 obč. zák. by bez výslovné opory v předpisu zákonné síly vedl k významnému narušení ústavně zakotveného principu právní jistoty a kladl by mnohdy obtížně splnitelné požadavky na osoby, které do obdobných právních vztahů vstupují. Přitom Nejvyšší soud přihlíží i k tomu (jak dokládá jeho rozhodovací praxe v oblasti tzv. propadných zástav), že zmíněný institut je začasťe využíván zejména v občanskoprávních vztazích, v režimu tzv. zastavárenských smluv“ (Nejvyšší soud, sp. zn. 31 Odo 495/2006 ze dne 15.10.2008).

<sup>811</sup> Absence písemné formy bude mít podle § 40 OZ za následek neplatnost právního úkonu.

<sup>812</sup> Nejvyšší soud podrobně rozvinul, jaké otázky musí řešit smlouva, na jejímž základě vzniká zajišťovací převod práva: „Přitom je nemyslitelné a společensky nežádoucí, aby ode dne, kdy se dlužník ocitne v prodlení se řádným nebo včasným splněním pohledávky zajištěné převodem vlastnického práva, nebylo možné zodpovědět pro daný právní vztah, zda 1/ dlužník může splnit dluh (uhradit zajištěnou) pohledávku s účinky splnění rozvazovací podmínky (s účinky automatického navrácení vlastnického práva) i kdykoli v době svého prodlení s úhradou zajištěné pohledávky, 2/ to, že se věřitel stal nepodmíněným vlastníkem na něj převedeného majetku, má nějaký vliv na existenci zajištěné pohledávky. 3/ věřitel může majetek na něj převedený dále zpeněžit, 4/ věřitel si může majetek na něj převedený trvale ponechat, 5/ věřitel může majetek na něj převedený dále převést, aniž by změna vlastnictví měla za následek zánik zajištěné pohledávky (srov. § 524 a násl. obč. zák. ve spojení s otázkou, zda postoupení zajištěné pohledávky vede ve smyslu § 524 odst. 2 obč. zák. ke změně vlastnictví majetku, který postupitel nabyl zajišťovacím převodem práva).“ (Nejvyšší soud, sp. zn. 31 Odo 495/2006 ze dne 15.10.2008).

<sup>813</sup> Nejvyšší soud, sp. zn. 33 Odo 188/2005 ze dne 5.12.2006.

<sup>814</sup> „Ze čl. I. a V. smlouvy o zajišťovacím převodu práva vyplývá, že žalovaná v době převodu (tj. dne 20. 8. 2001 viz čl. II. smlouvy o zajišťovacím převodu) nebyla vlastníci uvedených dvou kusů cenných papírů a z tohoto důvodu je smlouva o jejich zajišťovacím převodu absolutně neplatná, neboť tento úkon (smlouva) svými účinky zákon, jeho účel a smysl obchází (§ 39 obč. zák.). Má-li totiž tento zajišťovací institut podle § 553 obč. zák. plnit svou roli, musí právo, jehož převodem má být splnění závazku zajištěno, existovat již v době

U zaknihovaných cenných papírů bude k převodu v rámci zajištění docházet změnou zápisu na účtu poskytovatele zajištění (odepsání cenných papírů) a příjemce zajištění (připsání cenných papírů); vzhledem k zastupitelnému charakteru zaknihovaných cenných papírů a zákazu dispozic s cennými papíry, věřitelem během doby existence zajištění, je pravděpodobně nutno dovozovat, že připsání by mělo být učiněno na zvláštní účet věřitele zřízený pouze pro účely daného zajišťovacího převodu.<sup>815</sup> Nabytí účinnosti zajišťovacího převodu lze proto s největší pravděpodobností situovat ke stejnému okamžiku jako realizaci převodu, tj. k okamžiku připsání cenných papírů na zvláštní účet věřitele.

Co se týče práv a povinností mezi poskytovatelem práva a jeho příjemcem (věřitelem), není příjemce (věřitel) oprávněn – na rozdíl od půjčky cenných papírů – oprávněn převést toto právo na další osobu.<sup>816</sup> Komu po dobu trvání zajišťovacího převodu práva náleží výnosy z cenného papíru a v případě účastnických cenných papírů, hlasovací práva zákon ani judikatura neřeší. Z logiky argumentace Nejvyššího soudu v otázkách zajišťovacího převodu lze dovozovat, že strany by tyto otázky ve smlouvě o zřízení zajišťovacího převodu měly řešit, ať už jsou uvedena práva přiznána kterékoli straně. Mlčí-li smlouva, lze spekulovat, že výnosy z cenných papírů by mohly náležet spíše věřiteli vzhledem k tomu, že mu jsou přiznány v obdobné situaci, pokud jsou cenné papíry předmětem zástavního práva.<sup>817</sup> Rovněž způsob výkonu hlasovacích práv by měl být řešen v předmětné smlouvě; není-li, je i spekulace ohledně toho, zda výkon práv přísluší dlužníkovi či zajištěnému věřiteli obtížná.

---

*tohoto převodu*“ (rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 25. června 2009 sp. zn. 33 Cdo 1386/2007).

<sup>815</sup> Vzhledem k zastupitelnosti zaknihovaných cenných papírů by mohlo dojít v případě převodu na „běžný účet“ ke smísení zaknihovaných cenných papírů: nebylo by možno s jistotou určit, zda nedojde k dalšímu převodu v rámci obchodů věřitele.

<sup>816</sup> „Právní teorie potud vesměs vychází z toho, že je-li zajišťovacím převodem práva převáděno vlastnické právo k věci, „neměl by“ nabyvatel (věřitel) převádět (dále) vlastnické právo, dokud jde o vlastnictví podmíněné (dokud nenastane splatnost zajišťované pohledávky)“ (rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 15.10.2008 sp.zn. 31 Odo 495/2006).

<sup>817</sup> Srovnej s § 43, odst. 3 ZCP.

Vzhledem k relativní komplexnosti a obtížnosti splnění všech podmínek nastavených v judikatuře Nejvyššího soudu není zajišťovací převod práva u zaknihovaných cenných papírů příliš využíván. Toto by se však mohlo změnit s novým občanským zákoníkem, který se s institutem zajišťovacího převodu práva vypořádává lépe, neboť zajišťovací převod práva výslovně upravuje a odstraňuje některé z uvedených nejistot: například není-li zajištěný dluh splněn, stane se převod práva nepodmíněným a dlužník předá věřiteli vše, co je nutné k plnému výkonu převedeného práva<sup>818</sup> bez nutnosti realizovat nucený prodej předmětu zajištění a uspokojit se pouze z jeho výtěžku. V tomto ohledu se tak české právo přibližuje Úmluvě UNIDROIT, která vyžaduje, aby i zajištění bylo možno zřídit v každém právním řádu vždy dvěma způsoby, a to jak označením příslušného účtu, tak odepsáním cenných papírů z účtu poskytovatele a jejich připsáním na zvláštní či běžný účet příjemce zajištění.<sup>819</sup>

#### **Kapitola 4 – Půjčky a půjčování cenných papírů**

Smlouvu o půjčce definuje § 16a zákona o cenných papírech jako smlouvu, podle které se zavazuje věřitel, že převede na dlužníka určitý počet zastupitelných cenných papírů [rozuměj vlastnické právo *sui generis* k zaknihovanému cennému papíru], a dlužník se zavazuje převést na věřitele po uplynutí sjednané doby a zaplatit za stejný počet zastupitelných cenných papírů cenu, pokud byla sjednána její výše.<sup>820</sup> K účinnosti převodu vlastnického práva *sui generis* k zaknihovaným cenným papírům v rámci půjčky dochází v okamžiku učinění záznamu k dobru účtu věřitele. Důsledkem převodu vlastnického práva *sui generis* je nejen nabytí vlastnického práva k zaknihovaným cenným papírům, ale rovněž práv spojených s těmito cennými papíry jako je právo na výnosy, a v případě účastnických cenných papírů rovněž práv hlasovacích.

---

<sup>818</sup> § 2044, odst. 1 nOZ.

<sup>819</sup> Čl. 11, odst. 4 Úmluvy. Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 51.

<sup>820</sup> Místo ceny v penězích lze rovněž sjednat zpětné převedení většího množství zastupitelných cenných papírů, než kolik bylo převedeno na dlužníka (§ 16a, odst. 2 ZCP).

Půjčku cenných papírů je nutno odlišovat od půjčování cenných papírů, tak jak je chápe provozní řád centrálního depozitáře. Půjčování zaknihovaných cenných papírů<sup>821</sup> je realizováno v rámci systému organizovaném centrálním depozitářem.<sup>822</sup> Půjčováním se pro účely tohoto systému rozumí zprostředkování půjčky cenných papírů zapůjčovateli<sup>823</sup> vypůjčovateli,<sup>824</sup> její vrácení a vypořádání dalších práv a závazků účastníků systému půjčování.<sup>825</sup> Smlouva o půjčování, resp. vyhrazení, není proto na rozdíl od půjčky cenných papírů uzavírána s osobou, jež si cenné papíry půjčuje pro své účely, ale s centrálním depozitářem; centrální depozitář si ovšem cenné papíry nepůjčuje pro sebe, ale pro potřeby jiných osob, kterým jejich půjčení umožňuje.

Centrální depozitář uzavírá se zapůjčovatelem za účelem zajištění dispozice cenných papírů pro systém půjčování<sup>826</sup> smlouvu o vyhrazení cenných papírů,<sup>827</sup> přičemž uzavření smlouvy o vyhrazení<sup>828</sup> se zapůjčovatelem je nezbytnou podmínkou vzniku jeho účasti v systému půjčování.<sup>829</sup> Centrální depozitář má právo na dobu vyhrazení cenných papírů<sup>830</sup> provést zápis pozastavení výkonu práva nakládat s těmito cennými papíry na účtu zapůjčovatele<sup>831</sup> ve prospěch

<sup>821</sup> Čl. 68 pravidel centrálního depozitáře.

<sup>822</sup> Čl. 66 an. pravidel centrálního depozitáře.

<sup>823</sup> Zapůjčovatelem je účastník, který byl do systému půjčování přijat a který vlastním jménem v souladu s tímto předpisem půjčuje cenné papíry. Zapůjčovatelem může být i právnická nebo fyzická osoba, která není účastníkem centrálního depozitáře, za předpokladu, že ke dni přijetí do systému půjčování bude smluvně vymezen rozsah práv a povinností této osoby v rámci systému půjčování (čl. 69, odst. 2 pravidel centrálního depozitáře).

<sup>824</sup> Vypůjčovatelem je účastník, který byl přijat do systému půjčování a který si vlastním jménem v souladu s těmito pravidly půjčuje cenné papíry. O přijetí účastníka do systému půjčování rozhoduje výbor (čl. 69, odst. 3 pravidel centrálního depozitáře).

<sup>825</sup> Čl. 67, odst. 2 pravidel centrálního depozitáře.

<sup>826</sup> Centrální depozitář se zavazuje vyhrazené cenné papíry půjčovat v souladu s tímto předpisem, s přihlédnutím k potřebám trhu a k možnostem systému půjčování, na principu rovného zacházení se všemi zapůjčovateli (čl. 71, odst. 3 pravidel centrálního depozitáře).

<sup>827</sup> Vyhrazením cenných papírů se rozumí umístění cenných papírů zapůjčovatele na sjednaném účtu za podmínek stanovených v těchto pravidlech a ve smlouvě o vyhrazení (čl. 71, odst. 1 pravidel centrálního depozitáře).

<sup>828</sup> Smlouva o vyhrazení upravuje zejména podmínky vyhrazení cenných papírů, obsahuje zmocnění centrálního depozitáře k půjčování vyhrazených cenných papírů a další náležitosti uvedené v prováděcím předpisu (čl. 70, odst. 2 pravidel centrálního depozitáře).

<sup>829</sup> Čl. 70, odst. 1 pravidel centrálního depozitáře.

<sup>830</sup> Čl. 73, odst. 4 pravidel centrálního depozitáře.

<sup>831</sup> Vyhrazení je možné zrušit stažením cenných papírů (stažením cenných papírů je vynětí cenných papírů evidovaných jako vyhrazené pro systém půjčování z tohoto systému, které spočívá v úplném obnovení veškerých dispozičních práv zapůjčovatele k těmto cenným

systemu půjčování.<sup>832</sup> Zapůjčovatel má vůči centrálnímu depozitáři právo na převod výnosů ze zapůjčených cenných papírů, popř. dlužných částek z dluhopisu nebo jejich částí, na jejichž výplatu vypůjčovatel po dobu trvání půjčky získal právo.<sup>833</sup> Zapůjčovatel je oprávněn požadovat na centrálním depozitáři, aby mu umožnil uplatnit práva spojená s vyhrazenými cennými papíry, za předpokladu, že včas podal žádost o jejich stažení, nedohodl-li si s centrálním depozitářem jinak.<sup>834</sup> Doba trvání půjčky počíná běžet dnem, kdy jsou cenné papíry, které jsou předmětem půjčky, odepsány z účtu, na kterém jsou vyhrazeny (den poskytnutí půjčky), a končí dnem, kdy jsou na tento účet zpět připsány.<sup>835</sup> Za účelem zajištění půjčky je možno sjednat i kolaterál.<sup>836</sup>

### **Díl třetí – Nedobrovolné dispozice s nepřímo drženými cennými papíry**

Účelem nedobrovolných dispozic je zajistit a uspokojit pohledávky osob, jež tvoří infrastrukturu držby a nakládání s nepřímo drženými cennými papíry (prostředníci, centrální depozitáři, osoby provozují systémy zúčtování a vypořádání, centrální protistrany atd.). Výkon rozhodnutí v prostředí finančních trhů má svá specifika, které z něj tvoří velmi jemný a citlivý systém. Zásah úřední moci do systému finančních trhů prostřednictvím obvyklých soudních či

---

papírům). O stažení cenných papírů je oprávněn požádat zapůjčovatel centrální depozitář i bez uvedení důvodu. (čl. 72, odst. 1 a 2 pravidel centrálního depozitáře).

<sup>832</sup> Čl. 71, odst. 3 pravidel centrálního depozitáře.

<sup>833</sup> Čl. 74, odst. 3 pravidel centrálního depozitáře.

<sup>834</sup> Čl. 74, odst. 4 pravidel centrálního depozitáře.

<sup>835</sup> Čl. 79, odst. 1 pravidel centrálního depozitáře. Doba trvání půjčky končí také okamžikem, kdy se v souladu s prováděcím předpisem vypůjčovatel dostal do prodlení s vrácením půjčky nebo s úpravou výše kolaterálu (čl. 79, odst. 2 pravidel centrálního depozitáře)

<sup>836</sup> Čl. 80 pravidel centrálního depozitáře, odst. 1: Kolaterál představuje stanovený objem peněžních prostředků vypůjčovatele jako záruku za půjčené cenné papíry. Odst. 2: Kolaterál je převáděn podle článku 12 na zvláštní úročený účet, který vede centrální depozitář u zvoleného peněžního ústavu. Odst. 3: Výše kolaterálu se sestává z hodnoty půjčených cenných papírů a stanoveného navýšení. Odst. 4: Centrální depozitář v průběhu trvání půjčky provádí denní přepočty výše kolaterálu a na jeho základě předává příkazy k vypořádání peněz k tíži či ve prospěch účtu zúčtovací banky vypůjčovatele v zúčtovacím centru. Odst. 5: Pokud vypůjčovatel nemá v den poskytnutí půjčky dostatečné množství peněžních prostředků za účelem složení kolaterálu, centrální depozitář půjčku nezajistí. Odst. 6: Úrok z kolaterálu vyplácí centrální depozitář vypůjčovateli jednou měsíčně v souladu s prováděcím předpisem.

správních donucovacích prostředků může vyvolat paniku či zcela ochromit fungování těchto systémů, jež jsou obrazně řečeno pumpou, jež zajišťuje oběh krve v celých finančních systémech. Nepřesné zacílení zásahu orgánu veřejné moci do tohoto systému, kdy rozhodnutí veřejného orgánu vůči určitému účastníkovi znemožní provádět transakce jiným účastníkům – například v případě, kdy za účelem obstavení cenných papírů určitého konečného majitele je obstaven zákaznický účet prostředníka na vyšší úrovni, takže je rovněž znemožněno nakládání s cennými papíry ostatních klientů tohoto prostředníka – může snadno vyvolat řetězovou reakci, což může vést k systémovému riziku, tj. vyvolání kolapsu částí kapitálových trhů.

Krom toho specifika cenných papírů, s nimiž je nakládáno v rámci tržních infrastruktur, mají za následek že obvyklý účel nedobrovolných dispozic – rovnoměrné uspokojení věřitelů – zcela ustupuje nutnostem vyplývající ze zvláštností fungování finančních trhů. Například zatímco při výkonu zástavního je práva prodej z volné ruky mimo veřejnou dražbu či započtení hodnoty zástavy oproti hodnotě nesplacené pohledávky zakázáno či představuje velmi striktně ohraničenou výjimku, v prostředí nepřímo držených cenných papírů je tento způsob realizace zástavního práva naopak pravidlem, bez kterého se nelze obejít, má-li být nakládání s těmito cennými papíry minimálně ekonomicky smysluplné.

### ***Oddíl 1 – Funkční pojetí nedobrovolných dispozic s nepřímo drženými cennými papíry***

Stejně jako v předchozích dílech jsou nedobrovolné dispozice s nepřímo drženými cennými papíry nahlíženy nejdříve funkční optikou ustanovení Úmluvy UNIDROIT bez ohledu na pojetí jednotlivých typů nedobrovolných dispozic v rámci národních právních řádů. V souladu s nastíněným funkčním pojetím analyzují následující kapitoly jednotlivé možné situace z pohledu konečného majitele účtu, jež mohou zasáhnout cenné papíry vedené na jeho účtu a vést ke ztrátě práva plně či částečně nakládat s cennými papíry na tomto účtu.

## Kapitola 1 – Nedobrovolné zajištění

Pojem nedobrovolné zajištění je v Úmluvě UNIDROIT použito na několika místech,<sup>837</sup> avšak samotná úmluva tento pojem nedefinuje. Pojem nedobrovolného zajištění je odvozen z Úmluvy z Kapského města o mezinárodních nárocích na mobilní zařízení z roku 2001, ve které je nedobrovolné zajištění vymezeno jako „*právo či oprávnění přiznané právním řádem smluvní strany [...] za účelem zajištění splnění povinnosti, včetně povinnosti vůči státu, státnímu orgánu nebo mezinárodní či soukromé organizaci.*“<sup>838</sup> Učinění nepřímo držených cenných papírů předmětem nedobrovolného zajištění může vycházet ze dvou druhů skutečností: buď ze zákonem stanovených podmínek či z úkonu veřejného orgánu, zpravidla soudního či správního. Ženevská úmluva UNIDROIT ani jeden z uvedených typů nedobrovolného zajištění neřeší a jeho úpravu přenechává národním právním řádům.<sup>839</sup> Rovněž otázku určení přednosti konkurenčních zajišťovacích práv k určitým nepřímo drženým cenným papírům, je-li jedním z těchto zajišťovacích práv právo vzniklé na základě nedobrovolné dispozice, ponechává Úmluva zcela v režii národních právních řádů.<sup>840</sup>

## Kapitola 2 – Výkon práv ze zajištění

Základním obecným požadavkem Úmluvy je, že nesmí být bráněno jakémukoli ekonomicky způsobilému způsobu výkonu práv ze zajištění či ocenění nepřímo

---

<sup>837</sup> Například v čl. 12, odst. 8 či čl. 19, odst. 5 Úmluvy.

<sup>838</sup> Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 56.

<sup>839</sup> V článku 12 Úmluva výslovně stanoví, že „*příslušný právní řád určuje, za jakých podmínek vzniká nedobrovolné zajištění a kdy je účinné vůči třetím osobám.*“ „*Nedobrovolně zřízenému zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, vzniklému na základě ustanovení příslušného právního řádu, se přiznává taková přednost, jaká je mu přiznána tímto právním řádem.*“ (čl. 19, odst. 5 Úmluvy UNIDROIT).

<sup>840</sup> Pokud například majitel účtu zastavil svůj účet cenných papírů ve prospěch zástavního věřitele a poté pověřil prostředníka, jenž je zároveň obchodníkem s cennými papíry, aby koupil cenné papíry na účet majitele účtu, přičemž majitel účtu mu za koupi těchto cenných papírů nezaplatil, stanou se cenné papíry vedené na účtu tohoto majitele předmětem zákonného zajištění ve prospěch prostředníka do výše nesplacených závazků z uvedené koupě. Byly-li tímto zákonným zajištěním dotčeny cenné papíry dříve učiněny předmětem smluvního zajištění, dojde mezi těmito dvěma zajišťovacími právy ke konfliktu, který bude nutno vyřešit ve prospěch jednoho či druhého práva.



držených cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění.<sup>841</sup> Aby zástavní věřitel měl možnost efektivně realizovat své zajištění, tj. aby nebyl ekonomický účel zajištění zmařen překážkami, jež v prostředí nepřímo držených cenných papírů nemají žádné opodstatnění, zakazuje Úmluva podmínění výkonu práv ze zajištění splněním některých požadavků.<sup>842</sup>

Ve vztahu ke konkrétním způsobům výkonu práv ze zajištění Ženevská úmluva UNIDROIT vymezuje dva způsoby, které mohou být použity příjemcem zajištění k výkonu práv, jež pro něj ze zajištění vyplývají: prvním je prodej nepřímo držených cenných papírů, jež byly předmětem zajištění, z volné ruky a použití výtěžku z tohoto prodeje k uspokojení své dlužné pohledávky za zástavním dlužníkem; druhým předvídaným způsobem je přivlastnění si nepřímo držených cenných papírů, jež byly předmětem zajištění, zástavním věřitelem a uspokojení dlužných pohledávek vůči zástavnímu dlužníkovi z hodnoty přivlastněných nepřímo držených cenných papírů.<sup>843</sup> Zatímco první způsob výkonu práv ze zajištění bude obecně použitelný, druhý způsob výkonu je podle Úmluvy možno použít, pouze pokud tak smlouva o zřízení zajištění stanoví a pokud je v této smlouvě určen způsob ocenění cenných papírů pro účely tohoto přivlastnění.<sup>844</sup>

---

<sup>841</sup> Čl. 35 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>842</sup> Vedle tohoto základního obecného požadavku vymezuje Úmluva UNIDROIT i některé zvláštní požadavky, které považuje v souvislosti s výkonem práv ze zajištění za nepřipustné. Těmito nepřipustnými požadavky jsou povinnost prodat nepřímo držené cenné papíry, jež byly předmětem zajištění prostřednictvím, prostřednictvím veřejné dražby, povinnost zveřejnit předem úmysl provést závěrečné vyrovnání zisků a ztrát, nechat schválit závěrečné vyrovnání soudním nebo jiným veřejným orgánem či uskutečnit závěrečné vyrovnání určitým předepsaným způsobem, a to včetně situací, kdy by k realizaci zajištění došlo již v době insolvenčního řízení (čl. 33, odst. 3 Úmluvy). Úmluva na druhou stranu nebrání stranám zajištění učinit tyto jinak nepřipustné požadavky předmětem smlouvy o zřízení zajištění a vyžadovat jejich dodržování z titulu této smlouvy.

<sup>843</sup> Čl. 33, odst. 1, písm. a) Úmluvy UNIDROIT.

<sup>844</sup> Pro úspěšný výkon práv ze zajištění je třeba definovat okamžik, kdy tento výkon může započít. Obecně tento okamžik nastává v momentě, kdy dojde k uplynutí lhůty splatnosti zajištěných závazků bez toho, aby dlužník tyto závazky uhradil. Úmluva UNIDROIT tento okamžik v souladu s mezinárodní bankovní terminologií nazývá jako „událost nesplacení“, tzv. event of default; Úmluva ovšem rovněž stanoví, že tento okamžik nemusí být stanoven objektivním právem, ale že si strany rovněž mohou mezi sebou dohodnout, kdy a za jakých podmínek může „událost nesplacení“ nastat (čl. 31, odst. 1, písm. (h) Úmluvy UNIDROIT).

Vedle toho dává Úmluva stranám zajištění k dispozici možnost vypořádat svá práva a závazky pomocí závěrečného vyrovnání zisků a ztrát (tzv. *close-out netting*).<sup>845</sup> Závěrečné vyrovnání zisků a ztrát představuje podle Úmluvy jednu z metod, jakou mohou být vypořádány závazky stran vyplývající ze zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry.<sup>846</sup> Vypořádání závazků v rámci zajištění pomocí závěrečného vypořádání zisků a ztrát je v rámci Úmluvy UNIDROIT umožněno bez ohledu na způsob zajištění, tj. zda se jedná o zajištění pomocí zástavního práva či převodu vlastnického či obdobného práva za účelem zajištění, a bez ohledu na eventuelní zahájení insolvenčního řízení; rovněž je umožněno v určitých situacích, kdy se zajištěné závazky nestaly splatnými, například když příjemce zajištění je v prodlení se splněním závazku doručit doplňkové zajištění v rámci povinností vyplývajících z existující dohody o zajištění.<sup>847</sup>

K výkonu práv vůči nepřímo drženým cenným se úzce váže problém tzv. obstavení na vyšší úrovni.<sup>848</sup> Bude-li soudní či obdobné rozhodnutí nařizující obstavení či zmrazení účtu cenných papírů konečného majitele v rámci výkonu rozhodnutí adresováno nikoli přímému prostředníkovi dotčeného majitele účtu, ale prostředníkovi přímého prostředníka (ev. centrálního depozitáře), bude výkon tohoto rozhodnutí pro prostředníka na vyšší úrovni velmi problematický: prostředník na vyšší úrovni totiž zpravidla nebude mít informace o tom, který z jeho klientů vede účty pro dotčeného konečného majitele účtu.<sup>849</sup> Za účelem

---

<sup>845</sup> Čl. 33, odst. 1, písm. b) Úmluvy UNIDROIT.

<sup>846</sup> Závěrečné vyrovnání zisků a ztrát není právním institutem realizace práv ze zajištění *stricto sensu*. Jeho rozsah je širší a zahrnuje více právních institutů, jakým je například započtení, novace nebo jiné způsoby zániku závazků. Závěrečné vyrovnání zisků a ztrát je běžnou technikou, prostřednictvím které jsou vypořádávány vzájemné závazky účastníků obchodů na finančních trzích, zejména z repo obchodů, půjčování cenných papírů atd. (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 144 – 145).

<sup>847</sup> Čl. 33, odst. 2 Úmluvy UNIDROIT. Typický standardizovaný repo kontrakt či kontrakt o půjčce cenných papírů bude obsahovat ustanovení o závěrečném vyrovnání zisků a ztrát. Úmluva na jednu stranu uznává, aby si účastníci dispozice zahrnující nepřímo držené cenné papíry dohodli možnost vypořádání svých závazků pomocí závěrečného vyrovnání zisků a ztrát, na druhou stranu omezuje tuto možnost pouze na vypořádání závazků v rámci zajištění. (Studie UNIDROIT LXXVIII – Doc. 58, březen 2007, str. 17-18).

<sup>848</sup> V ang.: „*upper-tier attachment*.“

<sup>849</sup> Prostředníkovi na vyšší úrovni nezbyde pro splnění uvedeného opatření než zablokovat veškeré účty svého klienta, jenž je přímým prostředníkem majitele účtu, jehož nepřímo

zamezení uvedeného rizika zakazuje Ženevská úmluva UNIDROIT jakékoli úkony vedoucí k obstavení na vyšší úrovni:<sup>850</sup> článek 22 proto (s jedinou výjimkou)<sup>851</sup> zakazuje jakékoli obstavení nepřímo držených cenných papírů konečného majitele účtu, jehož důsledky by měly vliv na jakoukoli jinou osobu

držené cenné papíry mají být obstavením postiženy, tedy i účty či cenné papíry osob, jež nemají s dotčeným majitelem účtu nic společného. Tím dojde k zablokování většího, než nutného počtu cenných papírů, což může mít za následek riziko zmaření transakcí s těmito dalšími cennými papíry a může vyvolat i systémové riziko. V krajním případě může úkon směřující k obstavení účtu na vyšší úrovni zcela paralyzovat činnost prostředníka, který tento účet pro své klienty vede. Nebezpečí obstavení účtu na vyšší úrovni může vyvolat řetězovou reakci, kdy v důsledku soudního či obdobného opatření vůči několika cenným papírům individuálního investora může dojít ke kolapsu celého finančního trhu, zvláště je-li obstavením dotčený prostředník na vyšší úrovni centrálním depozitářem, který rovněž provozuje systém zúčtování a vypořádání transakcí s cennými papíry. Dojde-li k obstavení účtu na vyšší úrovni může to mít i negativní důsledky na úrovni účtu cenných papírů konečného majitele. Budou-li tyto cenné papíry na vyšší úrovni obstaveny, nemusí o tom konečný majitel účtu či jeho přímý prostředník vědět. Jestliže majitel účtu tyto cenné papíry například zastaví, nebude zástavní věřitel zpravidla informován o obstavení na vyšší úrovni; v případě nutnosti realizovat zastavené cenné papíry se zástavní věřitel nutně dostane do konfliktu s dříve učiněným obstavením na vyšší úrovni a obvykle nebude schopen takto obstavené cenné papíry realizovat za účelem uspokojení své nesplacené pohledávky. Toto riziko může narušit integritu celého systému držby nepřímo držených cenných papírů (Studie UNIDROIT LXVIII – Doc. 8, srpen 2003, str. 18; Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 101).

<sup>850</sup> Smyslem obecného zákazu na vyšší úrovni je docílit toho, aby jakékoli opatření pozastavující nakládání s nepřímo drženými cennými papíry zasáhlo pouze a jen ty „pravé“ cenné papíry. Dojde-li k obstavení nepřímo držených cenných papírů dotkne se toto opatření v zásadě tří subjektů: dlužníka, jenž je majitelem účtu cenných papírů vedeného jeho přímým prostředníkem, na kterém jsou zapsány jeho, obstavením dotčené, nepřímo držené cenné papíry, dále věřitele, který se snaží obstavit dlužníkovy cenné papíry za účelem uspokojení své nesplacené pohledávky vůči dlužníkovi, a konečně adresáta příkazu k obstavení, tj. přímého prostředníka, jenž vede účet cenných papírů pro majitele, jehož nepřímo držené cenné papíry evidované na tomto účtu mají být obstaveny, který má v důsledku tohoto příkazu za úkol zajistit příslušné nepřímo držené cenné papíry, tak aby se z nich věřitel mohl uspokojit. Cílem obstavení je adresovat úkon, jež toto obstavení provádí osobě, jež dokáže obstavením dotčené nepřímo držené cenné papíry identifikovat na příslušném účtu a efektivně je zablokovat ve prospěch věřitele (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 101 – 102).

<sup>851</sup> Tato výjimka bere v potaz situace v některých transparentních systémech, ve kterých nelze účinně obstavit nepřímo držené cenné papíry jinak než na vyšší úrovni; v takových systémech nemůže přímý prostředník na účtu svého klienta činit sám žádné záznamy či s ním nakládat, neboť pouze zprostředkuje příkazy k dispozicím s daným účtem, které pak vykonává prostředník na vyšší úrovni (centrální depozitář), který účet konečného majitele ve skutečnosti vede. Docílit efektivního pozastavení nakládání s účtem, na němž jsou zapsány obstavením dotčené cenné papíry, tak lze pouze příkazem prostředníkovi na vyšší úrovni, který je jedinou osobou schopnou tento příkaz vykonat. Aby bylo možno tuto výjimku uplatnit musí stát učinit prohlášení o možnosti obstavení nepřímo držených cenných papírů u prostředníků na vyšší úrovni, jež se dotkne rovněž jejich klientů, prostředníků na nižší úrovni; toto prohlášení musí a specifikovat typ prostředníků na vyšší úrovni, vůči kterým toto obstavení půjde uplatňovat a okamžik, od kterého bude toto obstavení rovněž účinné vůči prostředníkům na nižší úrovni (Studie UNIDROIT LXXVIII – Doc. 95, srpen 2007, str. 10).

než dotčeného majitele účtu, emitenta nepřímo držených cenných papírů či na jakoukoli jinou osobu než majitele účtu a příslušného prostředníka.<sup>852</sup>

### Kapitola 3 – Pořadí nároků (mimo insolvenční a v jejím rámci)

Pravidla priority konkurenčních nároků a insolvenční jsou právními instituty, které autoritativně určují, která práva budou uspokojena v případě, že na určitém aktivu, jakým jsou například nepřímo držené cenné papíry, lpí těchto práv více, takže často nemohou být z daného aktiva uspokojena práva všech věřitelů.<sup>853</sup>

Pravidla přednosti konkurenčních zajištěných nároků řeší střet zajištěných věřitelů týkající se nepřímo držených cenných papírů v situaci, kdy poskytovatel zajištění není v úpadku.<sup>854</sup> Naproti tomu pravidla insolvenční řeší o konflikt všech věřitelů majitele nepřímo držených cenných papírů, nikoli jen těch zajištěných.<sup>855</sup>

Co se týče přednosti nároků k nepřímo drženým cenným papírům v režimu Úmluvy UNIDROIT, pokud zajišťovací práva vznikla v souladu s Úmluvou, konkrétně podle čl. 12 Úmluvy, mají přednost před jinými právy, jež vznikly

---

<sup>852</sup> Obstatením nepřímo držených cenných papírů majitele účtu je nutno chápat jakýkoli soudní, správní nebo jiný úkon či postup směřující k pozastavení či omezení nakládání s nepřímo drženými cennými papíry tohoto majitele účtu či jejich učinění předmětem zajišťovacího práva za účelem výkonu rozhodnutí nebo jiného opatření soudu, rozhodčího soudu, správního, smírčího nebo jiného orgánu pro zajištění těchto nepřímo držených cenných papírů pro výkon budoucího soudního, rozhodčího či jiného rozhodnutí (čl. 22, odst. 2 a 3 Úmluvy UNIDROIT).

<sup>853</sup> Účinky pravidel určující přednost nároků mimo nebo v rámci insolvenční umožňují považovat tyto instituty za formu nedobrovolné dispozice, neboť se této dispozici nelze vyhnout a může vyústit v ekonomické znehodnocení práva k nepřímo drženému cennému papíru nebo k jeho zániku.

<sup>854</sup> Důsledkem výkonu konkurenčních nároků může být zánik práv vyplývajících ze zajištění, neboť z nepřímo držených cenných papírů, na nichž vázne více zajištění, nebude vždy možno uspokojit všechny zajištěné věřitele; příjemci zajištění, jejichž pohledávky nebyly z cenných papírů, jež byly předmětem zajištění, uspokojeny, se tak mohou stát nezajištěnými věřiteli dlužníka. Přesto, že pravidla přednosti konkurenčních zajištěných nároků nelze v zásadě měnit, neboť jsou obvykle kogentního charakteru, lze se jejich nepříznivým důsledkům vyhnout a předejít vzniku konkurence nároků.

<sup>855</sup> Základní zásadou insolvenčních pravidel je v tomto ohledu zásada rovnosti všech věřitelů (tzv. princip *pari passu*). Jelikož však v insolvenčním řízení nebudou aktiva úpadce schopna zajistit uspokojení pohledávek všech věřitelů, je nutné, aby pravidla insolvenční určila vítěze a poražené (Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 91). Jedním ze způsobů, jak toto učinit mezi věřiteli v principiálně rovném postavení je uplatnění principu priority zajištěných věřitelů nad věřiteli nezajištěnými.

jinými způsoby podle národního právního řádu.<sup>856</sup> Pro tato zajišťovací práva vzniklá v souladu s Úmluvou, Úmluva stanoví pravidla přednosti na základě principu *prior tempore, potior iure*.<sup>857</sup> Podle tohoto principu jsou zajišťovací práva uspokojována podle okamžiku, kdy nabyla účinnosti vůči třetím stranám, přičemž dříve ustavená práva mají přednost před pozdějšími.<sup>858</sup> Úmluva UNIDROIT rovněž stanoví přednost nároků zajištěných věřitelů vůči klientům prostředníka, jestliže prostředník poskytl cenné papíry klientů jako zajištění za úvěr od zajištěného věřitele za předpokladu, že tento zajištěný věřitel nevěděl nebo nemohl vědět o tom, že uvedené cenné papíry patřily klientům daného prostředníka.<sup>859</sup> Konečně eventuelní konflikt mezi nároky vyplývající ze „zákonného automaticky“ zřízaného zajištění prostředníka vůči svému klientovi-majiteli účtu a smluvně zajištěného věřitele tohoto klient-majitele účtu k týmž nepřímým držným cenným papírům, řeší Úmluva ve prospěch smluvně zajištěného věřitele, a to v případě, že posléze uvedenému zajištěnému věřiteli vzniklo jeho právo později;<sup>860</sup> na druhou stranu Úmluva umožňuje uvedeným osobám dohodnout si pořadí odlišně.<sup>861</sup>

<sup>856</sup> Čl. 19, odst. 2 Úmluvy.

<sup>857</sup> Čl. 19, odst. 3 Úmluvy.

<sup>858</sup> Těmito okamžiky jsou okamžik uzavření smlouvy o zřízení zajištění, je-li příjemcem zajištění přímý prostředník, dále okamžik označení účtu či cenných papírů na něm vedených a konečně okamžik uzavření smlouvy o kontrole účtu nebo, není-li prostředník stranou této smlouvy, okamžik notifikace takové smlouvy prostředníkovi. Jestliže tedy například majitel účtu nejdříve uzavřel s určitým věřitelem smlouvu o kontrole účtu cenných papírů, jejíž stranou byl prostředník, a poté zřídil prostřednictvím označení zástavní právo cenným papírům na účtu ve prospěch jiného věřitele, bude mít v případě realizace zajištění přednost první zajištěný věřitel oproti druhému, a to bez ohledu na to, zda je majitel účtu v insolventci či nikoli. Úmluva UNIDROIT ovšem umožňuje smluvním stranám vydat prohlášení, že zajišťovací právo zřízení prostřednictvím označení má přednost před zajišťovacími právy zřízenými jinými způsoby. Ve státě, který takové prohlášení vydal, by se situace v uvedeném příkladě otočila a přednost by měl druhý zajištěný věřitel, i když ke zřízení jeho zajišťovacího práva došlo později; v praxi způsobí takové prohlášení v daném státě absenci používání smluv o kontrole účtu, neboť práva z nich vyplývající nebudou chráněna proti věřitelům, jež svá zajišťovací práva realizovali prostřednictvím označení.

<sup>859</sup> Čl. 20, odst. 2 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>860</sup> Úmluva vychází z předpokladu, že pokud prostředník, jemuž svědčí zajištění vůči cenným papírům klienta-majitele účtu, umožní smluvně zajištěnému věřiteli zřídit k týmž cenným papírům zajištění v jeho prospěch, tento prostředník tak implicitně rezignuje na přednost svých nároků vyplývajících z jeho zajištění (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT (op. cit. pozn. č. 40), str. 90).

<sup>861</sup> Čl. 19 odst. 4 a 6 Úmluvy UNIDROIT.

Na rozdíl od ostatních otázek týkajících se dobrovolných či nedobrovolných dispozic, ke kterým lze přistupovat funkčně, u otázek insolvenčního práva je tento přístup jen velmi obtížně uplatitelný. Z tohoto důvodu neměla Úmluva – stejně jako kolizní Haagská úmluva – otázky spojené s insolvencí původně řešit. Tím by se na jednu stranu vyhnula nesmírně komplexním otázkám spojeným s rozličnou národní legislativou týkající se insolvenčního řízení, na druhou stranu by ztratila mnoho na svém významu.<sup>862</sup> Nakonec bylo proto rozhodnuto určitá ustanovení týkající se insolvence do Úmluvy zařadit.<sup>863</sup> Úmluva používá „mezinárodní“ definici insolvenčního řízení,<sup>864</sup> která se v nezměněné podobě objevuje v řadě dalších mezinárodních úmluv, jako je například Haagská úmluva<sup>865</sup> či Úmluva Spojených národů o postoupení pohledávek v mezinárodním obchodě<sup>866</sup> a definici insolvenčního správce.<sup>867</sup>

Ženevská úmluva řeší insolvenční v obecné rovině, tj. zejména ve vztahu k insolvenční majitele účtu.<sup>868</sup> Z obecného hlediska uvádí Úmluva v článku 14, že

<sup>862</sup> Srovnej s podobným problémem řešeným ovšem opačně u kolizních norem v rámci Haagské úmluvy (níže Část druhá, díl první, oddíl 1)

<sup>863</sup> Studie UNIDROIT LXXVIII – CONF. 11/2 – Doc. 6 Corr., červenec 2007.

<sup>864</sup> Tato definice vymezuje insolvenční řízení jako kolektivní soudní či správní řízení, včetně předběžného řízení, ve kterém majetek a záležitosti dlužníka podléhají kontrole či dohledu soudu nebo jiného příslušného orgánu za účelem reorganizace nebo likvidace. (čl. 1, písm. (h) Úmluvy UNIDROIT). Uvedená definice insolvenčního řízení je velmi široká a zahrnuje v podstatě jakýkoli organizovaný proces vedoucí k oddlužení a uspokojení věřitelů vedený pod dohledem veřejných orgánů. Musí se ovšem jednat o kolektivní řízení, ve kterém insolvenční správce zastupuje všechny obecné věřitele dlužníka, nikoli pouze některého či některé z věřitelů (Komentář k Haagské úmluvě, str. 37 – 38).

<sup>865</sup> Čl. 1, odst. 1, písm. k) Haagské úmluvy.

<sup>866</sup> Čl. 5 Úmluvy Spojených národů o postoupení pohledávek v mezinárodním obchodě.

<sup>867</sup> Úmluva rovněž specifikuje pojem insolvenčního správce, kterým se rozumí osoba (včetně dlužníka nezbaveného majetku) pověřená provedením reorganizace či likvidace, včetně osoby jednající na základě dočasného pověření (čl. 1, písm. (h) Úmluvy UNIDROIT). Insolvenčním správcem je každá osoba, která na základě pověření veřejného orgánu spravuje majetek předluženého subjektu s cílem naplnit účel insolvenčního řízení. Pojem „dlužníka nezbaveného majetku“ označuje situace, kdy funkcí insolvenčního správce je pověřena osoba, jež řídila dlužníka před zahájením insolvenčního řízení, například člen představenstva předlužené společnosti (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 9). Srovnej s definicí obsaženou v čl. 1), odst. 1, písm. k) Haagské úmluvy: „*insolvenčním správcem*“ se rozumí osoba oprávněná řídit reorganizaci nebo likvidaci, včetně osoby s předběžným oprávněním, a zahrnuje dlužníka nezbaveného majetku, pokud tak dovoluje rozhodný právní řád použitelný na insolvenční řízení.

<sup>868</sup> Tento základní princip ochrany účinnosti dispozic s nepřímo držnými cennými papíry vůči účinkům insolvenčního řízení se vztahuje jen na určité oblasti, v ostatních oblastech

„práva a oprávnění, jež se staly účinnými vůči třetím stranám způsobu předvídanými v článku 11 (převod) a 12 (zřízení zajištění) jsou účinná vůči insolvenčnímu správci a věřitelům v jakémkoli insolvenčním řízení.“ Jinými slovy, pokud převod či zřízení zajištění nabyly účinnosti vůči třetím stranám před zahájením insolvenčního řízení, trvají tyto účinky i po zahájení insolvenčního řízení. To se týká rovněž práv příjemce zajištění umožňujících mu realizaci tohoto zajištění.<sup>869</sup> Konkrétně Úmluva neutralizuje účinky insolvenčního řízení pomocí použití zákazu zpětného zneplatnění,<sup>870</sup> včetně pravidla nulté hodiny,<sup>871</sup> a chrání poskytnutí dodatečného zajištění a realizaci závěrečného vyrovnání před účinky pravidla nulté hodiny a zpětného zneplatnění.<sup>872</sup> Krom toho Úmluva obsahuje některá specifická pravidla týkající se insolvence prostředníka<sup>873</sup> a insolvenční

---

Úmluva uznává přednost insolvenčních pravidel národních právních řádů. Oblasti insolvenčního práva, které mají přednost před pravidly Úmluvy, jsou bohužel uvedeny pouze příkladmo. To vytváří nejistotu ohledně rozsahu oblastí, ve kterých Úmluva deroguje insolvenční normy národních právních řádů. Do těchto příkladmo vyjmenovaných oblastí insolvenčního práva, na které se Úmluva nevztahuje, se řadí otázky pořadí skupin nároků, možnosti zneplatnění úkonů vedoucích ke zvýhodňování určitých věřitelů či úkonů úmyslně snižujících solventnost dlužníků či otázky výkonu vlastnických práv dlužníka insolvenčním správcem. Národní právní řád tak bude řešit otázku, zda v rámci insolvenčního řízení má přednost skupina pohledávek veřejných subjektů, jako jsou například daňové dluhy či dluhy na zdravotním a sociálním pojištění, před zajištěnými pohledávkami; Úmluva poté bude řešit otázku přednosti práv vzniklých ze zajištění podle Úmluvy vůči tímž nepřímo držným cenným papírům.

<sup>869</sup> Čl. 33, odst. 3, písm. b) Úmluvy UNIDROIT.

<sup>870</sup> V ang. „*timing claw-back rule*.“ Pravidlo zpětného zneplatnění znamená, že dohoda o zřízení zajištění a poskytnutí předmětu zajištění nemůže být považována či prohlášena za neplatnou pouze z důvodu, že tato smlouva či poskytnutí bylo učiněno v den započetí insolvenčního řízení, avšak před okamžikem vyhlášení nebo v určité době před tímto započetením (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 161).

<sup>871</sup> V ang. „*zero-hour rule*.“ podle tohoto insolvenčního pravidla nastávají účinky insolvenčního řízení vyhlášené během určitého dne, například v 15 hodin, retroaktivně k počátku takového dne, tj. od 0 hodin tohoto dne. Ochranou před retroaktivními účinky tohoto pravidla chrání Úmluva UNIDROIT právní jistotu příjemců zajištění (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 161).

<sup>872</sup> Čl. 33, odst. 3, písm. b) a čl. 36 a 37 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>873</sup> Bude-li mít insolvence konečného majitele účtu cenných papírů v zásadě pouze omezený dopad na tržní prostředí či ostatní aktéry finančních trhů, to samé nelze tvrdit o insolvenční prostředníka vedoucího účty cenných papírů pro jiné osoby. Úmluva rovněž chrání zajištěného věřitele před insolvenční prostředníka, který vede účet cenných papírů, na němž jsou evidovány cenné papíry, jež jsou předmětem zajištění (čl. 21, odst. 1 Úmluvy UNIDROIT).

prostředníka, jenž zároveň provozuje systém zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry.<sup>874</sup>

## ***Oddíl 2 – Právní pojetí nedobrovolných dispozic s nepřímo držеныmi cennými papíry***

Je-li funkční vymezení problematiky nedobrovolných dispozic v Úmluvě UNIDROIT neúplné a útržkovité, právní pojetí otázek týkajících se dílčích problémů těchto nedobrovolných dispozic – tj. nedobrovolného zajištění, způsobu výkonu práv zajištění, účinků insolvence a priority nároků – v jednotlivých právních řádech je ještě roztržštěnější. Nedobrovolné zajištění vznikající ex lege, v některých právních řádech existuje v některých nikoli. Tam, kde existuje, existuje ve prospěch centrálního depozitáře nebo i ve prospěch prostředníka, avšak často v různých formách. Rovněž způsob výkonu práv ze zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, do značné míry závisí na právní kvalifikaci nepřímo držných cenných papírů, buď jako pohledávky, věci či

---

<sup>874</sup> Jestliže insolvence prostředníka je schopna v určitých případech - v závislosti na velikosti portfolií spravovaných daným prostředníkem vyvolat systémové riziko, insolvence osoby provozující systém zúčtování a/nebo vypořádání obchodů s cennými papíry, takové riziko vyvolá vždy. Účelem ustanovení Úmluvy je proto ochrana systémů zúčtování a vypořádání před účinky insolvence spočívající zejména v možnosti zneplatnění určitých transakcí. Účastníci obchodů na regulovaných trzích vstupují do transakcí, resp. zadávají neodvolatelné příkazy k nákupu či prodeji cenných papírů dříve než jsou tyto příkazy zúčtovány a vypořádány: mezi okamžikem zadání příkazu a jeho zúčtování a vypořádání dochází proto k časové prodlevě. Jestliže během této doby dojde k insolvenčnímu řízení jakéhokoli účastníka transakce umožňující zneplatnit již zadáný, avšak ještě nezúčtovaný či nevypořádaný příkaz, může tato skutečnost způsobit značné systémové problémy, neboť zneplatnění jednoho příkazu může mít za následek zneplatnění řady jiných souvisejících či navazujících transakcí. Tomuto systémovému riziku je předcházeno důslednou aplikací zásady konečnosti, tj. umožněním provedení zúčtování a vypořádání bez nebezpečí zneplatnění bez ohledu na zahájení a účinky insolvenčního řízení (Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, para. 27-5). V tomto ohledu byla kvalita ochrany systémů zúčtování a/nebo vypořádání před účinky insolvence, a zejména uplatnění zásady konečnosti, podrobena zatěžkávací zkoušce při pádu a navazující insolvenční banky Lehman Brothers v září roku 2008, kdy účastníci obchodů s touto bankou vyvinuli ohromný tlak na to, aby transakce s touto bankou byly zastaveny či anulovány či stornovány bez ohledu na to, v jakém stadiu zpracování se nacházely. Pokud jde o účinky insolvenčního řízení na fungování pravidel systémů vypořádání a zúčtování obchodů s nepřímo držnými cennými papíry, článek 27 Úmluvy vyjímá z jejich dosahu jakékoli ustanovení jednotného systému vypořádání či zúčtování, které zamezuje zneplatnění jakéhokoli příkazu daného účastníkem tohoto systému od okamžiku, kdy podle pravidel daného systému je třeba tento příkaz považovat za neodvolatelný, či od okamžiku, kdy připsání, odepsání či označení nepřímo držných cenných papírů je podle pravidel daného systému nutno považovat za nezměnitelné (čl. 27 Úmluvy UNIDROIT).



majetkové hodnoty *sui generis*.<sup>875</sup> Vzhledem ke zvláštní povaze nepřímo držených cenných papírů, tato kvalifikace může jednak činit potíže a jednak ani jedna z uvedených procedur nemusí být pro výkon práv, jehož předmětem jsou nepřímo držené papíry, zcela vhodná: některé právní řády proto mají zvláštní režim pro výkon práv, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry.

Stejně tak řešení problému obstavení účtu cenných papírů na vyšší úrovni bude záviset na pojetí nepřímé držby v daném právním řádu. Bude-li situovat vlastnické či obdobné právo k nepřímo drženému cennému papíru k prvnímu článku nepřímé držby, tj. zpravidla k prostředníkovi či centrálnímu depozitáři držícího dané nepřímo držené cenné papíry přímo od emitenta, bude nutné k zajištění efektivity výkonu rozhodnutí.<sup>876</sup> Naopak bude-li situovat vlastnické či obdobné právo k nepřímo drženému cennému papíru na úroveň posledního článku řetězce, tj. na účet konečného majitele účtu vedeného jeho přímým prostředníkem, bude zákaz obstavení cenných papírů na jiné úrovni než na uvedené úrovni mezi konečným majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem, nutnou podmínkou k zachování funkčnosti modelu nepřímé držby v daném právním řádu.<sup>877</sup> V neposlední řadě je nutno se zabývat otázkami účinků insolvence a přednosti nároků týkající se nepřímo držených cenných papírů. Odpovědi na tyto otázky v jednotlivých právních řádech závisí na veřejnoprávním

---

<sup>875</sup> Řada právních řádů předvídá odlišné procedury pro výkon práv, jehož předmětem jsou hmotné movité věci, a pro výkon práv, jejichž předmětem jsou pohledávky: výkon práv týkající se movité věci se uskutečňuje obvykle prodejem dané věci, kdežto výkon práv ohledně pohledávky se provádí přiznáním této pohledávky oprávněné osobě. Využití té či oné procedury bude záviset na tom, jak daný právní řád bude nepřímo držené cenné papíry kvalifikovat jako objekty práva.

<sup>876</sup> V takovém případě bude předmětný právní řád nucen zajistit určitou míru transparentnosti vlastnického řetězce, ať už obecně nastavením systému nepřímé držby jako systému plně transparentního či konkrétně prostřednictvím umožnění existence individuální účtů na vyšší úrovni, aby alespoň částečně eliminoval možné negativní důsledky obstavení nepřímo držených cenných papírů na vyšší úrovni.

<sup>877</sup> K praktické ilustraci nastíněného problému může posloužit případ ze Spojených států amerických *Fidelity Partners, Inc. v. First Trust Co.* (1997 U.S. Dist. LEXIS 19287, N° 97 Civ. 5184, 1997, WL 752725, S.D.N.Y., 5. prosince 1997). V tomto případě se věřitel pokoušel dosáhnout výkonu rozhodnutí ve státě New York vůči nepřímo drženým cenným papírům evidovaným na účtu prostředníka na Filipínách. Newyorský soud ovšem požadované nařízení výkonu rozhodnutí zamítl s tím, že výkon rozhodnutí musí proběhnout v jurisdikci, kde je situován přímý prostředník (Filipíny), nikoli v jurisdikci, kde se nachází prostředník na vyšší úrovni (Spojené státy).

přístupu daného právního řádu a zejména na jeho preferenci mezi skupinou zajištěných věřitelů a věřitelů nezajištěných.

## **Kapitola 1 – Nedobrovolné zajištění**

Nedobrovolné zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, bude obvykle činěno ve prospěch dvou typů subjektů: jednak ve prospěch osoby poskytující služby centrální protistrany či provozující systém vypořádání obchodů na daném trhu<sup>878</sup> a jednak ve prospěch prostředníka či eventuelně osob uskutečňujících obchody pro konečné majitele účtu na regulovaném trhu.<sup>879</sup>

### **a) Francouzské právo**

Francouzské právo přiznává obecné zákonné zástavní právo komisionářům ke zboží nabývanému či prodávanému svým jménem, avšak na účet jejich klientů.<sup>880</sup> Ve vztahu k nepřímo drženým cenným papírům je toto obecné pravidlo dále rozvedeno, a to jak ve vztahu k prostředníkům, jež jsou zároveň obchodníky s cennými papíry, tak ve vztahu k osobám provozujícím systém zúčtování a vypořádání. Nicméně toto nedobrovolné zajištění není koncipováno jako zákonné zástavní právo či zajištění, nýbrž jako přímé přiznání vlastnického práva k nepřímo drženým cenným papírům prostředníkovi-obchodníkovi s cennými papíry.

---

<sup>878</sup> Nutnost existence nedobrovolného zajištění ve prospěch osob provozující tržní infrastruktury je důsledkem objektivní nemožnosti technicky zajistit, aby fáze sjednání a vypořádání obchodu stejně jako různé sub-fáze procesu vypořádání proběhly ve stejný okamžik. Jelikož mezi těmito fázemi dochází nutně k časovým prodlevám je nutné garantovat úspěšné provedení transakce po celou dobu, kdy se realizuje vypořádání daného obchodu.

<sup>879</sup> Zajištění, ať už v podobě zákonného zástavního práva či jiného typu zajištění, ve prospěch osoby uskutečňující převod nepřímo držených cenných papírů na účet konečného majitele je nutné odlišovat od obdobného zajištění *ex lege* vznikajícího ve prospěch prostředníka z titulu úschovy, resp. vedení těchto cenných papírů na účtu, byť tato nedobrovolná zajištění mohou být činěna ve prospěch jedné a též osoby: taková situace může nastat v případě, že prostředník vedoucí účet cenných papírů pro svého klienta bude zároveň obchodníkem s cennými papíry realizujícím pro tohoto klienta koupě a prodeje cenných papírů. Následující text pojednává pouze o prvním typu zajištění.

<sup>880</sup> Čl. 132-2 francouzského Code de commerce.

Co se týče prostředníků-obchodníků s cennými papíry realizujících převody nepřímo držených cenných papírů pro své klienty, jestliže takový klient neposkytne příslušné cenné papíry či peněžní prostředky, je tomuto prostředníkovi-obchodníkovi s cennými papíry přímo přiznáno plné vlastnické právo k cenným papírům místo toho, aby přešlo na konečného majitele, který je měl v původně nabýt.<sup>881</sup> Pokud jde o osobu provozující systém zúčtování a vypořádání, LCH.Clearnet SA, fungující rovněž jako centrální protistrana, tato osoba vyžaduje poskytnutí určitého množství nepřímo držených cenných papírů za účelem zajištění vypořádání převodů od svých členů;<sup>882</sup> pokud majitelé účtu poskytnou ve prospěch těchto členů určité nepřímo držené cenné papíry za účelem zajištění vypořádání převodů, nemůže být toto zajištění předmětem nároků jakýchkoli jiných osob, ať už se jedná o věřitele centrální protistrany, prostředníka či konečného majitele účtu, a rovněž není nijak ovlivněno eventuelním zahájením insolvenčního řízení.<sup>883</sup>

## **b) Belgické právo**

Belgické právo přiznává prostředníkům zákonné zástavní právo k cenným papírům svých přímých klientů-majitelů účtu. Toto zákonné zástavní právo se vztahuje na cenné papíry vedené na účtu jako zajištění pro uskutečnění obchodů klientů prostřednictvím systémů zúčtování a vypořádání a pokrývá pohledávky z půjček a úvěrů přiznaných prostředníky ve prospěch jejich klientů za účelem realizace uvedených obchodů.<sup>884</sup>

---

<sup>881</sup> Čl. L.211-18 francouzského CMF. Obdobně, je-li převod nepřímo drženého cenného papíru realizován prostřednictvím systému průběžného neodvolatelného vypořádání a konečný majitel účtu nezaplatí svému-prostředníkovi za cenné papíry, jejichž nabytí tento prostředník pro konečného majitele zajišťuje, nepřejde do okamžiku zaplacení ceny vlastnické právo na konečného majitele účtu, nýbrž „zůstane“ u prostředníka-obchodníka s cennými papíry, jemuž nebylo zaplacení (čl. L.211-17 francouzského CMF).

<sup>882</sup> Díl 4, zejména čl. 4.4.0.2. pravidel LCH.Clearnet.

<sup>883</sup> Dotazník EC-LCG, str. 311.

<sup>884</sup> Čl. 31, § 1, odst. 1 belgického zákona z 2. srpna 2002 o dohledu nad finančním trhem a finančními službami. Toto zástavní právo má stejný charakter jako smluvně zřízené zástavní právo, včetně možnosti prostředníka realizovat toto právo bez nutnosti ingerence soudu, a to buď prodejem cenných papírů vedených na účtu na finančním trhu či přímým přivlastněním si těchto cenných papírů se započtením hodnoty těchto cenných papírů oproti dlužným pohledávkám (čl. 31, § 4, odst. 1 a 2 téhož zákona).

Obdobné zákonné zástavní právo, jaké belgické právo přiznává prostředníkovi, svědčí i centrálnímu depozitáři a provozovateli systému zúčtování a vypořádání.<sup>885</sup> toto právo se vztahuje na veškeré cenné papíry vedené na omnibus účtu prostředníka u centrálního depozitáře, což znamená, že se může vztahovat, jak na cenné papíry konečných majitelů účtu, tak na vlastní cenné papíry prostředníka, jenž je účastníkem centrálního depozitáře.<sup>886</sup>

### c) Lucemburské právo

Lucemburské právo nepřiznává prostředníkům – nejedná-li se o centrálního depozitáře – žádné zákonné zástavní právo k nepřímo drženým cenným papírům, jež vedou na účtu pro své klienty, s výjimkou obecného zadržovacího práva trvajících po dobu, než mu budou klientem zaplacený veškeré závazky vyplývající z úschovy.<sup>887</sup> Takové právo si prostředník může zřídit pouze smluvně.

Naproti tomu centrálnímu depozitáři provozujícímu systém zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry, konkrétně Clearstream Banking Luxembourg,<sup>888</sup> přiznává lucemburské právo zadržovací i zástavní právo vůči cenným papírům vedeným na účtech jeho účastníků, a to za účelem hladkého a bezpečného fungování tohoto uvedeného systému vypořádání.<sup>889</sup> Žádná jiná

---

<sup>885</sup> Toto právo svědčí Euroclear Bank S.A. jako provozovateli systému Euroclear, Belgické národní bance v roli centrálního depozitáře belgických státních dluhopisů a společnosti Clearnet S.A. v souvislosti se zúčtováním obchodů na trhu Euronext Brussels.

<sup>886</sup> Haentjens M., op. cit. pozn. č. 133, str. 80. Nicméně, co se týče nepřímo držených cenných papírů konečných majitelů účtu, centrální depozitář se tohoto práva ve svých všeobecných podmínkách vzdal, takže ve skutečnosti toto zákonné zástavní právo postihuje pouze vlastní cenné papíry prostředníků, jež jsou členy centrálního depozitáře (Dotazník LCG-EC, str. 309).

<sup>887</sup> Dotazník LCG-EC, str. 314.

<sup>888</sup> Čl. 43 a 44 General Terms and Conditions CBL.

<sup>889</sup> Depozitáři provozující jako svou hlavní činnost systém vypořádání obchodů s cennými papíry mají zástavní právo ke všem cenným papírům, pohledávkám, peněžním prostředkům a jiným právům, které evidují na účtu jako vlastní aktiva účastníka a které souvisejí se systémem, jež provozují, a které nejsou zatíženy zajištěními řádně oznámenými nebo akceptovanými depozitářem. Toto zástavní právo zajišťuje pohledávky těchto depozitářů vůči účastníkům systému vypořádání obchodů s cennými papíry, jež vznikly v souvislosti s vypořádáním nebo zúčtováním obchodů s cennými papíry nebo jinými finančními nástroji nebo s nimi souvisejícím započtením, uskutečněným účastníkem na jeho vlastní účet nebo na účet jeho klientů, včetně pohledávek z půjček nebo záloh.

obecná či zvláštní zajišťovací práva, vyjma těch uvedených v článku 2101 lucemburského Code civil, nemají přednost před uvedenými zástavními právy. Jejich realizace se provádí v souladu s ustanoveními vztahujícími se na zástavní práva k finančním nástrojům a k pohledávkám.<sup>890</sup>

#### **d) Německé právo**

Německé právo nepředvídá zákonné zajištění ve prospěch prostředníka k nepřímo drženým cenným papírům náležejícím majiteli účtu, jenž tento prostředník spravuje. Nicméně mezi centrálním depozitářem a jeho členy nebo mezi prostředníky mohou být zřízena zástavní práva k nepřímo drženým cenným papírům, jež jsou držena pro jiné prostředníky, a to do výše poplatků za správu těchto cenných papírů či poplatků za vypořádání obchodů. Obdobně prostředník, jenž je zároveň bankou a jenž uskutečňuje příkaz majitele účtu ke koupi cenných papírů, má na základě ustanovení § 397 německého obchodního zákoníku zákonné zástavní právo k těmto cenným papírům nabývaných pro svého klienta do výše kupní ceny.<sup>891</sup>

Zřízení jakéhokoli jiného zástavního či zajišťovacího práva, například zástavního práva prostředníka vůči jeho majiteli účtu, jenž tento prostředník vede, musí být učiněno na základě smlouvy. Takto smluvně zřízené zástavní právo přímého prostředníka může zajišťovat buď pouze pohledávky prostředníka do výše úvěru přiznaného majiteli účtu (tzv. omezené zastavení)<sup>892</sup> anebo veškeré pohledávky

---

Stejní depozitáři mají rovněž zástavní právo ke všem cenným papírům, pohledávkám, peněžním prostředkům a jiným právům, které evidují na účtu jako vlastní aktiva klientů účastníka a které souvisejí se systémem, který provozují. Toto zástavní právo zajišťuje výhradně pohledávky depozitáře vůči účastníkovi, jež vznikly v souvislosti s vypořádáním nebo zúčtováním obchodů s cennými papíry nebo jinými finančními nástroji nebo s nimi souvisejícím započtením uskutečněným účastníkem na účet svých klientů, včetně pohledávek z půjček nebo záloh (Dotazník LCG-EC, str. 315).

<sup>890</sup> Výše uvedená zástavní práva se nevztahují na aktiva uložená na účtu u depozitáře, který provozuje jako svou hlavní činnost systém vypořádání obchodů s cennými papíry, náležející Evropské centrální bance nebo národní centrální bance, která je nedílnou součástí Evropského systému centrálních bank.

<sup>891</sup> Dotazník LCG-EC, str. 310.

<sup>892</sup> V něm.: „beschränkte Verpfändung.“

prostředníka vůči majiteli účtu (tzv. neomezené zastavení).<sup>893</sup> V závislosti na typu zástavního práva se budou lišit formální požadavky nutné k jejich zřízení.<sup>894</sup>

#### **e) Rakouské právo**

Rakouské právo, konkrétně zákon o úschově, upravuje možnost prostředníka, aby učinil nepřímo držené cenné papíry předmětem zadržovacího práva.<sup>895</sup> Vedle toho všeobecné podmínky rakouských bank, které budou zpravidla rovněž prostředníky, předvídají zřízení zástavního práva k veškerým pohledávkám za klientem, resp. majitelem účtu: v případě, že předmětem tohoto zástavního práva budou cenné papíry, bude rozsah tohoto předmětu zahrnovat též výnosy z těchto cenných papírů.<sup>896</sup> Uvedené zadržovací právo svědčí všem prostředníkům v rámci vlastnického řetězce, včetně centrálního depozitáře. Tohoto práva se však prostředník může smluvně vzdát. To činí například centrální depozitář, který se tohoto zadržovacího práva ve svých všeobecných podmínkách výslovně vzdává, neboť takovéto právo ve prospěch depozitáře je považováno za překážku obchodů s nepřímo drženými cennými papíry.<sup>897</sup>

#### **f) Švýcarské právo**

Podle švýcarského zákona o nepřímo držených cenných papírech může prostředník zadržet a eventuelně prodat cenné papíry připsané k dobru účtu majitele cenných papírů, aby uspokojil jakoukoli splatnou pohledávku za majitelem účtu plynoucí z úschovy jeho nepřímo držených cenných papírů nebo z financování jejich nabytí.<sup>898</sup> Tato jeho práva však zanikají k okamžiku, kdy jsou dotčené cenné papíry připsány k dobru účtu jiného majitele účtu.<sup>899</sup>

---

<sup>893</sup> V něm: „*unbeschränkte Verpfändung*.“

<sup>894</sup> § 12, odst. 3 a 4 německého DepotG.

<sup>895</sup> § 9, odst. 1 rakouského DepotG.

<sup>896</sup> Dotazník LCG-EC, str. 315.

<sup>897</sup> Dotazník LCG-EC, str. 316.

<sup>898</sup> Čl. 21, odst. 1 švýcarského LTI.

<sup>899</sup> Čl. 21, odst. 2 švýcarského LTI.

### **g) Právo spojených států amerických**

Nedobrovolné zajištění nepřímo držených cenných papírů majitele ve prospěch prostředníka není podle jednotného amerického obchodního zákoníku koncipováno jako zřízení zajištění „ex lege“, přesto se v mnoha ohledech chová obdobně.<sup>900</sup> Jestliže prostředník vytvoří jakékoli zajištění vůči cenným papírům majitele vedeným na účtu – například na základě smlouvy o vedení účtu či půjčení peněžních prostředků na nákup cenných papírů, což bude obvyklé v případě, že prostředník bude zároveň obchodníkem s cennými papíry<sup>901</sup> – dochází k „perfekci“ tohoto zajištění, tj. nabytí účinnosti vůči třetím stranám, „automaticky“, tzn. již uzavřením smlouvy mezi prostředníkem a jeho klientem.<sup>902</sup>

Takto automaticky zřízené zajištění ve prospěch prostředníka má přednost vůči jakémukoli jinému typu zajištění, včetně smluvně zřízeného,<sup>903</sup> a to i nabylo-li toto smluvně zřízené zajištění účinnosti vůči třetím stranám dříve než „automaticky“ zřízené zajištění ve prospěch prostředníka.<sup>904</sup> Dojde-li ke zřízení více takovýchto „automatických“ zajištění, jsou si tato zajištění, co do přednosti, rovnocenná: dříve „automaticky“ zřízené zajištění nemá přednost před později zřízeným „automaticky“ zajištěním.<sup>905</sup> Na druhou stranu, chce-li smluvně zajištěný věřitel, aby jeho zajištění mělo přednost před „automaticky“ zřizovaným

<sup>900</sup> Někteří autoři jako například Hakes označují „automaticky“ zřizované zajištění přímo jako „zákonné“ zajištění, jež reflektuje nesmluvní zajištění obchodníka s cennými papíry vzhledem k cenným papírům, jež nakupuje pro svého klienta, podle common law.

<sup>901</sup> Hakes, R. A.: op. cit. pozn. č. 200, str. 769.

<sup>902</sup> § 9- 309(10) UCC; Mooney Ch., W. jr.: op. cit. pozn. 86, str. 20 – 21.

<sup>903</sup> V tomto ohledu není právo Spojených států kompatibilní s Úmluvou UNIDROIT. Úmluva UNIDROIT přiznává prioritu nároků zajištěného věřitele, jenž zřídil své právo první, přičemž smluvně zřízené právo zajištěného věřitele má přednost před zákonným „automaticky“ zřízeným zajištěním prostředníka, a to i když posléze uvedené zajištění prostředníka pomocí kontroly vzniklo dříve než prvně uvedené smluvní zajištění zřízené stejným způsobem (čl. 19, odst. 4 a 6). Jelikož však Úmluva stejně jako UCC připouští možnost dohody mezi prostředníkem a zajištěným věřitelem klienta tohoto prostředníka, Úmluva pouze přesunuje břemeno notifikace zajištěného věřitele ohledně zajištění prostředníka na tohoto prostředníka, kdežto americký UCC uvaluje toto břemeno na zajištěného věřitele (Mooney Ch., W. jr.: op. cit. pozn. 86, str. 93).

<sup>904</sup> Mooney Ch., W. jr.: op. cit. pozn. 86, str. 22.

<sup>905</sup> Tamtéž, str. 101.

zajištěním prostředníka, může si tuto přednost s prostředníkem dojednat, například v dohodě o kontrole.<sup>906</sup>

Vedle „automaticky“ zřizovaného zajištění ve prospěch prostředníka uvádí jednotný americký obchodní zákoník ještě některé další typy nedobrovolného zajištění, resp. věřitele, v jehož prospěch se toto nedobrovolné zajištění zřizuje.<sup>907</sup> Příkladem takového zajištění je „automatické“ zajištění ve prospěch clearingové korporace, jehož předmětem jsou převáděné nepřímo držené cenné papíry. Toto zajištění má absolutní přednost před jinými nároky.<sup>908</sup>

## **h) Anglické právo**

V anglickém právu vzniká obecně *ex lege* zajištění bance ohledně nesplacených pohledávek klienta, jehož předmětem jsou listiny dokumentující právní titul, jež jsou v moci banky. Tuto tzv. implicitně zřízenou zástavu ovšem nelze použít na nepřímo držené cenné papíry, neboť titul k nim není součástí žádné listiny, jež by banka mohla mít u sebe. Krom toho prostředník, i kdyby měl status banky, nebude držet titul k ní v pozici banky, nýbrž prostředníka, přičemž ve prospěch

---

<sup>906</sup> Tamtéž, str. 103. Prostředník a majitel účtu, jehož účet cenných papírů se stal předmětem smluvního zajištění, se ovšem tomuto zajištění mohou vyhnout tak, že pro účely nabytí nových cenných papírů otevřou zvláštní maržový účet pro účely tohoto nabytí; cenné papíry připsané na tento účet budou, bude-li tak stanoveno ve smlouvě o zřízení tohoto účtu, předmětem „automaticky“ zřizovaného zajištění ve prospěch prostředníka mimo dosah dříve zřízeného smluvního zajištění (Hakes, R. A.: op. cit. pozn. č. 200, str. 769).

<sup>907</sup> Tímto věřitelem profitujícím z nedobrovolného zajištění, jehož předmětem mohou být nepřímo držené cenné papíry, je například věřitel, v jehož prospěch nedobrovolné zajištění vzniklo v důsledku obstarání, závazku vůči veřejné instituci nebo obdobným způsobem, dále beneficiant jmenovaný věřiteli, insolvenční správce atd. (§ 9-102(a)(52) UCC.) Práva uvedených věřitelů zajištěných nedobrovolným zajištěním jsou podřízena zajištěním, jež se stala účinnými vůči třetím stranám. (§ 9-317(a)(2)(A) UCC).

<sup>908</sup> V rozsahu nezbytném k tomu, aby prostředník cenných papírů uspokojil všechna práva k danému finančnímu aktivu, veškerá práva k takovému finančnímu aktivu držená prostředníkem cenných papírů jsou držena prostředníkem cenných papírů pro jejich majitele a nejsou ve vlastnictví prostředníka cenných papírů či předmětem nároků věřitelů prostředníka cenných papírů [s výjimkou situace, kdy věřitel má oprávnění k takovému finančnímu aktivu, v kterémžto případě nároky majitelů cenných papírů mají přednost před nároky věřitele, pokud (i) tento věřitel nemá kontrolu nebo (ii) prostředník je vypořádací společnost, přičemž v obou těchto případech má věřitel přednost (§ 8-503(a) UCC). Aby mohla stabilně fungovat funkce centrální protistrany vykonávaná clearingovou korporací, musí mít tato korporace možnost doplnit chybějící nepřímo držené cenné papíry či peněžní prostředky v případě absence převedení nepřímo držených cenných papírů prostředníkem převodce či peněžních prostředků prostředníkem nabyvatele. (Haentjens, str. 209-210).



uvedeného zajištění *ex lege* nemůže vzniknout. Z těchto důvodů v anglickém právu prostředníkovi automaticky nevzniká zajištění ohledně nesplacených závazků jeho klientů, jehož předmětem by byly nepřímo držené cenné papíry a takovéto zajištění je nutno vždy zřídit smluvně.<sup>909</sup> Naproti tomu „automatické“ zajištění vzniká prostředníkovi, jenž je zároveň obchodníkem s cennými papíry a jenž poskytl úvěr svému klientovi, pro kterého zakoupil nepřímo držené cenné papíry.<sup>910</sup>

## Kapitola 2 – Výkon práv ze zajištění

K výkonu práv ze zajištění dochází v situaci, kdy dlužník nesplní vůči věřiteli své závazky. Pro věřitele je v takovou chvíli důležité přistoupit k výkonu práv ze zajištění co nejrychleji, aby mohl co nejúčinněji kompenzovat svoji ztrátu. V tomto ohledu je pro příjemce zajištění nejvýhodnější, aby si mohl předmět zajištění přímo přivlastnit nebo je prodat za co nejvýhodnější tržní cenu a výtěžek z prodeje použít ke kompenzaci dlužníkem způsobené ztráty.<sup>911</sup> Výkon práv vůči nepřímo drženým cenným papírům popsaným v této kapitole je založen na předpokladu, že oprávněná strana má pro tento výkon adekvátní exekuční titul. Před analýzou různých pojetí výkonu práv ze zajištění týkajících se nepřímo držených cenných papírů je nutné zmínit přístup dílčí otázky obstavení nepřímo držených cenných papírů na vyšší úrovni: zákaz obstavení na vyšší úrovni je – s výjimkou německého a rakouského právního řádu<sup>912</sup> – výslovně stanoven ve

---

<sup>909</sup> Tradiční smluvní dokumentace nazývá zajišťovací právo prostředníka jako „*lien*“ a přiznává prostředníkovi právo prodat tímto právem dotčené cenné papíry klienta v případě nesplnění jeho závazků vůči prostředníkovi vyplývajících z evidence cenných papírů; označení zajištění jako „*lien*“ nicméně nebude eliminovat riziko requalifikace tohoto zajištění soudem na plovoucí zástavu (Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 76, str. 54).

<sup>910</sup> Dotazník LCG-EC, str. 317.

<sup>911</sup> Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 89.

<sup>912</sup> Naproti tomu v německém a rakouském právu není zákaz obstavení nepřímo držených cenných papírů na vyšší úrovni vlastnického řetězce výslovně uveden: toto obstavení je možné v případě, že přímý prostředník neoprávněně znemožní výkon práv k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele vedených u něj na účtu (Německo: Dotazník EC-LCG, str. 318 a 319; Rakousko: Dotazník EC-LCG, str. 322). K takovému výkonu práv vůči prostředníkovi na vyšší úrovni je ovšem třeba exekučního titulu vydaného soudem (Německo: Dotazník EC-LCG, str. 326; Rakousko: Dotazník EC-LCG, str. 328).

všech zkoumaných právních řádech, tj. v právním řádu francouzském,<sup>913</sup> belgickém,<sup>914</sup> lucemburském,<sup>915</sup> švýcarském,<sup>916</sup> anglickém<sup>917</sup> stejně jako v

<sup>913</sup> Francouzské právo upravuje zákaz obstavení na vyšší úrovni v čl. L. 211-11 CMF, který stanoví, že jakékoli obstavení nepřímo držených cenných papírů, i v rámci předběžného opatření, není dovoleno na účtech otevřených u centrálního depozitáře. Žádné opatření v rámci nuceného výkonu, i v rámci předběžného opatření, není dovoleno vůči prostředníkovi ohledně nepřímo držených cenných papírů zapsaných na účtu otevřeného na jeho jméno u jiného prostředníka, nejde-li o vlastní cenné papíry prvně uvedeného prostředníka.

<sup>914</sup> Belgické právo, konkrétně článek 11 královského nařízení č. 62, zakazuje obstavení-zajištění cenných papírů vedených pro prostředníky u osoby provozující systém zúčtování a vypořádání (centrálního depozitáře). Toto pravidlo se ovšem nevztahuje na účty vedené prostředníky na nižších úrovních, tj. u prostředníků na vyšších úrovních vlastnického řetězce v případech, kdy je tento řetězec více než dvoustupňový (Dotazník LCG-EC, str. 287).

<sup>915</sup> V lucemburském právu není obstavení cenných papírů na vyšší úrovni dovoleno (Dotazník LCG-EC, str. 294; Prussen Y.: op. cit. pozn. č. 674, str. 1307). Jakékoli soudní zajištění nebo jakékoli jiné opatření v rámci výkonu rozhodnutí nebo opatření pozastavující nakládání s účty cenných papírů a jiných finančních nástrojů v systému není přípustné s výjimkou výkonu zástavních práv nebo jiných zajišťovacích prostředků či obdobných záruk zřízených uschovatelem ve prospěch depozitáře provozujícího jako svou hlavní činnost systém vypořádání obchodů s cennými papíry nebo ve prospěch třetí osoby (čl. 15 lucemburského LCTIF). Obdobná opatření nejsou rovněž přípustná vůči cenným papírům nebo jiným finančním nástrojům uloženým takovým depozitářem u jiného depozitáře. Platba depozitáři provozujícího jako svou hlavní činnost systém vypořádání obchodů s cennými papíry plynoucí ze splatných dividend, úroků nebo kapitálových pohledávek nebo jiných splatných pohledávek spojených s cennými papíry a jinými finančními nástroji v systému uloženými u tohoto depozitáře zprošťuje emitenta jeho závazků. Částky takto zaplacené jsou mimo dosah věřitelů depozitáře provozujícího jako svou hlavní činnost systém vypořádání obchodů s cennými papíry. Depozitář provozující jako svou hlavní činnost systém vypořádání obchodů s cennými papíry vyplatí tyto částky svým uschovatelům podle výše cenných papírů nebo jiných finančních nástrojů vedených na jejich jméno. Tato výplata zprošťuje depozitáře provozujícího jako svou hlavní činnost systém vypořádání obchodů s cennými papíry jeho závazků (čl. 16 lucemburského LCTIF).

<sup>916</sup> Jsou-li nepřímo držené cenné papíry předmětem ve švýcarském právu předmětem výkonu rozhodnutí, exekuce či jiného předběžného opatření vůči majiteli účtu, musí být taková opatření činěna výlučně vůči depozitáři, který vede účet majitele, na jehož účtu jsou cenné papíry evidovány, jinak jsou neplatná, a to včetně těch, jež jsou činěny vůči sub-depozitáři (čl. 14 švýcarského LTI).

<sup>917</sup> Pravidla týkající se povinností jednotlivých subjektů *trustu* podle anglického práva v zásadě neumožňují beneficiantovi či jeho věřitelům domáhat se plnění vůči jinému než přímému správci *trustu* (Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář – Problémy týkající se majitelů účtů a prostředníků, op. cit. pozn. č. 399, str. 58; Dotazník LCG-EC, str. 334). Vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům potvrzují platnost této zásady principy FMLC, které stanoví, že zákazníci (a osoby jednající jejich prostřednictvím, včetně zajištěných věřitelů) mohou vykonávat svá práva k cenným papírům pouze vůči prostředníkovi, a ne vůči emitentovi nebo jinému prostředníkovi (čl. 2, písm. d) FMLC). Nemožnost domáhat se obstavení nepřímo držených cenných papírů vedených na účtech u prostředníků vyšší úrovně lze proto dovozovat i v anglickém právu (Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy..., op. cit. pozn. č. 221, str. 13).

právním řádu Spojených států amerických,<sup>918</sup> a to více méně identickým způsobem v souladu s funkčním vymezením tohoto zákazu v Úmluvě UNIDROIT.

#### **a) Finanční zajištění podle směrnice 2002/47/ES**

Jedná-li se o finanční zajištění podle směrnice 2002/47/ES, předvídá uvedená směrnice vlastní režim nuceného výkonu práv z tohoto zajištění. Tento režim se ve své podstatě nijak neliší od pravidel výkonu práv ze zajištění podle Úmluvy UNIDROIT: stejně jako Úmluva vyžaduje, aby realizace práv ze zajištění a ocenění předmětných finančních závazků probíhalo obchodně přiměřeným způsobem;<sup>919</sup> dále rovněž zakazuje, aby realizace zajištění byla podmíněna určitými požadavky, jako je například zaslání předchozího oznámení o záměru provést realizaci zajištění či podmínění realizace schválením soudu, úředníkem nebo jinou osobou, nebo aby musela být realizace provedena veřejnou dražbou nebo jiným předepsaným způsobem nebo aby před realizací musela uplynout určitá další lhůta.<sup>920</sup> Co se týče způsobů realizace finančního zajištění, způsoby předvídané uvedenou směrnicí, jmenovitě přivlastnění nepřímých držení cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, a započtení hodnoty těchto cenných papírů oproti příslušným finančním závazkům, případně použitím na jejich vyrovnání, jakož i podmínky, ze jakých mohou být uskutečněny<sup>921</sup> odpovídají způsobům a podmínkám předvídaným Úmluvou.<sup>922</sup> Konečně finanční zajištění podle směrnice

<sup>918</sup> Podle ustanovení jednotného amerického obchodního zákoníku může být právo dlužníka k cennému papíru nárokováno věřitelem pouze právním postupem vůči prostředníkovi cenných papírů, u kterého je veden účet cenných papírů dlužníka (§ 8-112 (c) UCC); jedinou výjimkou, kdy může dojít k obstarání cenných papírů klienta u prostředníka na vyšší úrovni, je situace, kdy tento prostředník porušil své povinnosti vůči svému přímému klientovi (§ 8-503 (d) UCC).

<sup>919</sup> Čl. 4, odst. 6 směrnice o finančním zajištění (srovnej s čl. 35 Úmluvy UNIDROIT).

<sup>920</sup> Čl. 4, odst. 4 směrnice o finančním zajištění (srovnej s čl. 33, odst. 3 Úmluvy UNIDROIT).

<sup>921</sup> Přivlastnění je možné pouze tehdy, pokud (a) se na tom dohodly strany při uzavření dohody o finančním zajištění s poskytnutím jistoty a (b) strany se v dohodě o finančním zajištění s poskytnutím jistoty dohodly na ocenění finančních nástrojů a pohledávek z úvěru (čl. 4, odst. 2 směrnice o finančním zajištění).

<sup>922</sup> Pokud příjemce zajištění vykonává uživatelské právo, bere na sebe závazek převést rovnocenné zajištění jako náhradu původního finančního zajištění nejpozději v den splatnosti příslušných finančních závazků, které jsou kryty dohodou o finančním zajištění s poskytnutím jistoty. Příjemce zajištění může v den splatnosti příslušných finančních

stejně jako pravidla Úmluvy chrání účinnost realizace zajištění uvedenými způsoby před účinky pravidel insolvenčního řízení a jiných možných správních či soudních řízení.<sup>923</sup>

Vzhledem k tomu, že všechny členské státy přejaly směrnici o finančním zajištění obsahující uvedená pravidla a vzhledem k tomu, že Evropská komise ne zahájila u Evropského soudního dvora řízení proti kterémukoli členskému státu z důvodu nesprávné transpozice této směrnice, lze předpokládat, že tato směrnice, stejně jako její novelizace, byly členskými státy přijaty řádně.<sup>924</sup> Rozbor režimů výkonu práv ze zajištění uvedený dále se – s výjimkou pravidel švýcarského práva a práva Spojených států amerických<sup>925</sup> – týká nepřímo držených cenných papírů mimo popsaný režim finančního zajištění.

## **b) Francouzské právo**

Vědom si problémů právní kvalifikace nepřímo držených cenných papírů jako objektů práva a zvláštní povahy nepřímo držených cenných papírů<sup>926</sup> upravil francouzský zákonodárce nucený výkon práv týkajících se nepřímo držených cenných papírů<sup>927</sup> výslovně: zákon z roku 1991<sup>928</sup> a doplňující dekret z roku 1992

---

závazků alternativně buď převést rovnocenné zajištění, anebo pokud tak stanoví podmínky dohody o finančním zajištění s poskytnutím jistoty, započítat hodnotu rovnocenného zajištění proti příslušným finančním závazkům, případně ji použít na jejich vyrovnání (čl. 5, odst. 2 směrnice o finančních nástrojích). Pokud nastane rozhodná událost pro vymáhání před splněním závazku podle odst. 2 prvního pododstavce, může být tento závazek předmětem závěrečného vypořádání (vyrovnání) (čl. 5, odst. 5 směrnice o finančních nástrojích).

<sup>923</sup> Srovnej čl. 4, odst. 5 a čl. 7 and 8 směrnice o finančním zajištění s čl. 36 a 37 Úmluvy UNIDROIT.

<sup>924</sup> Budou drobné odlišnosti, zejména tam, kde měly členské státy možnost provést výběr určitých možností. Popis či rozbor těchto odlišností při transpozice směrnice jde nad rámec této práce.

<sup>925</sup> Jelikož Švýcarsko a Spojené státy americké nejsou členskými státy Evropské unie, směrnice 2002/47/ES a v ní obsažený režim finančního zajištění se na ně nevztahuje.

<sup>926</sup> Tento zvláštní režim se podobá režimu výkonu práv vůči movitým věcem, neboť předpokládá prodej nepřímo držených cenných papírů, jež jsou předmětem výkonu rozhodnutí, a uspokojení věřitelů z výtěžků z prodeje těchto cenných papírů, tzv. „*obstavení-prodej*.“ (ve fr.: „*saisie-vente*“).

<sup>927</sup> Nepřímo drženými cennými papíry, na který se zvláštní režim výkonu práv vztahuje, jsou dematerializované akcie, dluhopisy a cenné papíry jim obdobné nebo z nich odvozené a cenné papíry kolektivního investování, jež jsou vedeny ve formě záznamu na účtu.

zavedly zvláštní režim výkonu práv, jehož předmětem<sup>929</sup> jsou nepřímo držené cenné papíry;<sup>930</sup> posléze uvedený dekret byl nahrazen novým dekretem<sup>931</sup> v roce 2012.<sup>932</sup>

Jsou-li cenné papíry kotované na regulovaném trhu, může je zástavní věřitel ve lhůtě osmi dnů – či v jiné stranami sjednané lhůtě – od doručení výzvy<sup>933</sup> poskytovateli zajištění tyto cenné papíry pod sankcí neplatnosti<sup>934</sup> prodat na regulovaném trhu či si je přivlastnit na základě ocenění podle posledního kurzu těchto cenných papírů na regulovaném trhu.<sup>935</sup> Nejsou-li obstavené cenné papíry kotované na regulovaném trhu, a nebyla-li sjednána možnost přímého přivlastnění či využita možnost soudního přiznání do vlastnictví, provede se do osmi dnů od doručení výzvy jejich dobrovolný prodej.<sup>936</sup>

### c) Belgické právo

V belgickém právu je výkon zástavního práva, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, podřízen speciálnímu režimu derogujícími obecná pravidla

---

<sup>928</sup> Zákon č. 91-650 z 9. července 1991 reformující civilní vykonávací řízení (doplněný dekretem č. 92-755 z 31. července 1992).

<sup>929</sup> Na druhou stranu transpozice směrnice o finančním zajištění a zavedení fiducie posunuly režim výkonu práv k nepřímo drženým cenným papírům směrem k režimu výkonu práv týkajících se pohledávek, když umožnila „přivlastnění“ si nepřímo držených cenných papírů věřitelem, tzv. „*obstavení-přiznání*“ (ve fr.: „*saisie-attribution*“). Režim zabavení-prodeje týkající se nepřímo držených cenných papírů se liší v závislosti na tom, zda cenné papíry jsou vedeny přímo u emitenta nebo na účtu u prostředníka.

<sup>930</sup> Francouzský zákonodárce se dopouští stejného omylu jako zákonodárce lucemburský, když nepřímo držené cenné papíry nazývá „nehmotnými právy“ (ve fr.: „*droits incorporels*“). Jelikož všechna práva jsou z povahy věci nehmotná, nejedná se o nehmotná práva, ale práva k nehmotnému objektu; pojem „*nehmotných práv*“ tak lze chápat jako jisté, avšak nepřesné jazykové zjednodušení, kterého se ovšem francouzský zákonodárce měl raději vyvarovat.

<sup>931</sup> Décret n° 2012-783 du 30 mai 2012 relatif à la partie réglementaire du code des procédures civiles d'exécution, JORF n°0125 du 31 mai 2012, str. 9375.

<sup>932</sup> Obsah tohoto dekretu tvoří část III knihy II zákoníku civilních vykonávacích řízení (ve fr.: „*Code des procédures civiles d'exécution*“ dále jen „*CPCE*“).

<sup>933</sup> Výzva musí být doručena do vlastních rukou či prostřednictvím doporučené zásilky a musí pod sankcí absolutní neplatnosti obsahovat náležitosti uvedené v čl. D. 211-11 CMF (srov. rozhodnutí obchodního senátu francouzského Cour de cassation, Com. 28 mars 2006, Bull. civ. IV, n° 83).

<sup>934</sup> Cass. Com. 18 novembre 2008, Bull. civ. IV, n° 196.

<sup>935</sup> Čl. L. 211-20, odst. 5 a čl. D. 211-12, odst. 2 francouzského CMF.

<sup>936</sup> Čl. L. 211-20, odst. 5 francouzského CMF a čl. L. 521-3 francouzského Code de commerce.

výkonu práv ze zajištění.<sup>937</sup> Zatímco obecná pravidla výkonu zástavního práva vyžadují ingerenci soudu, jenž výkon zástavního práva musí schválit, navíc a vyrozumění dlužníka, věřitel, jemuž svědčí zástavní právo k nepřímo držným cenným papírům, může takto zajištěné cenné papíry realizovat přímým prodejem z volné ruky či je ocenit a přivlastnit si je<sup>938</sup> za předpokladu, že to oznámil zástavnímu dlužníkovi, a že se prodej uskuteční bez zbytečného odkladu po tomto oznámení.<sup>939</sup> Podmínky prodeje či ocenění nepřímo držných cenných papírů mohou být předmětem kontroly soudu, a to i *ex post*.<sup>940</sup>

#### d) Lucemburské právo

Výkon práv ze zajištění je v lucemburském právu podřízen režimu „*obstavení-zajištění*“,“<sup>941</sup> k jehož výkonu může být přistoupeno na základě soudního rozhodnutí či smluvního aktu.<sup>942</sup> „*Obstavení-zajištění*“ způsobuje zmrazení veškerých cenných papírů dlužníka uložených u třetí osoby, například u prostředníka. Od okamžiku doručení nesmí prostředník provést s dotčenými cennými papíry jakýkoli úkon: nesmí cenné papíry majiteli účtu vydat, tj. odepsat z účtu a převést do listinné podoby, převést je k jinému prostředníkovi atd.<sup>943</sup> Jestliže je *obstavení-zajištění* prohlášeno za platné, je možné přistoupit k prodeji a rozdělení výtěžku z prodeje.<sup>944</sup>

Bude-li se realizovat zástava, jejímž předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, jež nejsou kotované na regulovaném trhu, bude možno provést tuto realizaci pouze prostřednictvím „*attribution judiciaire*“, tj. přiznání do vlastnictví, nebo prodejem v dražbě podle pravidel lucemburské burzy.<sup>945</sup> Naopak budou-li dotčené nepřímo držené cenné papíry kotovány na regulovaném trhu, bude moci

<sup>937</sup> Čl. 8 § 1 belgického ZoFZ.

<sup>938</sup> Čl. 8 § 2 belgického ZoFZ.

<sup>939</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn.č. 133, str. 88.

<sup>940</sup> Čl. 8 § 3 belgického ZoFZ.

<sup>941</sup> Ve fr.: „*saisie-arrêt*.“

<sup>942</sup> Čl. 693 an. lucemburského nového zákoníku o občanském soudním řízení (ve fr.: „*Nouveau code de procédure civile*.“)

<sup>943</sup> Bourrin, Ph.: str. 1281.

<sup>944</sup> Čl. 715 an. lucemburského nového zákoníku o občanském soudním řízení.

<sup>945</sup> Čl. 118 Code de commerce

zástavní věřitel po předchozím vyzvání dlužníka<sup>946</sup> prodat tyto cenné papíry na regulovaném trhu či si je přivlastnit, přičemž obojí musí být provedeno za aktuální tržní cenu.<sup>947</sup>

#### e) Německé právo

Výkon práv ze zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, je v německém právu v zásadě podřízen ustanovením týkajícím se zástavního práva k movitým věcem.<sup>948</sup> Tato ustanovení podmiňují výkon práv ze zajištění třemi předpoklady: splatností zajištěné pohledávky,<sup>949</sup> pohrůzkou zpeněžení zaslanou věřitelem dlužníkovi<sup>950</sup> a uplynutím čekací lhůty jednoho měsíce od pohrůžky zpeněžení.<sup>951</sup> Jsou-li tyto předpoklady splněny, může dojít k realizaci práv vyplývajících ze zástavy. Zastavené nepřímo držené cenné papíry mohou být zpeněženy dvojím způsobem: buď prostřednictvím veřejné dražby (u nekotovaných cenných papírů) nebo přímým prodejem z volné ruky na regulovaném trhu prostřednictvím makléře či osoby s oprávněním provádět veřejné dražby (u kotovaných cenných papírů).<sup>952</sup> Naproti tomu realizace zástavy prostřednictvím institutu tzv. propadné zástavy je zakázána, a to i kdyby byla předvídána v zástavní smlouvě mezi dlužníkem a věřitelem.<sup>953</sup> Krom toho nesmí zástavní věřitel pod sankcí neplatnosti prodat zastavené cenné papíry v rámci

<sup>946</sup> Je-li zástavním dlužníkem „*profesionální finančník*“ uvedený v čl. 2, odst. 12 lucemburského zákona o dohodách o finančním zajištění (zejména banky a obchodníci s cennými papíry), není předchozí vyzvání nutné.

<sup>947</sup> Moussel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 132, str. 1351-1352.

<sup>948</sup> Problematika výkonu zajišťovacích práv v rámci instituce *Treuhandu* je mimo rozsah této práce.

<sup>949</sup> § 1228, odst. 2 BGB.

<sup>950</sup> § 1234, odst. 1 BGB (Od realizace této pohrůžky může být smluvně upuštěno, avšak takovéto smluvní ustanovení se nesmí nacházet ve všeobecných obchodních podmínkách).

<sup>951</sup> § 1234, odst. 1 BGB a § 368 HGB. (Tato lhůta může být smluvně zkrácena a dokonce vyloučena, avšak takovéto smluvní ustanovení se nesmí nacházet ve všeobecných obchodních podmínkách).

<sup>952</sup> Wittig, A.: Die Verwertung verpfändeter Aktien, in Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2003, str. 596 – 597, 600.

<sup>953</sup> § 1229, odst. 1 BGB (ke sjednání propadné zástavy může nicméně dojít po splatnosti zajištěné pohledávky); strany takové smlouvy si proto například nemohou dohodnout, že si zástavní věřitel započte hodnotu zastaveného spoluvlastnického práva *sui generis* oproti zajištěným pohledávkám a uvedené spoluvlastnické právo na něj přejde (Wittig, A.: op. cit. pozn. č. 952, str. 597 – 598).

zpeněžení zástavy ve vyšší hodnotě, než činí hodnota nesplacené zajištěné pohledávky.<sup>954</sup> Je-li v okamžiku, kdy zástavní věřitel získá oprávnění k prodeji, hodnota zastavených nepřímo držených cenných papírů vyšší než hodnota nesplacené zajištěné pohledávky, musí si zástavní věřitel vybrat, jakou část zastavených cenných papírů zpeněží; v případě potřeby může tyto cenné papíry prodávat postupně v blocích. Jestliže však lze očekávat dosažení významně vyššího výtěžku při prodeji portfolia cenných papírů než při prodeji jednotlivých kusů či bloků, dovozuje doktrína možnost prodat toto portfolio v celku.<sup>955</sup>

Dojde-li k právoplatnému zpeněžení zástavy, jejímž předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, a zástavce je zároveň zástavním dlužníkem, na částku odpovídající ceně zpeněžených akcií zaplacenou třetí osobou-nabyvatelem je pohlíženo jako by byla zástavnímu věřiteli uhrazena dlužníkem, tj. původním vlastníkem zastavených cenných papírů.<sup>956</sup> Pokud výtěžek z prodeje přesahuje hodnotu zajištěné nesplacené pohledávky, musí být výsledný rozdíl – neexistují-li k předmětným zpeněžovaným nepřímo drženým cenným papírům práva dalších osob, která by měla být uspokojena – vyplacen zpět dlužníkovi. Naproti tomu, je-li zástavce odlišný od zástavního dlužníka, zajištěná pohledávka nezaniká, nýbrž přechází na osobu zástavce.<sup>957</sup>

---

<sup>954</sup> Nejsou-li zastavené nepřímo držené cenné papíry zpeněženy v souladu se zákonnými normami, tzn. došlo-li ke zpeněžení zástavy před splatností zajištěných pohledávek, byly-li zpeněženy zastavené cenné papíry ve vyšší hodnotě než tvoří hodnota zajištěných nesplacených pohledávek nebo nebyl-li použit správný způsob zpeněžení či bylo-li provedeno zpeněžení dražbou, nedošlo k veřejnému vyhlášení jejího konání (§ 1243, odst. 1 BGB), nedojde k převodu vlastnictví resp. spoluvlastnictví k nepřímo drženým cenným papírům ani k zániku zajištěných nesplacených pohledávek; nabyvatel může nicméně právoplatně nabýt spoluvlastnické právo ke zpeněžovaným nepřímo drženým cenným papírům, nabytí ho v dobré víře a došlo-li k nabytí prostřednictvím dovoleného způsobu zpeněžení. Naproti tomu, dojde-li pouze k porušení ustanovení pořádkového charakteru, tedy například není-li věřitelem vznesena vůči dlužníkovi pohrůžka zpeněžení nebo není-li dodržena čekací lhůta, věcněprávní důsledky zpeněžení zástavy, tj. přechod spoluvlastnického práva na nabyvatele a zánik zajištěného závazku, nastanou, nicméně zástavní věřitel je odpovědný za škodu, kterou tímto porušením dlužníkovi způsobil (Wittig, A.: op. cit. pozn. č. 950, str. 606).

<sup>955</sup> Tamtéž, str. 597.

<sup>956</sup> § 1247 BGB.

<sup>957</sup> Wittig, A.: op. cit. pozn.č. 950, str. 604 - 605.



## **f) Švýcarské právo**

Jsou-li v rámci zřízení zajištění splněny předpoklady pro výkon zadržovacího práva, může prostředník prodat nepřímo držené cenné papíry, jež jsou předmětem tohoto zadržovacího práva, a to buď na reprezentativním trhu, jedná-li o nepřímo držené cenné papíry, které jsou na takovém trhu kotované, nebo podle zvláštních předpisů o zpeněžení zástavy.<sup>958</sup> Obdobně zajištěný věřitel, jemuž svědčí zajištění k nepřímo drženým cenným papírům obchodovaným na reprezentativním trhu, může toto zajištění realizovat za podmínek sjednaných ve smlouvě zřizující zajištění tak, že buď prodá nepřímo držené cenné papíry na tomto trhu a započte jejich cenu proti zajištěné pohledávce nebo si přivlastní cenné papíry a započte jejich hodnotu proti zajištěné pohledávce. Realizaci zajištění musí předcházet upozornění dané zřizovateli zajištění. Pokud je však tento zřizovatel kvalifikovaným investorem, není upozornění nutné.<sup>959</sup>

## **g) Právo spojených států amerických**

Oprávněná osoba, kterou bude představovat v drtivé většině případů zajištěný věřitel, může přistoupit k nedobrovolnému výkonu práv týkajících se cenného oprávnění při splnění několika podmínek: za prvé musí existovat buď písemná smlouva o zajištění obsahující popis předmětu zajištění či musí mít zajištěný věřitel nad nepřímo drženými cennými papíry kontrolu; za druhé, oproti poskytnutí zajištění musela být poskytnuta protihodnota a konečně za třetí, dlužník má potřebné právo k předmětu zajištění, vůči němuž má nastat výkon práv. Okamžik, kdy může oprávněná osoba přistoupit k výkonu práv k cennému oprávnění, nastává momentem splnění všech těchto podmínek, pokud si ovšem strany nedohodnou

---

<sup>958</sup> Čl. 151 an. švýcarského zákona z 11. dubna 1889 o řešení dluhové situace a konkurzu, v platném znění (v něm.: „*Bundesgesetz vom 11. April 1889 über Schuldbetreibung und Konkurs*“).

<sup>959</sup> Příslušný prostředník, jenž eviduje cenné papíry, jež mají být předmětem výkonu, nemá právo ani povinnost ověřovat, zda podmínky zajištění jsou dodrženy; pokud však příjemce zajištění přistoupí k realizaci nepřímo držených cenných papírů, v situaci, kdy podmínky, za nichž lze zajištění realizovat, nejsou splněny, je povinen k náhradě způsobené škody (čl. 31 švýcarského LTI).

okamžik pozdější.<sup>960</sup>

Zajištěný věřitel může realizovat své zajištění v zásadě dvěma cestami:<sup>961</sup> výkonem rozhodnutí prostřednictvím soudního procesu nebo přímo svým vlastním aktem. Realizace zajištění vlastním aktem, zahrnující možnosti prodeje z volné ruky a přivlastnění si výtěžku z prodeje nebo přivlastnění si cenných papírů, je omezena požadavkem, aby tyto akty byly v souladu se standardem obchodní přiměřenosti.<sup>962</sup>

#### **h) Anglické právo**

Podle anglického *common law* musí příjemce zajištění před výkonem práv ze zajištění požádat dlužníka o splacení dluhu. Pokud přistoupí k prodeji předmětu zajištění, musí ho prodat za co nejvýhodnější cenu, které lze zpravidla dosáhnout. Jestliže se jedná o zajištění převodem vlastnického práva, stává se zajištěný věřitel v případě, že nastane událost nesplnění (event of default) vlastníkem předmětu zajištění a může provést započtení své nesplacené pohledávky oproti hodnotě přivlastněného předmětu zajištění či je prodat z volné ruky.<sup>963</sup> Jestliže jsou nepřímo držené cenné papíry registrovány v CRESTu na zvláštním účtu pro zajištění, může příjemce zajištění docílit prostřednictvím instrukce k odepsání cenných papírů z tohoto účtu převedení těchto cenných papírů ve svůj prospěch v rámci výkonu práv ze zajištění.<sup>964</sup> Výkon práv ze zajištění může být nicméně pozastaven či znemožněn v případě, že se společnost, jež se řídí anglickým právem, octne v insolvenční situaci podle ustanovení sekce 11, odst. 3 insolvenčního zákona z roku 1986.<sup>965</sup>

---

<sup>960</sup> § 9-203 odst. 1 a 2 UCC.

<sup>961</sup> Krom toho lze samozřejmě žalovat dlužníka pro nesplnění dluhu, avšak v případě závazků zajištěných nepřímo drženými cennými papíry, lze důvodně předpokládat, že tento způsob nebude za normálních okolností využíván.

<sup>962</sup> Aplikace tohoto standardu závisí na okolnostech daného případu: bude-li například možné dotčené nepřímo držené cenné papíry snadno prodat na regulovaném trhu a uspokojit se z výtěžku prodeje, nebude zpravidla obchodně přiměřené si tyto cenné papíry přímo přivlastnit (Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 218).

<sup>963</sup> Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 90.

<sup>964</sup> Dotazník LCG-EC, str. 185.

<sup>965</sup> Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 87, str. 90.

### Kapitola 3 – Pořadí nároků (mimo insolventi a v jejím rámci)

Pořadí nároků zajištěných věřitelů se liší jurisdikci od jurisdikce v závislosti na různých faktorech: těmito faktory jsou téměř vždy okamžik zřízení zajištění, typ subjektu, jemuž svědčí příslušný nárok (zajištěný věřitel/přímý prostředník/osoba provozující systém zúčtování či vypořádání) či typ zajištění (převod vlastnického práva, zástavní právo, a jeho různé typy, například fixní či plovoucí).

Ocitne-li se konečný majitel účtu v insolventi, budou se na tuto jeho situaci aplikovat ustanovení insolvenčního práva. Režim insolvence bude v závislosti na daném právním řádu více či méně ovládan zásadou rovnosti věřitelů, přičemž do určité míry bude z této zásady činěna výjimka ve prospěch priority zajištěných věřitelů vůči věřitelům nezajištěným.<sup>966</sup> Tato výjimka se ovšem zpravidla nebude uplatňovat automaticky a nároky zajištěných věřitelů nebudou v rámci této výjimky chráněny v celém rozsahu a do určité míry budou muset ustoupit nárokům nezajištěných věřitelům. Ustanovení insolvenčního práva budou v důsledku toho modifikovat pravidla přednosti nároků mezi zajištěnými věřiteli uplatňovaná mimo insolvenční řízení za účelem uspokojení dalších skupin věřitelů. V určitých případech mohou pravidla insolvence smlouvy o zřízení zajištění dokonce zneplatňovat a zcela eliminovat nároky zajištěných věřitelů.<sup>967</sup>

---

<sup>966</sup> Ohledně analýzy otázek spojených s insolventi prostředníka je třeba odkázat na Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 283 an. Insolvence prostředníka, jenž je zároveň centrálním depozitářem, je mimo rozsah této práce. Takováto insolvence bude vzhledem k systémové důležitosti zpravidla předmětem zvláštních norem: tato událost však bude v realitě výjimečná a lze předpokládat, že stejně jako v případě systémově důležitých bank, se budou účastníci tržních infrastruktur a státní instituce, jimž bude centrální depozitář podléhat, všemi prostředky snažit takové situaci předejít.

<sup>967</sup> Negativním důsledkům účinků insolvence se lze do jisté míry vyhnout převodem vlastnického či obdobného práva za účelem zajištění pohledávky, avšak mnohem obtížněji než v situacích mimo insolventi: soudy v řadě jurisdikcí totiž mohou některé dispozice snažící se chránit nepřímou držené cenné papíry před účinky insolvence překvalifikovat na jiný typ dispozice, který takovou ochranu neposkytuje či ji poskytuje v mnohem menší intenzitě. Typickým příkladem může být rekvalifikace převodu vlastnického práva k cennému papíru na základě půjčky cenných papírů či zpětného odkupu cenných papírů na zástavní právo k tomuto cennému papíru.

#### **a) Pořadí nároků z finančního zajištění**

Vzhledem k tomu, že otázky přednosti nároků zajištěných věřitelů, jímž svědčí finanční zajištění ve smyslu směrnice o finančním zajištění, tato směrnice neupravuje, budou se pravidla priority v uvedené oblasti nadále řídit pravidly právních řádů členských států. Například, jestliže právo určitého členského státu dovoluje k nepřímo drženým cenným papírům zřídit vícenásobné zástavní právo, a dojde-li ke zřízení několika takových zástavních práv k týmž cenným papírům, jednou v rámci režimu finančního zajištění a poté mimo něj (či v obrácené časové posloupnosti), bude zcela záviset na pravidlech daného právního řádu, jak zodpoví otázku přednosti nároků věřitelů z uvedených typů zástavních práv.

Naproti tomu v rámci insolvenčního řízení poskytuje směrnice ochranu věřiteli zajištěnému finančním zajištěním oproti ostatním nezajištěným věřitelům, neboť výkon práv z dohod o finančním zajištění nesmí být eventuelním úpadkem poskytovatele zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry, nijak dotčen.<sup>968</sup>

Vzhledem k presumované řádné implementaci směrnice o finančním zajištění členskými státy EU, jsou dále zkoumána pravidla přednosti nároků mimo insolvenční či v rámci ní, jež se použijí mimo uvedený režim finančního zajištění, jedná-li se o právní řády členských států EU.

#### **b) Francouzské právo**

Vzhledem k možnosti existence plurality zástavních práv k témuž účtu cenných papírů ve francouzském právu,<sup>969</sup> může dojít mezi zástavními věřiteli v rámci realizace zástavního práva ke konfliktu. Francouzské právo řeší tento konflikt na základě časové přednosti ve prospěch dříve zřízených zástav určené podle data prohlášení, jímž se zástava k účtu cenných papírů zřizuje. Až poté, co jsou plně

---

<sup>968</sup> Čl. 4, odst. 5 směrnice o finančním zajištění.

<sup>969</sup> Výše písm. a), kapitola 2, oddíl 2, díl druhý této části.

uspokojeny nároky prvního zástavního věřitele, mohou být uspokojeny nároky pozdějšího zástavního věřitele atd..<sup>970</sup>

Octne-li se v mezidobí majitel účtu-zástavce v insolvenci, pravidla pořadí nároků zajištěných věřitelů budou určovat pravidla insolvenčního práva.<sup>971</sup> Ta, nejedná-li se o finanční zajištění, jež je z působnosti norem insolvenčního práva vyňato,<sup>972</sup> transformují věcné právo zástavního věřitele na tzv. privilegium<sup>973</sup> a podle charakteru tohoto privilegia mu určují místo v pořadí tzv. privilegovaných věřitelů.<sup>974</sup> Nedojde-li k přednostnímu vyplacení zástavy z iniciativy insolvenčního správce úhradou dluhu, jenž zástava zajišťuje,<sup>975</sup> bude zástavní věřitel v pořadí privilegovaných věřitelů následovat tzv. superprivilegované věřitele a předcházet nezajištěným věřitelům;<sup>976</sup> v rámci skupiny věřitelů zajištěných zástavním právem se bude pořadí určovat podle časové priority zřízení zástavního práva.<sup>977</sup> Určitá část francouzské doktríny nicméně dovozuje na základě přiznání zadržovacího práva zástavnímu věřiteli, předmětem jehož zástavy jsou nepřímo držené cenné papíry,<sup>978</sup> možnost zcela vyloučit tyto cenné papíry z insolvenční podstaty úpadce a umožnit zástavnímu věřiteli dosažení přiznání vlastnictví soudem<sup>979</sup> zcela nezávisle na probíhajícím insolvenčním řízení.<sup>980</sup>

---

<sup>970</sup> Čl. 2340, odst. 1 francouzského Code civil ; čl. R251-1 CPCE; Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn. č. 244, str. 890.

<sup>971</sup> Obsažena zejména v knize šesté francouzského Code de commerce.

<sup>972</sup> Čl. L. 211-40 a čl. 238-11, odst. 1 a 4 francouzského CMF.

<sup>973</sup> Ve fr.: „*privilège*.“

<sup>974</sup> Jeantin, M., Cannu, P. Le: Droit commercial – Entreprises en difficulté, 7<sup>ème</sup> éd, Dalloz, 2007, str. 738- 740.

<sup>975</sup> Čl. L. 642-25, odst. 1 francouzského Code de commerce.

<sup>976</sup> Čl. L. 641-13 francouzského Code de commerce.

<sup>977</sup> Jeantin, M., Cannu, P. Le: op. cit. pozn.č. 974, str. 740.

<sup>978</sup> Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn. č. 244, str. 904-905 a autoři zde uvedení.

<sup>979</sup> Ve fr. : „*adjudication judiciaire*.“

<sup>980</sup> Couret, A., Nabasque, H. Le et autres: op. cit. pozn. č. 244, str. 904-905; Jeantin, M., Cannu, P. Le: op. cit. pozn.č. 974, str. 735-738.

### c) Belgické právo

Pokud jde o pořadí mezi smluvně zajištěnými věřiteli, výtěžek z prodeje zastavených nepřímo držených cenných papírů se započte oproti dlužné pohledávce, a pokud hodnota výtěžku přesahuje hodnotu dlužné pohledávky, vrátí se rozdíl dlužníkovi.<sup>981</sup> Konflikt mezi smluvně zajištěnými věřiteli a prostředníky, včetně centrálního depozitáře Euroclear Belgium, jimž svědčí „zákonné“ zajištění věřiteli, řeší belgické právo stejným způsobem, jaký předvídá Úmluva UNIDROIT: přednost má nárok smluvně zajištěných věřitelů, nedohodnou-li se tito smluvně zajištění věřitelé se „zákonně“ zajištěnými věřiteli jinak.<sup>982</sup>

Uvedená řešení realizace nepřímo držených cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, a pořadí nároků zajištěných věřitelů se nijak nemění ani v případě insolvence konečného majitele účtu nepřímo držených cenných papírů,<sup>983</sup> neboť vynětí z dosahu účinků belgických insolvenčních norem se vztahuje na veškerá smluvní zajištění, jejímž předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry.<sup>984</sup>

### d) Lucemburské právo

Dojde-li k nucenému výkonu práv k nepřímo drženému cennému papíru, bude mít přednostní nárok na výtěžek z cenného papíru věřitel, jenž první notifikoval

---

<sup>981</sup> Čl. 8 § 1 belgického ZoFZ. Z uvedeného ustanovení, ani z dalších ustanovení belgického práva není zcela zřejmé, jakým způsobem bude určeno pořadí nároků jednotlivých věřitelů v případě, že výtěžek z realizace či hodnota nepřímo držených cenných papírů nebude postačovat k uspokojení všech zajištěných věřitelů, jež zřídili své zajištění k týmž nepřímo drženým cenným papírům: lze se ovšem domnívat, že k situaci plurality zajištěných věřitelů nebude „*de facto*“ moci dojít, neboť jestliže první zajištěný věřitel zřídí své zajištění převedením cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, na zvláštní účet a zachová si kontrolu nad dispozicemi s cennými papíry evidovanými na tomto účtu, nebude možné, aby bez souhlasu tohoto zajištěného věřitele bylo k těmto cenným papírům zřízeno další zajištění, aniž by tyto cenné papíry byly z tohoto účtu odepsány a připsány na jiný „*zvláštní*“ účet kontrolovaný jinou osobou; pokud první zajištěný věřitel dá souhlas k odepsání cenných papírů ze zvláštního účtu, jenž kontroluje, a ztratí nad nimi kontrolu („*držbu*“) ve prospěch jiného zajištěného věřitele, přestane být tento původně první zajištěný věřitel zajištěným věřitelem (v důsledku tohoto nedojde ani ke vzniku plurality zajištěných věřitelů, neboť zajištěným věřitelem bude opět pouze jeden věřitel).

<sup>982</sup> Čl. 10 § 1 belgického ZoFZ, str. 2961.

<sup>983</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 88; čl. 15 § 1 belgického ZoFZ,

<sup>984</sup> Čl. 8 § 1 belgického ZoFZ.

přímého prostředníka o zřízení zajištění oproti zástavním věřitelům, jež učinili tuto notifikaci později.<sup>985</sup>

Účinky zřízeného zástavního práva jsou zachovány i po zahájení insolvenčního řízení vůči zástavnímu dlužníkovi,<sup>986</sup> což představuje výjimku z obecného pravidla pozastavení individuálního výkonu práv vůči dlužníkovi po dobu jeho insolvence.<sup>987</sup> Jinak se v případě zahájení insolvenčního řízení cenné papíry evidované na účtu stanou součástí insolvenční podstaty uschovatele, včetně těch, které jsou připsány pouze podmíněně, tj. v den zahájení insolvenčního řízení se nacházejí ve zvláštní části účtu.<sup>988</sup> Výkon veškerých práv vůči v insolvenci se nacházejícímu majiteli účtu se poté uskutečňuje vůči likvidátorovi či osobě pověřené správou jeho insolvenční podstaty.<sup>989</sup> Insolvenční řízení v lucemburském právu začíná okamžikem uvedeným v soudním rozhodnutím o počátku insolvenčního řízení: tento okamžik nemůže být stanoven retroaktivně, díky čemuž zamezuje lucemburské právo použití pravidla nulté hodiny, tzn. možnosti, aby insolvenční řízení započalo již počátkem dne, během kterého bylo vyhlášeno.<sup>990</sup>

---

<sup>985</sup> Dotazník LCG-EC, str. 294.

<sup>986</sup> Čl. 119, odst. 2 lucemburského Code de commerce.

<sup>987</sup> Moussel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 132, str. 1352.

<sup>988</sup> V případě úpadku, likvidace či jakékoli jiné situace vedoucí ke konkurzu či nucené správě majetku uschovatele cenných papírů nebo jiných finančních nástrojů, věřitelé tohoto uschovatele mohou uplatnit svá práva k disponibilnímu zůstatku cenných papírů a jiných finančních nástrojů evidovaných na účtu na jménem dlužníka a na jeho účet, po odepsání nebo připsání cenných papírů nebo jiných finančních nástrojů, které na základě podmíněných závazků, závazků, jejichž výše je v dané chvíli nejistá nebo závazků s odloženou splatností, a které přešly, podle potřeby, do zvláštní části tohoto účtu v den zahájení některého z výše uvedených řízení a jejichž zahrnutí do disponibilního zůstatku je odloženo do okamžiku naplnění podmínky, určení výše nebo uplynutí lhůty splatnost (čl. lucemburského 10 LCTIF).

<sup>989</sup> Prussen, Y.: op. cit. pozn.č. 674, str. 1307. Příkaz majitele účtu-převodce svému prostředníkovi k uskutečnění převodu je považován za mandát, který je možno odvolat, dokud nebyly cenné papíry odepsány z účtu převodce, přičemž odvolání příkazu nastává automaticky okamžikem vyhlášení insolvenčního řízení. Skutečnost, že z účtu odepsané cenné papíry nebyly k okamžiku zahájení insolvenčního řízení ještě připsány na účet nabyvatele nemění nic na skutečnosti, že převod již nemůže být insolvenčním správcem odvolán či napaden (Dotazník LCG-EC, str. 274).

<sup>990</sup> Čl. 61-2, odst. 3 lucemburského zákona z 5. dubna 1993 o finančním sektoru.

#### e) Německé právo

Pořadí, ve kterém jsou uspokojovány nároky zajištěných věřitelů v německém právu se určuje podle časové priority bez ohledu na to, jaký typ zajištění danému zajištěnému věřiteli svědčí.<sup>991</sup>

V rámci nuceného výkonu práv v rámci insolvenčního práva je v souladu s cíli směrnice o finančním zajištění věřitelům z finančního zajištění přiznána přednost před ostatními, i jinak zajištěnými věřiteli.<sup>992</sup> Posléze uvedení zajištění věřitelé mají při uspokojování svých pohledávek přednost před nezajištěnými věřiteli.<sup>993</sup> uvnitř skupiny těchto zajištěných věřitelů jsou zástavní věřitelé a příjemci zajištění ve formě převodu vlastnického práva postaveni na roveň,<sup>994</sup> přičemž v případě konkurence se pořadí mezi nimi se řídí časovým kritériem.<sup>995</sup>

#### f) Švýcarské právo

Pravidla priority švýcarského zákona o nepřímo držených cenných papírech stanoví přednost věřitelů dřívějších před věřiteli pozdějšími: „*pokud jde o dispoziční úkony týkající se nepřímo držených cenných papírů či práv k nepřímo drženým cenným papírům, platí, že dřívější úkon má přednost před pozdějším.*“<sup>996</sup> Přes tuto přednost budou však i nároky zajištěného věřitele, jenž své zajištění zřídil jako první, podřízeny zadržovacímu právu prostředníka ve výši nesplacených pohledávek přímého majitele účtu bez ohledu na to, kdy toto zadržovací právo vzniklo.<sup>997</sup> Chce-li si zajištěný věřitel zajistit ochranu před tímto přednostním nárokem, musí své zajištění zřídít pomocí převodu zajištěných

---

<sup>991</sup> § 827 ZPO.

<sup>992</sup> § 223 InsO.

<sup>993</sup> Jejich zástavní právo či jiné zajištění se nicméně mění na právo na oddělené uspokojení (v něm. „*Absonderungsrecht*“).

<sup>994</sup> §§ 50, 51, 166, 167, 170, 190 InsO.

<sup>995</sup> V tomto ohledu je nutno neztratit ze zřetele, že insolvenční právo zajišťuje rovněž nucený výkon povinností a souží k uspokojení hmotných práv a v důsledku toho musí akceptovat hmotněprávně vytvořené pořadí nároků. (Madaus, S.: Unternehmensinsolvenz, Vorlesungsmaterialien, str. 27).

<sup>996</sup> Čl. 30, odst. 1 švýcarského LTI.

<sup>997</sup> Komentář ke švýcarskému LTI, str. 82.



nepřímo držených cenných papírů na zvláštní účet vedený na jeho jméno.<sup>998</sup> Pravidla priority nároků jsou částečně kogentního charakteru: ujednání měnící pořadí práv k nepřímo drženým cenným papírům jsou sice zachována, avšak jsou účinná pouze mezi stranami, jež jsou jimi vázány.<sup>999</sup>

Uvedená pravidla přednosti nároků jednotlivých věřitelů se ve švýcarském právu uplatní i v případě, že se majitel účtu, jenž je zřizovatelem zajištění, ocitl v insolvenci nebo na něj bylo uvaleno opatření směřující k oddlužení či k ochraně.<sup>1000</sup>

#### **g) Právo spojených států amerických**

Nebereme-li v úvahu absolutní přednost nároků clearingové korporace vyplývající z ustanovení článků 8 a 9 jednotného amerického obchodního zákoníku,<sup>1001</sup> jsou pravidla přednosti nároků vůči nepřímo drženým cenným papírům (cenným oprávněním) strukturována jednak podle způsobu zřízení zajištění k těmto cenným oprávněním a jednak podle časové posloupnosti.<sup>1002</sup> Nároky ze zajištění, jež nabylo účinnosti vůči třetím stranám (tzv. perfekcí), mají přednost před nároky ze zajištění, u něhož k perfekci nedošlo.<sup>1003</sup> Přednost mají nároky zajištěného věřitele vyplývající ze zajištění, u něž k perfekci došlo prostřednictvím získání kontroly nad nepřímo drženými cennými papíry dlužníka, například dohodou o kontrole mezi majitelem účtu-dlužníkem, jeho přímým prostředníkem a zástavním věřitelem. Toto zajištění má – s jedinou výjimkou<sup>1004</sup>

<sup>998</sup> Komentář ke švýcarskému LTI, str. 72; zajištěný věřitel ovšem bude mít přednost před zajištěným prostředníkem, pokud prostředník zřídí ve svůj prospěch zajištění, aniž by příjemce zajištění o existenci předchozích zajištění ve prospěch prostředníka výslovně informoval; v takovém případě, bude zajištěný prostředník uspokojen až po zajištěném věřiteli, neboť nároky z jeho zajištění budou podřízeny nárokům uvedeného zajištěného věřitele (čl. 30, odst. 2 švýcarského LTI).

<sup>999</sup> Čl. 30, odst. 4 švýcarského LTI.

<sup>1000</sup> Čl. 31, odst. 2 švýcarského LTI.

<sup>1001</sup> Podrobněji výše kapitola 1, písm. g) tohoto oddílu.

<sup>1002</sup> Mooney, Ch., W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 20.

<sup>1003</sup> V ang.: „*companion priority rule*“ (§ 9-322(a)(2) UCC).

<sup>1004</sup> Tato výjimka je učiněna ve prospěch prostředníka. Nároky zajištěného věřitele, jenž zřídil své zajištění prostřednictvím kontroly z časového hlediska jako první, budou z důvodu existence uvedené výjimky podléhat přednostním nárokům prostředníka vyplývajících ze zajištění nesplacených pohledávek za vedení účtu cenných papírů, a eventuálně, je-li

– přednost před nároky jiného zajištěného věřitele vyplývající ze zajištění, u něhož k perfekci došlo jiným způsobem,<sup>1005</sup> například prostřednictvím registrace, a to i když k perfekci prostřednictvím nabytí kontroly došlo později.<sup>1006</sup> V případě insolvence konečného majitele účtu nejsou popsána pravidla priority nároků insolvenčním řízením<sup>1007</sup> nijak zásadně modifikována.<sup>1008</sup>

## h) Anglické právo

Pravidla anglického práva ohledně předností nároků k nepřímo drženým cenným papírům jsou velmi složitá. Z obecného, zjednodušeného pohledu lze tato pravidla vymezit následovně: právní vlastník (v dobré víře) má vždy přednost před ekonomickým vlastníkem, a to i když bylo právní vlastnictví nabyto později než vlastnictví ekonomické. Konkurenční nároky stejného charakteru se řadí podle

---

prostředník též obchodníkem s cennými papíry, z pohledávek z úvěru přiznaných majiteli účtu za účelem koupě cenných papírů (§ 9-328(3) UCC). Toto pravidlo priority ovšem není kogentní, neboť umožňuje zajištěnému věřiteli, aby například v dohodě o kontrole, jejíž smluvní stranou je i prostředník dotčeného zástavního dlužníka-majitele účtu, upravil toto pravidlo odlišně a dohodl si přednost svých nároků vyplývajících ze zajištění před uvedenými nároky prostředníka (Mooney, Ch., W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 93).

<sup>1005</sup> § 9-328(2)(B) UCC.

<sup>1006</sup> Nároky věřitelů benefitující ze stejného typu zajištění, tj. na jednu stranu věřitelé ze zajištění získaného kontrolou, a na druhou stranu věřitelé ze zajištění získaného registrací, jsou uspokojovány podle časové posloupnosti, kdy nároky ze zajištěného zřízení dříve mají v rámci daného typu zajištění přednost před nároky nároky ze stejného typu zajištění zřízených později (v ang. tzv. „*first-to-file-or-perfect rule*”) (§ 8-510(c) UCC).

<sup>1007</sup> Hlavními zákony týkajícími se insolvence prostředníků je federální zákon o bankrotech (V ang. „*Bankruptcy Act*“) a zákon na ochranu investorů (v ang.: „*Securities Investor Protection Act*“; tento zákon zajišťuje klientům, kteří nejsou institucionálními investory, ochranu do výše 500 000 USD proti ztrátám plynoucím z insolvence obchodníků s cennými papíry, včetně těch, jež jsou zároveň prostředníky; nezahrnuje však obchodníky s cennými papíry, jež jsou bankami, jejichž insolvence je řešena zákony jednotlivých států. Přesto, že oba uvedené federální zákony mají přednost před ustanoveními jednotného amerického obchodního zákoníku, v konkrétním vztahu k nakládání s cennými oprávněními jsou podstatnější pravidla týkající se nakládání cenného oprávnění uvedená v člancích 8 a 9 jednotného amerického zákoníku, neboť tato pravidla řeší problematiku přednosti nároků dotčených osob i v rámci insolvence prostředníka (Mooney, Ch., W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 16).

<sup>1008</sup> Řádně zřízené zajištění, jež nabylo účinnosti vůči třetím stranám, poskytuje zástavnímu věřiteli ochranu i v rámci insolvenčního řízení dlužníka. Podmínkou je pouze, aby k perfekci, tj. nabytí účinnosti vůči třetím stranám, došlo před okamžikem zahájení insolvenčního řízení, neboť podle federálního zákona o bankrotu insolvenční správce má postavení věřitele, jenž získal zajištění na mimosmluvním základě (v ang.: „*lien creditor*“), a může dosáhnout zrušení jakéhokoli zajištění, jež k okamžiku zahájení insolvenčního řízení nenabylo účinnosti vůči třetím stranám, tzn. takového zajištění u něhož nedošlo k perfekci (Mooney, Ch., W., jr.: op. cit. pozn. č. 86, str. 21).

okamžiku nabytí: dřívější nabyvatel ekonomického vlastnictví má přednost před pozdějším nabyvatelem téhož typu vlastnického práva, stejné pravidlo existuje i u právního vlastnictví. Zajištění v podobě fixní zástavy má přednost před plovoucí zástavou, a to i když byla fixní zástava zřízena později. Dřívější plovoucí zástava má však přednost před pozdější fixní zástavou, pokud účelem plovoucí zástavy bylo zabránit vzniku fixní zástavy a beneficiet fixní zástavy o této skutečnosti věděl.<sup>1009</sup>

Dostane-li se majitel účtu do insolvence, není vyloučeno, že určité úkony ohledně nepřímě držených cenných papírů, jež nejsou činěny v rámci systému zúčtování a vypořádání chráněného zásadou konečnosti vypořádání, budou napadeny insolvenčním správcem:<sup>1010</sup> insolvenční zákon totiž předvídá jednak neplatnost dispozičních úkonů učiněných po začátku insolvenčního řízení<sup>1011</sup> a jednak umožňuje za určitých okolností insolvenčnímu správci napadnout akty, které by zvýhodňovaly věřitele v případě, že by se dlužník ocitl v úpadku.<sup>1012</sup> Na druhou stranu, i když není v anglickém právu možno smluvně vyloučit ustanovení insolvenčního zákona, riziko zneplatnění zajištění či absence přednostního uspokojení zajištěných věřitelů, jejichž zajištění bylo sjednáno v dobré víře za standardních tržních podmínek bude poměrně nízké.<sup>1013</sup>

### ***Oddíl 3 – Nedobrovolné dispozice s nepřímě drženými cennými papíry v českém právu***

#### **Kapitola 1 – Zajištění ex lege**

Zákonné zástavní právo schovatele k listinnému cennému papíru v úschově týkající se zajištění práv schovatele vyplývající ze smlouvy o úschově cenných papírů, jež se nacházejí u schovatele, se v českém právním řádu použije přiměřeně i na zaknihované cenné papíry.<sup>1014</sup> Z přiměřeného použití tohoto ustanovení i na

---

<sup>1009</sup> Dotazník LCG-EC, str. 297.

<sup>1010</sup> Dotazník LCG-EC, str. 279-280.

<sup>1011</sup> Sekce 127 britského insolvenčního zákona z roku 1986.

<sup>1012</sup> Sekce 132 britského insolvenčního zákona z roku 1986.

<sup>1013</sup> Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 76, str. 45 – 46.

<sup>1014</sup> § 34, odst. 10 a 12 ZCP.

zaknihované cenné papíry lze dovodit existenci zákonného zástavního práva ve prospěch prostředníka vedoucí pro konečného vlastníka vlastnický účet cenných papírů, co se týče pohledávek prostředníka vyplývající ze smluvního ujednání ohledně vedení takového účtu. Vznik tohoto zástavního práva je situován k okamžiku vzniku pohledávky prostředníka za majitelem účtu cenných papírů.<sup>1015</sup>

Vzhledem k tomu, že centrálního depozitáře je možno považovat rovněž za prostředníka, resp. schovatele,<sup>1016</sup> je možno dovodit, že centrálnímu depozitáři rovněž svědčí zákonné zástavní právo ve prospěch prostředníka vedoucího pro svého účastníka zákaznický účet cenných papírů či vlastnický účet cenných papírů pro konečného majitele, co se týče pohledávek prostředníka vyplývající ze smluvního ujednání ohledně vedení takového účtu.<sup>1017</sup> Krom toho má centrální depozitář jako provozovatel systému vypořádání právo spravovat peněžní prostředky a investiční nástroje složené jako jistota za splnění závazků plynoucích z vypořádaných obchodů s investičními nástroji, včetně zaknihovaných cenných papírů.<sup>1018</sup> Peněžní prostředky nebo investiční nástroje, které byly provozovateli vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání svěřeny do správy nebo jako zajištění závazku plynoucího z vypořádávaného obchodu s investičními nástroji, nejsou součástí majetku provozovatele vypořádacího systému, přičemž provozovatel musí účtovat o majetku třetích osob, který má ve své moci, odděleně od svého majetku.<sup>1019</sup>

V neposlední řadě může zákonné zástavní právo k zaknihovaným cenným papírům<sup>1020</sup> vzniknout správci daně k zajištění daňové pohledávky<sup>1021</sup> toto

---

<sup>1015</sup> Dědič, J. a kol.: op. cit. pozn. č. 449, str. 443.

<sup>1016</sup> Čl. 52 provozního řádu centrálního depozitáře.

<sup>1017</sup> Zákonné zástavní právo k zajištění pohledávek vůči majiteli svědčilo dříve Středisku cenných papírů (zrušený § 56, odst. 8 ZCP).

<sup>1018</sup> § 100, odst. 3, písm. e) ZPKT.

<sup>1019</sup> § 90, odst. 4 ZPKT.

<sup>1020</sup> § 72 zákona č. 337/1992 Sb., o správě daní a poplatků, v platném znění.

<sup>1021</sup> Dědič, J. a kol.: op. cit. pozn. č. 449, str. 446.

zajištění ovšem nevzniká přímo ex lege, ale až na základě rozhodnutí správce daně.<sup>1022</sup>

## Kapitola 2 – Výkon práv ze zajištění

Jak bylo uvedeno výše, k nucenému výkonu práv vůči zaknihovaným cenným papírům dochází především v rámci výkonu práv ze zajištění. Je-li ve vztahu k věcem movitým, základním způsobem výkonu rozhodnutí jejich zpeněžení prostřednictvím veřejné dražby, u cenných papírů obecně, a zvláště u těch zaknihovaných, je tento způsob výkonu práv v praxi výjimečný a z ekonomického pohledu nevhodný. Místo dražby jsou tak práva k nepřímo drženým cenným papírům zpeněžována prodejem z volné ruky na regulovaném trhu, propadnutím či započtením hodnoty cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, vůči zajištěným pohledávkám, například v rámci ujednání o závěrečném vyrovnání. Jinými slovy, způsoby výkonu práv, jež jsou v rámci obecného režimu výkonu práv zakázány (prodej z volné ruky, propadnutí věci), představují u zaknihovaných cenných papírů běžný způsob realizace. Nejspecifičtějším způsobem nuceného výkonu je výkon práv z finančního zajištění: zatímco u výkonu práv ze zástavního práva či zajišťovacího převodu práva určuje dovolené způsoby nuceného výkonu práv zákon, u finančního zajištění stanoví způsob výkonu primárně dohoda stran. Mimo výkon práv ze zajištění mohou být zaknihované cenné papíry předmětem nedobrovolné dispozice v podobě výkonu rozhodnutí soudem<sup>1023</sup> či exekuce<sup>1024</sup> nebo obstavení.

---

<sup>1022</sup> § 72, odst. 1, věta první zákona č. 337/1992 Sb., o správě daní a poplatků, v platném znění.  
<sup>1023</sup> Vzhledem k ustanovení § 1, odst. 3 ZCP je se zaknihovanými cennými papíry nakládáno jako s věcmi, tj. výkon rozhodnutí vůči nim probíhá podle ustanovení o prodeji věcí (§ 321 an. o.s.ř.), byť s jistými odlišnostmi uvedenými zejména v § 322, odst. 4, § 326, odst. 6, § 334a, odst. 1 o.s.ř. etc. Ustanovení § 322, odst. 4 o.s.ř. uvádějící, že „z výkonu rozhodnutí jsou vyloučeny technické prostředky, na nichž se podle zvláštního právního předpisu vede evidence investičních nástrojů nebo se uchovávají dokumenty týkající se údajů v této evidenci, a dále technické prostředky sloužící k poskytování údajů o vlastních investičních nástrojů podle zvláštního právního předpisu“, dokládá absurditu pojetí záznamu cenného papíru v elektronické evidenci jako „věci“. Je zřejmé, že informace v paměti počítače, jež dokládá existenci zaknihovaného cenného papíru nemůže být předmětem výkonu rozhodnutí či exekuce jako fyzicky existujícího předmětu.

Dojde-li z jakéhokoli důvodu k obstavení cenných papírů či účtu cenných papírů<sup>1025</sup> na základě vydání příkazu k zápisu pozastavení výkonu práva vlastníka nakládat s investičním nástrojem podaného oprávněnou osobou,<sup>1026</sup> je nutno rozlišovat na jakém typu účtu jsou dotčené cenné papíry evidovány: bude-li se pozastavení výkonu práva nakládat s cennými papíry týkat cenných papírů vedených na účtu vlastníka v samostatné evidenci centrálního depozitáře či na účtu v evidenci SKD České národní banky, bude se obstavení týkat tohoto účtu či cenných papírů vedených na tomto účtu;<sup>1027</sup> bude-li se pozastavení výkonu práva nakládat s cennými papíry týkat cenných papírů vedených na účtu vlastníka v navazující evidenci u prostředníka, bude se obstavení – byť to z právních předpisů výslovně nevyplývá<sup>1028</sup> – týkat tohoto účtu vlastníka či cenných papírů vedených na tomto účtu, nikoli však již souvisejícího zákaznického účtu.<sup>1029</sup>

<sup>1024</sup> Podle § 69 exekučního řádu (zákon č. 120/2011 Sb., v platném znění) se v případě exekuce obdobně použijí ustanovení občanského soudního řádu upravující výkon rozhodnutím prodejem movitých věcí, tj. ta uvedená v předchozí poznámce pod čarou.

<sup>1025</sup> § 324 o.s.ř.

<sup>1026</sup> § 97, odst. 1 ZPKT: Příkaz k zápisu pozastavení výkonu práva vlastníka nakládat s investičním nástrojem (dále jen "pozastavení nakládání s investičním nástrojem") do evidence investičních nástrojů dává (a) organizátor regulovaného trhu nebo provozovatel vypořádacího systému, pokud má být zaknihovaný investiční nástroj převeden, (b) příslušný soud, exekutor nebo správní úřad, jestliže je to nezbytné v souvislosti s vydáním předběžného opatření, exekučního příkazu nebo k jiným účelům soudního nebo správního řízení nebo stanoví-li tak jiný právní předpis, (c) centrální depozitář, jestliže je to nezbytné v souvislosti s vypořádáním, případně jinými službami centrálního depozitáře podle § 100, (d) depozitář fondu kolektivního investování podle zákona upravujícího kolektivní investování, (e) třetí osoba, pokud dává příkaz ve svůj prospěch a má k tomu souhlas vlastníka. Odst. 5: Po dobu pozastavení nakládání s investičním nástrojem není možné do evidence investičních nástrojů zapsat změnu vlastníka převodem tohoto investičního nástroje ani není možné zapsat smluvní zástavní právo k tomuto investičnímu nástroji. Po dobu pozastavení nakládání s investičním nástrojem nelze listinný investiční nástroj evidovaný v samostatné evidenci vydat z úschovy.

<sup>1027</sup> § 326, odst. 6 o.s.ř. Jelikož účet vlastníka vedený v centrálním depozitáři je přímo vedený pro konečné vlastníky, nehrozí v případě obstavení tohoto účtu, zásah do práv jiných konečných vlastníků. Obstavení cenných papírů na účtu vlastníka vedeného přímo centrálním depozitářem proto bude plněno v souladu s pravidlem zákazu obstavení cenných papírů na vyšší úrovni.

<sup>1028</sup> Zákon o podnikání na kapitálovém trhu formulaci zákazu obstavení na vyšší úrovni výslovně neobsahuje; provozní řád centrálního depozitáře uvádí, že příkaz k pozastavení nakládání se týká majetkových účtů, ovšem výslovně nespecifikuje, že se týká jen účtů vlastníka (čl. 42 provozního řádu centrálního depozitáře).

<sup>1029</sup> V odpovědi na otázku, za jakých podmínek může věřitel majitele účtu či třetí osoba (například správce insolvenční podstaty majitele účtu) nárokovat cenné papíry od prostředníka na vyšší úrovni (tj. ze zákaznického účtu) položené v rámci dotazníku LCG-

Způsoby výkonu práv se budou lišit v závislosti na tom, zda půjde o realizaci finančního zajištění či výkon práv ze zástavy či v rámci zajišťovacího převodu práva.

#### **(a) Realizace finančního zajištění**

Finanční zajištění je jediným institutem, kde si strany mohou smluvně určit způsoby nuceného výkonu práv k předmětu finančního zajištění,<sup>1030</sup> včetně cenných papírů, aniž by na to měla vliv donucující ustanovení předpisů stanovující způsoby výkonu rozhodnutí<sup>1031</sup> či ustanovení insolvenčního práva.<sup>1032</sup>

Je-li způsob nuceného výkonu práv sjednán, může si příjemce realizovat práva ze zajištění buď ponecháním či propadnutím zaknihovaných cenných papírů, jež jsou součástí zastaveného finančního kolaterálu. Ponecháním či propadnutím zastaveného finančního kolaterálu se může příjemce uspokojit pouze, pokud byla rovněž dohodnuta cena za ponechání nebo propadnutí anebo dohodnut způsob jejího určení, přičemž způsob určení ceny musí odpovídat zvyklostem na příslušném finančním trhu.<sup>1033</sup> Alternativně, je-li tak smluveno, může příjemce, který se zastaveným finančním kolaterálem nakládal, započíst svou pohledávku zajištěnou finančním zajištěním, která je splatná, a to i v rámci jejího zahrnutí do závěrečného vyrovnání,<sup>1034</sup> oproti hodnotě předmětného finančního kolaterálu.<sup>1035</sup>

---

EC, uvedla Česká republika, že ani věřitel ani jiná třetí osoba nemůže nárokovat cenné papíry od prostředníka na vyšší úrovni (Dotazník LCG-EC, str. 326).

<sup>1030</sup> „Výčet možností uspokojení se z finančního kolaterálu pokrývá veškeré způsoby uvedené v FCAD. Přednost má vždy dohoda stran. Zákon pak stanoví subsidiárně možnosti realizace finančního kolaterálu. Tato ustanovení je třeba číst ve vazbě na jednotlivé druhy finančního kolaterálu dle § 5 odst. 1.“ (Důvodová zpráva k zákonu o finančním zajištění, str. 44).

<sup>1031</sup> § 328a, odst. 3 o.s.ř.; § 67, odst. 2 exekučního řádu; § 18 ZoFZ.

<sup>1032</sup> § 366 zákona č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon); § 21 ZoFZ.

<sup>1033</sup> § 17, odst. 2 ZoFZ.

<sup>1034</sup> § 193 ZPKT odst. 1: Závěrečné vyrovnání je ujednání smlouvy sjednané podle českého nebo zahraničního práva, (a) které lze doložit písemně, popřípadě záznamem, který umožňuje reprodukci v nezměněné podobě, (b) které se vztahuje na pohledávky smluvních stran, včetně příslušenství těchto pohledávek, které lze zajistit finančním zajištěním podle zákona upravujícího finanční zajištění, a na pohledávky, včetně příslušenství těchto pohledávek, z finančního zajištění nebo z obdobného právního vztahu podle zahraniční právní úpravy a (c) podle kterého v případě, že nastane dohodnutá skutečnost, dojde k zániku a nahrazení závazků, které odpovídají pohledávkám uvedeným v písmenu b), nebo

V případech, kdy způsob nuceného výkonu práv v rámci finančního zajištění stranami sjednán nebude, může příjemce zajištění, v situaci kdy předmětem finančního kolaterálu jsou zaknihované cenné papíry, uspokojit svou nesplacenou pohledávku buď z výtěžku zpeněžení finančního kolaterálu<sup>1036</sup> nebo započtením hodnoty finančního kolaterálu proti své pohledávce, kterou má vůči poskytovateli, a to i v rámci zahrnutí takové hodnoty do závěrečného vyrovnání.<sup>1037</sup>

#### **(b) Výkon zástavního práva (mimo finanční zajištění)**

Způsoby nuceného výkonu práv ze zástavního práva mimo finanční zajištění jsou stanoveny právními předpisy a dotčené strany si nemohou sjednat jiné způsoby tohoto výkonu jako například propadnou zástavu<sup>1038</sup> či započtení hodnoty zástavy

---

k započtení dosud nesplacených, popřípadě i splacených, pohledávek podle písmene b) tak, že výsledkem bude jediná pohledávka jedné smluvní strany a jí odpovídající závazek druhé smluvní strany uhradit výslednou částku. Odst. 2: Způsob ocenění pohledávek podle odstavce 1 písm. b), okamžik, ke kterému musí být toto ocenění provedeno, a způsob a doba plnění výsledné jediné pohledávky musí být obsahem závěrečného vyrovnání a nesmí být v rozporu se zvyklostmi na příslušném finančním trhu. Odst. 3: Rozhodnutí nebo jiný úkon soudu nebo správního orgánu, které se dotýká práv třetích osob a bylo přijato za účelem udržení nebo ozdravení finanční situace některé ze smluvních stran, popřípadě zákazu nebo omezení provedení určitých obchodů nebo převodu finančních prostředků některou ze smluvních stran, nemá vliv na závěrečné vyrovnání, jestliže závěrečné vyrovnání bylo uzavřeno před přijetím rozhodnutí nebo provedením jiného úkonu. Odst. 4: Odstavec 3 se neuplatní pro účinky úkonů spojených se zahájením insolvenčního řízení, vstupem do likvidace nebo zavedením nucené správy; vyloučení těchto účinků upravují jiné zákony.

<sup>1035</sup> § 13, odst. 2 ZoFZ. Není-li plnění vzájemných pohledávek příjemce a poskytovatele stejného druhu, je započtení přípustné, dojde-li před započtením vzájemných pohledávek k jejich ocenění a následné změně obsahu jim odpovídajících závazků tak, aby novým vzájemným závazkům odpovídaly peněžitě pohledávky ve stejné měně a ve výši určené podle tohoto ocenění; nebylo-li dohodnuto jinak, ocení se způsobem, který odpovídá zvyklostem na příslušném finančním trhu (§13, odst. 3 ZoFZ).

<sup>1036</sup> Neurčuje-li způsob zpeněžení smlouva, zpeněží se způsobem, který odpovídá zvyklostem na příslušném finančním trhu.

<sup>1037</sup> § 17, odst. 12 ZoFZ.

<sup>1038</sup> „Ujednání zástavních smluv, dohod o vypořádání dědictví a samostatně uzavřená ujednání jsou neplatná, jestliže stanoví, že při prodlení s plněním zajištěné pohledávky zástava propadne zástavnímu věřiteli, nebo že si ji zástavní věřitel může ponechat za určenou cenu, pokud zvláštní zákon nestanoví jinak.“ (§ 169, písm. e) OZ). Jedná se o neplatnost absolutní. Neplatnost propadné zástavy v různých formách byla vyslovena v řadě rozhodnutí Nejvyššího soudu, například v rozhodnutích 21 Cdo 2535/99 z 18. ledna 2000, 25 Cdo 915/98 z 21. července 2000, 21 Cdo 2204/99 z 5. září 2000, 26 Cdo 1848/2004 z 26. dubna 2005, 21 Cdo 2037/2006 z 3. července 2007, 21 Cdo 2954/2007 z 15. listopadu 2007, 21 Cdo 3997/2007 z 16. září 2008 a rovněž Ústavního soudu IV. ÚS 383/05 z 8. srpna 2006.



oproti nesplaceným pohledávkám,<sup>1039</sup> jak je tomu jako v případě finančního zajištění. V případě, že není pohledávka zajištěná zástavním právem k cennému papíru, včetně zaknihovaného cenného papíru, splněna řádně a včas, může zástavní věřitel realizovat své zástavní právo k zaknihovaným cenným papírům buď prodejem na regulovaném trhu, jsou-li dané cenné papíry kotovány,<sup>1040</sup> nebo, není-li tomu tak, prostřednictvím nedobrovolné veřejné dražby cenných papírů.<sup>1041</sup> Rovněž nelze vyloučit nucený výkon prostřednictvím soudního prodeje, avšak ten bude v realitě raritou.<sup>1042</sup>

Prodej zaknihovaných cenných papírů na regulovaném trhu je v podstatě jediným ekonomicky představitelným způsobem výkonu zástavního práva k zastavenému zaknihovanému cennému papíru. Zástavní věřitel ovšem nemůže uskutečnit prodej cenných papírů na regulovaném trhu vlastními silami, ale musí jím pověřit jinou oprávněnou osobu (obchodníka s cennými papíry), a to ani kdyby byl sám takovou oprávněnou osobou (obchodníkem s cennými papíry).<sup>1043</sup>

Nejsou-li zaknihované cenné papíry kotovány na regulovaném trhu, mohou být v rámci nuceného výkonu zástavního práva prodány prostřednictvím nedobrovolné dražby. Prodej v rámci nedobrovolné dražby<sup>1044</sup> může provést pouze obchodník s cennými papíry, který má oprávnění organizovat veřejné dražby cenných papírů.<sup>1045</sup> Při nedobrovolné veřejné dražbě investičních cenných

---

<sup>1039</sup> § 165 a 165a OZ; Dědič, J. a kol.: op. cit. pozn. č. 449, str. 443.

<sup>1040</sup> § 44, odst. 1 a 2 ZCP.

<sup>1041</sup> § 44, odst. 2 ZCP a § 33, odst. 8, písm. b) ZPKT.

<sup>1042</sup> Kdyby k použití tohoto způsobu výkonu práv přece jen došlo použila by se vzhledem k ustanovení odstavce 2 § 1 zákona o cenných papírech na tento způsob výkonu ustanovení občanského soudního řádu o prodeji movitých věcí.

<sup>1043</sup> Dědič, J. a kol.: op. cit. pozn. č. 449, str. 443.

<sup>1044</sup> Na veřejnou dražbu cenných papírů se vztahuje přiměřeně zákon upravující veřejné dražby, pokud zákon o podnikání na kapitálovém trhu nestanoví jinak. Pravidla organizování veřejné dražby cenných papírů upraví dražebník cenných papírů dražebním řádem. Dražební řád a každou jeho změnu schvaluje Česká národní banka (§ 33, odst. 2 až 4 ZPKT).

<sup>1045</sup> Tento obchodník, nazývaný „dražebník cenných papírů“, musí mít povolení k poskytování investiční služby uvedené v § 4 odst. 2 písm. b), nebo zahraniční osoba, která má povolení k poskytování této investiční služby.

papírů je pro zjištění ceny předmětu dražby nutné zpracovat znalecký posudek.<sup>1046</sup> Po uskutečnění veřejné dražby zaregistruje osoba vedoucí evidenci cenných papírů přechod cenného papíru na vydražitele k okamžiku příklepu na základě potvrzení o nabytí vlastnictví na příkaz dražebníka nebo vydražitele.<sup>1047</sup> Výnos z prodeje cenného papíru snížený o náklady spojené s jeho prodejem a obvyklou odměnu vydá obchodník s cennými papíry zástavnímu věřiteli.<sup>1048</sup> Zástavní právo k zaknihovanému cennému papíru zanikne zápisem zániku tohoto práva, přičemž příkaz k tomuto zániku může podat buď zástavní věřitel, dlužník nebo zástavce; první dva uvedení musí navíc k příkazu přiložit doklad o zániku zajištěné pohledávky či jiném důvodu zániku zástavního práva.<sup>1049</sup> Prodej zaknihovaných cenných papírů pomocí veřejné dražby je nicméně stejně jako možnost soudního prodeje zaknihovaných cenných papírů ekonomicky neefektivní. Režim pohledávky umožňující její přiznání do majetku oprávněného by byl pro všechny zúčastněné strany výhodnější.<sup>1050</sup>

### **(c) Výkon práv ze zajišťovacího převodu práva (mimo finanční zajištění)**

V případě nuceného výkonu práv v rámci zajišťovacího převodu práva musí být způsob výkonu práv<sup>1051</sup> sjednán již ve smlouvě,<sup>1052</sup> na jejímž základě dochází k převodu vlastnického práva za účelem zajištění. Jinak je tato smlouva neplatná,<sup>1053</sup> přičemž není možné, aby tento výkon měl podobu tzv. propadné

<sup>1046</sup> Podle zákona upravujícího výkon znalecké činnosti; nepřesahuje-li nejnížší podání částku 100 000 Kč, lze znalecký posudek ceny předmětu dražby nahradit zápisem o odhadu ceny předmětu dražby podle zákona upravujícího veřejné dražby (§ 33, odst. 5 ZPKT).

<sup>1047</sup> § 33, odst. 6 ZPKT.

<sup>1048</sup> § 44, odst. 2, věta druhá ZCP.

<sup>1049</sup> § 42, odst. 4 ZCP.

<sup>1050</sup> Kriticky ve vztahu k výkonu práv k dematerializovaným cenným papírům prostřednictvím veřejné dražby Elek, Š.: Výkon rozhodnutí postižením cenných papírů, Právní rozhledy, 10/1996, str. 448 an. Obdobně ve francouzském právu: Nizard, F.: Titres négociables, Economica, 2003, str. 421 an.

<sup>1051</sup> „Nejvyšší soud na základě výše řečeného nepochybuje o tom, že zajišťovací převod práva má (musí) plnit i uhrazovací funkci. O tom, jakým způsobem se tak má stát, ovšem občanský zákoník mlčí“ (Nejvyšší soud, sp.zn. 31 Odo 495/2006 ze dne 15.10.2008).

<sup>1052</sup> Nejvyšší soud sp.zn. 33 Cdo 1254/2007 (30.6.2009) „Smlouva o zajišťovacím převodu práva, která neobsahuje ujednání o tom, jak se smluvní strany vypořádají v případě, že dlužník zajištěnou pohledávku věřiteli řádně a včas neuhradí, je absolutně neplatná.“

<sup>1053</sup> „Podle přesvědčení Nejvyššího soudu je smlouva o zajišťovacím převodu vlastnického práva, která neobsahuje ujednání o tom, jak se smluvní strany vypořádají v případě, že

zástavy.<sup>1054</sup> Je-li naplněna rozvazovací podmínka a vlastnické právo *sui generis* k zaknihovanému cennému papíru, jež přešlo podmíněně na věřitele, se stane nepodmíněným, je tomuto věřiteli přiznáno „*právo realizovat vlastnické právo k věci jako plnohodnotnému vlastníku, s tím, že dlužníku má být po zpeněžení zajištění vydána tzv. hyperocha.*“<sup>1055</sup> Naproti tomu výkon práv ze zajišťovacího převodu práva, jenž by spočíval v okamžitém převodu vlastnického práva k předmětu zástavy na věřitele v případě nesplnění zajištěné pohledávky dlužníkem, přípustný není.<sup>1056</sup>

Tato situace ovšem dozná změny se vstupem v účinnost nového občanského zákoníku, který připouští okamžitý výkon zajišťovacího převodu při porušení zajištěného závazku přivlastněním si předmětu, jež byl předmětem tohoto zajišťovacího převodu.<sup>1057</sup>

Úprava nedobrovolných dispozic s nepřímo drženými cennými trpí podřazením režimu cenných papírů, včetně těch zaknihovaných, pod režim věcí movitých, a to hned v několika ohledech. Přiměřené použití zákonného zástavního práva schovatele listinných cenných papírů na zaknihované cenné papíry je obtížné,

---

*dlužník zajištěnou pohledávku věřiteli řádně a včas neuhradí, je absolutně neplatná pro neurčitost (ve smyslu § 37 odst. 1 obč. zák.). Vyvolává totiž nejistotu o obsahu práv a povinností účastníků smlouvy pro případ, že dlužník nedostojí svému závazku uspokojit zajištěnou pohledávku a to nejistotu, která - vzhledem k tomu, že o následcích takového porušení smlouvy mlčí nejen smlouva, nýbrž i zákon - nemůže být rozptýlena výkladem.“* (Nejvyšší soud, sp.zn. 31 Odo 495/2006 ze dne 15.10.2008).

<sup>1054</sup> „*Na tomto základě lze především uvést, že sankcí absolutní neplatnosti (dle § 39 obč. zák.) bude stiženo takové ujednání o zajišťovacím převodu vlastnického práva, podle kterého sice byla sjednána rozvazovací podmínka (pro případ řádného a včasného splnění zajištěné pohledávky), avšak prodlení dlužníka s řádným a včasným splněním zajištěné pohledávky má přivodit ten následek, že se věřitel bez dalšího stane (při současném zániku zajištěné pohledávky) trvalým vlastníkem převedeného majetku.*“ (Nejvyšší soud, sp.zn. 31 Odo 495/2006 ze dne 15.10.2008).

<sup>1055</sup> *Takové ujednání (jež předpokládá, že až do zpeněžení zajištění bude dlužník v prodlení s plněním zajištěné pohledávky), se však neobejde bez dohody o tom, jaký vliv na vlastnické právo věřitele k takovému majetku bude mít byť pozdní uspokojení pohledávky dlužníkem z jiných zdrojů a na jaký účel mají být v této době použity užité vzešlé ze zajištění.*“ (Nejvyšší soud, sp.zn. 31 Odo 495/2006 ze dne 15.10.2008).

<sup>1056</sup> Rozhodnutí nejvyššího soudu 30 Cdo 3026/2006 z 25.listopadu 2008.

<sup>1057</sup> § 2040, odst. 1 nOZ: Smlouvou o zajišťovacím převodu práva zajišťuje dlužník nebo třetí osoba dluh tím, že věřiteli dočasně převede své právo. Odst. 2: Má se za to, že zajišťovací převod práva je převodem s rozvazovací podmínkou, že dluh bude splněn. § 2044, odst. 1 nOZ: Není-li zajištěný dluh splněn, stane se převod práva nepodmíněným a dlužník předá věřiteli vše, co je nutné k plnému výkonu převedeného práva.

přičemž jeho automatický nijak neregistrovaný vznik v souvislosti se zákazem vícenásobného zastavení zaknihovaných cenných papírů staví smluvní zástavní věřitele téměř do neřešitelné situace, neboť tito zástavní věřitelé si nikdy nebudou moci být zcela jistí platností svého zajištění. Rovněž výkon rozhodnutí u nekotovaných zaknihovaných cenných papírů je hendikepován navázáním na věcný režim a nutnosti prodeje těchto cenných papírů v dražbě. Mnohem efektivnější – jak pro zástavního věřitele, tak dlužníka – by byla možnost přiznání těchto zaknihovaných cenných papírů do vlastnictví zástavního věřitele soudem, tj. víceméně režim pohledávky.<sup>1058</sup>

### **Kapitola 3 – Pořadí nároků (mimo insolveni a v jejím rámci)**

Dojde-li k realizaci zástavního práva k zaknihovaným cenným papírům ve veřejné dražbě,<sup>1059</sup> uspokojují se pohledávky zajištěné zástavním právem v rámci třetí třídy; vázlo-li na předmětu dražby více těchto práv, uspokojí se podle pořadí svého vzniku, tedy podle časové přednosti.<sup>1060</sup> Mezi smluvně zřízenými zástavními právy řeší pořadí nároků na uspokojení nepřímo ustanovení odstavce § 39 zákona o cenných papírech, které zakazuje zřídit zástavní právo k již k zastavenému cennému papíru, nejedná-li se o zástavní právo prostředníka vznikající přímo ze zákona.<sup>1061</sup> V důsledku tohoto ustanovení může vzniknout konkurence nároků pouze mezi smluvně zřízeným zástavním právem a zástavním

---

<sup>1058</sup> Jelikož nekotované zaknihované cenné papíry jsou v drtivé většině případů pouze velmi málo likvidní, nelze očekávat, že se v eventuelní nedobrovolné dražbě prodají za cenu vyšší než je cena stanovená na základě ocenění znalce (k tomu je třeba přičíst, resp. odečíst náklady na organizaci dražby). Pokud by zaknihované cenné papíry, jež byly předmětem zástavního práva, mohly být soudem přiznány do vlastnictví zástavního věřitele na základě ceny stanovené znalcem jmenovaného soudem, bylo by to výhodnější pro obě strany, neboť hodnota cenných papírů by nebyla snížena o náklady dražby. Zástavní věřitel by tak dostal vyšší hodnotu a mohl by dál cenné papíry využít, přičemž dlužník by byl chráněn znaleckým oceněním předmětu zástavy a kontrolou soudu nad procesem přiznání do vlastnictví.

<sup>1059</sup> U zaknihovaných cenných papírů, jež nejsou kotovány na regulovaném trhu. V případě cenných papírů kotovaných na regulovaném trhu, k jejichž prodeji rámci nuceného výkonu práv dochází v souladu s § 44, odst. 2 ZCP obchodníkem s cennými papíry se uplatní dále uvedená pravidla ohledně pořadí nároků per analogiam.

<sup>1060</sup> § 60, odst. 2 zákona o veřejných dražbách.

<sup>1061</sup> Podle § 34, odst. 10 v souvislosti s § 34, odst. 12 ZCP.

právem prostředníka vzniklým *ex lege*.<sup>1062</sup> Vztah přednosti nároků vyplývajících ze smluvně zřízeného zástavního práva a zástavního práva prostředníka vzniklého *ex lege*, jež mohou konkurenčně vzniknout vůči jednomu zaknihovanému cennému papíru, je nutno na základě ustanovení § 156 OZ a § 58 zákona o veřejných dražbách řešit ve prospěch věřitele, jehož nárok vznikl dříve.<sup>1063</sup> Jelikož zástavní právo prostředníka k cenným papírům vedeným na účtu vlastníka vzniká ze zákona, a nikoli zápisem na účtu, nemusí být určení okamžiku, kdy tento nárok vznikl vždy jednoduché, neboť cenné papíry, jež budou předmětem zástavního práva prostředníka, se budou nacházet na účtu jejich vlastníka bez jakéhokoli označení. To může mít i za následek vznik nejasností ohledně určení přednosti nároků vzhledem k zajištěným věřitelům, jejichž nárok vychází ze smluvně zřízeného zástavního práva.<sup>1064</sup> Pořadí nároků k zaknihovaným cenným papírům se v rámci insolvenčního řízení příliš nemění. Na finanční zajištění zřízené nejpozději v den zahájení insolvenčního řízení nemají účinky insolvence vliv, takže se zajištěný věřitel z finančního zajištění může uspokojit realizací

<sup>1062</sup> Ke konkurenci zástavního práva se zástavním právem nebo zajišťovacím převodem práva v rámci finančního zajištění dojít nemůže: v případě zástavního práva brání dalšímu zastavení ustanovení § 39, odst. 2 ZCP, a to i jedná-li se o zástavní právo v režimu finančního zajištění; v případě zajišťovacího převodu práva je otázkou, zda vzhledem k limitaci zákazu uvedeného v ustanovení § 39, odst. 2 ZCP pouze na zástavní právo by nemohlo dojít ke konkurenci nároků věřitele ze zástavního práva a věřitele ze zajišťovacího převodu práva mimo režim finančního zajištění, neboť uvedený zákaz se vztahuje pouze na další zastavení již zastavených cenných papírů, avšak nikoli již výslovně na učinění zastavených cenných papírů předmětem zajišťovacího převodu práva.

<sup>1063</sup> Zákon č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, v platném znění; Dědič, J.: op. cit. pozn. č. 467, str. 1476 a 1482.

<sup>1064</sup> Absence možnosti dohody mezi prostředníkem a zástavním věřitelem k cenným papírům vedeným na účtu klienta tohoto prostředníka ohledně pořadí jejich nároků dostává zástavního věřitele do značné právní nejistoty ohledně platnosti zřízení jeho zástavního práva, kterou mu navíc neumožňuje nijak obstojně řešit. Zástavní věřitel se sice může před zřízením zástavního práva dotázat jak zástavce, tak jeho prostředníka, zda prostředník nemá vůči zástavci pohledávku z titulu vedení účtu, která by dala vzniknout zákonnému zástavnímu právu prostředníka, nicméně v případě, že mu bude existence zákonného zástavního práva prostředníka obě stranami zamlčena, bude zřízení zástavního práva k cenným papírům, jež jsou předmětem tohoto zákonného zástavního práva, v důsledku ustanovení § 39, odst. 2 ZCP neplatné bez ohledu na možnou dobrou víru smluvního zástavního věřitel a vynaložení veškerého úsilí z jeho strany ke zjištění, zda na daných cenných papírech vedených na účtu neexistuje předchozí zákonné zástavní právo prostředníka (srovnej diskuzi ohledně tohoto problému v Návrhu oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT, op. cit. pozn. č. 40, str. 90, jež si toto nebezpečí uvědomuje a rovněž ho řeší způsobem uvedeným v kapitole 3 oddílu 1 tohoto dílu).

finančního kolaterálu, bez ohledu na průběh insolvenčního řízení.<sup>1065</sup> Zajištění věřitelé, jejichž zajištění nespadá do režimu finančního zajištění, jsou vůči sobě postaveni na roveň, ať už se jedná o zástavní právo či zajišťovací převod práva.<sup>1066</sup> Tito věřitelé mají právo na oddělené uspokojení, tzn. na uspokojení z výtěžku zpeněžení věci, práva, pohledávky nebo jiné majetkové hodnoty, jimiž byla zajištěna.<sup>1067</sup> Tito věřitelé se uspokojí z té části výtěžku, který na ně připadá, podle pořadí, v jakém vznikl právní důvod zajištění, nedohodnou-li se písemně jinak,<sup>1068</sup> přičemž mají právo dávat insolvenčnímu správci pokyny ohledně zpeněžení.<sup>1069</sup>

---

<sup>1065</sup> § 366 InsZ).

<sup>1066</sup> § 2 InsZ Pro účely tohoto zákona se rozumí: [...] g) InsZ: zajištěným věřitelem věřitel, jehož pohledávka je zajištěna majetkem, který náleží do majetkové podstaty, a to zástavním právem, zadržovacím právem, omezením převodu nemovitosti, zajišťovacím převodem práva nebo postoupením pohledávky k zajištění anebo obdobným právem podle zahraniční právní úpravy,

<sup>1067</sup> § 298, odst. 1. Odst. 2: Výtěžek zpeněžení po odečtení nákladů spojených se správou a zpeněžením a po odečtení částky připadající na odměnu insolvenčního správce vydá insolvenční správce se souhlasem insolvenčního soudu zajištěnému věřiteli.

<sup>1068</sup> § 299, odst. 1 InsZ.

<sup>1069</sup> Jde-li o zpeněžení věci, práva, pohledávky nebo jiné majetkové hodnoty, která slouží k zajištění pohledávky, je insolvenční správce vázán pokyny zajištěného věřitele směřujícími ke zpeněžení; je-li zajištěných věřitelů více, mohou tyto pokyny udělit insolvenčnímu správci pouze společně. Insolvenční správce může tyto pokyny odmítnout, má-li za to, že předmět zajištění lze zpeněžit výhodněji; v takovém případě požádá insolvenční soud o jejich přezkoumání v rámci dohlédací činnosti (§ 293 InsZ).

## ČÁST DRUHÁ – KOLIZNÍ ASPEKTY NEPŘÍMÉ DRŽBY CENNÝCH PAPÍRŮ

Kolizní aspekty nepřímé držby cenných papírů, tj. určení, který rozhodný právní řád se použije na cenné papíry vedené na účtu a na dispozice s nimi, představují nesmírně složitou právní problematiku, a to, jak z hlediska praktického, tak z hlediska teoretického. Z hlediska praktického je zásadním problémem souběžná existence relativně vysokého počtu kolizních norem a souvisejících hraničních určovatelnů v rámci jedné ekonomické transakce. Tato skutečnost povede v řadě případů k tomu, že na různé aspekty jedné ekonomické transakce se bude aplikovat několik právních řádů.<sup>1070</sup>

Způsob, jakým se tato část zabývá kolizními otázkami nutně neodpovídá logice praxe, jež by se v první řadě zabývala otázkou příslušné jurisdikce.<sup>1071</sup> Problematika příslušného *lex fori* týkající se vztahů zahrnujících nepřímou držbu cenných papírů ovšem není z důvodu své komplexnosti a omezeného rozsahu této práce dále zkoumána.<sup>1072</sup>

---

<sup>1070</sup> I když se podaří s určitou relativní jistotou, jaké právní řady se použijí na jaké aspekty dané transakce s nepřímo drženými cennými papíry, nemusí být tato transakce nutně uskutečnitelná, neboť artikulace norem těchto různých právních řádů může být do té míry rozporuplná, že nebude možné či ekonomicky smysluplné danou transakci při dodržení norem všech rozhodných právních řádů vůbec provést.

<sup>1071</sup> Pokud bychom nahlíželi na kolizní problematiku očima praxe první otázku, kterou by bylo nutno zodpovědět, by byla otázka, který právní řád bude rozhodný pro určení, od kterého okamžiku je převod nepřímo držených cenných papírů či zřízení zajištění je platné a účinné vůči třetím osobám? K zodpovězení této otázky, je však třeba nejdříve určit, která jurisdikce bude mít pravomoc pro řešení eventuelních sporů vyplývajících z možné neplatnosti či neúčinnosti smlouvy o převodu nepřímo držených cenných papírů či zřízení zajištění. Pouze pokud může být s určitou jistotou predikováno, která jurisdikce bude mít pravomoc řešit otázky týkající se potenciálních sporů z transakcí zahrnujících dané nepřímo držené cenné papíry a zároveň bude možno předvídat, že na předmětné nepřímo držené cenné papíry kompetentní soudní instance v dané jurisdikci použije ten či onen právní řád, bude teprve možno aplikovat hmotněprávní ustanovení dané jurisdikce týkající se nepřímé držby.

<sup>1072</sup> Pro zodpovězení otázek *lex fori* na mezinárodní úrovni je nutno brát v úvahu Haagskou úmluvu z 30. června 2005 o dohodách o určení příslušné jurisdikce, na úrovni pak EU nařízení Brusel I (nařízení č. 44/2001 o příslušnosti a uznávání a výkonu soudních rozhodnutí v občanských a obchodních věcech, Úř. věst. L 12, 16.1.2001, s. 1 an. zvláštní vydání v českém jazyce: kapitola 19, svazek 04, s. 42 an.) a mimo jeho působnost příslušné předpisy národních právních řádů. Co se týče použití nařízení Brusel I na otázky přeshraničních transakcí s nepřímo drženými cennými papíry v rámci EU, dovozují Burke a

Standardní mezinárodní transakce s nepřímo drženými cennými papíry realizovaná prostřednictvím tržních infrastruktur bude implikovat určení několika rozhodných právních řádů, a to ohledně následujících aspektů: (i) práv k nepřímo drženým cenným papírům (*PRIMA/PRACA/lex cartae sitae*), (ii) práv z nepřímo držených cenných papírů<sup>1073</sup> (zpravidla *lex societatis* daného emitenta<sup>1074</sup>), včetně emisních podmínek, dále (iii) práv vyplývajících ze smluvního vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem (*lex contractus* či právní řád sídla prostředníka),<sup>1075</sup> (iv) práv vyplývajících z veřejnoprávního režimu prostředníka

---

Ostrovskij, že „*současné právo není schopno poskytnout řešení otázky určení příslušné jurisdikce, a to i v případě relativně jednoduché transakce*“ (Burke J.A.J., Ostrovskij, A.: The intermediated securities system: Brussels I Breakdown, The European Legal Forum – Forum iuris communis Europae, 5-2007, str. I-204 an.).

<sup>1073</sup> Práva spojená s nepřímo drženými cennými papíry, tj. práva na výnos z cenného papíru a eventuálně právo účasti na řízení společnosti zahrnující hlasovací práva, práva na informace o hospodářských výsledcích společnosti atd., jsou práva, jež jsou nerozlučně spjata se statutem společnosti.

<sup>1074</sup> Určení rozhodného právního řádu na práva spojená s cennými papíry se řídí právním řádem, jímž podléhá daná společnost-emitent (*lex societatis*). Tímto právním řádem bude v drtivé většině případů právní řád státu, kde má osoba emitenta své skutečné či registrované sídlo. Tento právní řád, společně se stanovami a podmínkami emise, budou určovat, co společník vůči společnosti smí či nesmí, způsob, jakým může vykonávat svá práva vůči společnosti atd.. Uplatnění *lex societatis* na práva spojená s nepřímo drženými cennými papíry je z důvodu úzkého sepětí těchto práv se samotným jádrem fungování osoby emitenta naprosto logické. Rozšíření aplikace této normy rovněž na práva k nepřímo drženým cenným papírům však již naráží na problémy a zdá se být neobhájitelným jak z hlediska teoretického, tak z hlediska praktického. Z hlediska teoretického, jsou práva k nepřímo drženým cenným papírům součástí práv věcných práv *sui generis*, jež mají nicméně s právy věcnými mnoho společného. Naproti tomu práva spojená s nepřímo drženými cennými papíry vyplývají z odvětví práva společnosti (korporátního práva), tj. v širší souvislosti z práva obchodního, a charakterem se jedná téměř výlučně o práva závazková. Z hlediska praktického působí aplikace *lex societatis* na práva k nepřímo drženým cenným papírům problémy v souvislosti držbou portfolií cenných papírů, tj. účtů, na kterých jsou ve prospěch konečných majitelů evidovány cenné papíry různých emitentů. Při použití *lex societatis* by jak prostředník, tak konečný majitel museli vykonávat svá práva k nepřímo drženým cenným papírům tolika odlišnými způsoby, kolik typů cenných papírů různých emitentů by na majitelově účtu bylo evidováno. To by na oba účastníky uvalovalo často neúměrné břemeno povinností ohledně zjištění rozsahu a možného způsobu výkonu práv spojených s cennými papíry a působilo značnou právní nejistotu.

<sup>1075</sup> Ať se právní vztah mezi majitelem účtu cenných papírů a prostředníkem odvíjí se od smlouvy o vedení účtu bude řídit právním řádem, jež si tyto strany mezi sebou zvolili, či v případě absence výslovné volby právního řádu, právním řádem osoby, jež poskytuje „*charakteristické plnění*“ (například čl. 4, odstavec 2 Nařízení Řím I (nařízení č. 593/2008 ze dne 17. června 2008 o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy, Úř. věstník EU, L 177, 4.7.2008, str. 6 an.) či právním řádem, jenž s danou smlouvou má nejužší pouto (například čl. 4, odstavec 5 Nařízení Řím I), bude na smlouvu o vedení účtu a práva z ní vyplývající nejčastěji použitelný právní řád státu, jímž se řídí prostředník, jenž vede pro konečného majitele předmětný účet cenných papírů. Navíc kvůli omezené použitelnosti věcného statutu pouze na otázky účinnosti dispozic s nepřímo drženými cennými papíry



(právní řád sídla pobočky či organizační složky relevantního prostředníka, je-li odlišná od hlavního sídla), (v) práv vyplývajících z dispozice s nepřímo drženými cennými papíry (*lex contractus/PRIMA/PRACA/lex cartae sitae*), a eventuelně rovněž (vi) práv a povinností vyplývajících z režimu vypořádání obchodu prostřednictvím dané tržní infrastruktury (právní řád vztahující se na systém zúčtování či vypořádání, prostřednictvím kterého byla transakce uskutečněna) a (vii) v případě insolvence některého z dotčených účastníků též práv vyplývajících z insolvence prostředníka či majitele účtu (*lex concursus*).<sup>1076</sup>

Z perspektivy teoretické představuje jednu z hlavních potíží kolizní problematiky cenných papírů otázka přechodu z tradičních kolizních norem týkajících se přímé držby listinných cenných papírů vázaných na lokalizaci listin v místě, kde byly tyto listiny uschovány, na nové kolizní normy vhodné pro nepřímou držbu dematerializovaných cenných papírů. Posléze uvedené kolizní normy jsou naproti tomu vázány na lokalizaci příslušného účtu cenných papírů, kde jsou tyto cenné papíry elektronicky evidovány a který je sám o sobě součástí smluvní vztahu mezi majitelem příslušného účtu a prostředníkem vedoucí tento účet.<sup>1077</sup>

---

vůči třetím stranám je nutno použít na oblast práv a povinností vyplývajících ze smlouvy o vedení účtu cenných papírů statut obligační. V důsledku toho se práva vyplývající ze smlouvy o vedení účtu mohou řídit jiným právním řádem, než práva k cenným papírům vedeným na účtu, neboť hraniční určovatel pro obligační statut se liší od hraničního určovatele pro věcný statut. Tím, z důvodu možného nesouladu právních norem vyplývajících z dvou různých právních řádů, vzniká riziko nesouladu mezi pravidly týkající se práv ze smlouvy o vedení účtu a práv k nepřímo drženým cenným papírům. Na jednu běžnou ekonomickou operaci s nepřímo drženými cennými papíry, tak bude v řadě případů nutno použít více právních řádů a mezi těmito právními řády může často docházet k nesouladu (Vauplane, H. de, Bloch, P.: *Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de la Haye*, Mélanges AEDBF-France IV, para. 22). V zájmu právní jistoty by proto bylo žádoucí, kdyby bylo dosaženo konvergence právního řádu použitelného na práva vyplývající ze smlouvy o vedení účtu cenných papírů a práva k cenným papírům vedeným na tomto účtu. O dosažení tohoto cíle se snaží moderní kolizní normy PRIMA a PRACA (Bernasconiho zpráva, op. cit. pozn. č. 4, str. 3).

<sup>1076</sup> *Lex concursus* je neutrální a aplikuje se bez ohledu na osobu a bez ohledu na účinky, jež může mít insolvence takové osoby na fungování finančního systému. Řešení dopadů insolvence u osob, jejichž neschopnost splácet své závazky by mohla ohrozit finanční systém, jako jsou například určití prostředníci či osoby provozující systém zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry, jež jsou v některých právních rádech rovněž právními vlastníky nepřímo držených cenných papírů, je řešena v hmotněprávních ustanoveních jednotlivých právních řádů.

<sup>1077</sup> Podrobněji k právní podstatě účtu cenných papírů Vondráček, O.: op. cit. pozn. č. 8, str. 168 an.

Kolizní problematika přímé držby listinných cenných papírů spočívala na několika jednoduchých paradigmatech: listinný cenný papír byl zpravidla považován za hmotnou movitou věc. Díky tomu byl listinný cenný papír v kolizní oblasti podřízen obecnému věcnému statusu, podle kterého hraničním určovatelem každé věci bylo místo, kde se tato věc nachází; jelikož listinný cenný papír bylo snadné prostorově lokalizovat, nečinilo určení místa lokalizace listinných cenných papírů, a v důsledku toho ani rozhodného práva téměř žádné potíže. Určení rozhodného právního řádu na základě věcného statutu poskytovalo dotčeným účastníkům značnou právní jistotu, jak ohledně určení rozhodného práva pro dispozice s přímo drženými cennými papíry, tak pro eventuelní výkon práv k přímo drženým cenným papírům, neboť ten bylo snadné provést v jurisdikci, kde se tyto cenné papíry fyzicky nacházely.<sup>1078</sup> Jestliže v rámci přímé držby dominoval kolizní problematice více méně pouze jeden a jediný element, tj. listinné cenné papíry a otázka jejich fyzické lokalizace, v rámci držby nepřímé nemají nepřímo držené cenné papíry stejné výsadní postavení, neboť kolizní aspekty jsou rozptýleny do různých vzájemně se překrývajících ohnisek.

Na rozdíl od přímé držby se kolizní problematika nepřímé držby odehrává v rámci trianglu tvořeného, za prvé, osobami (majitel účtu v roli převodce či nabyvatele a prostředník vedoucí účet cenných papírů), za druhé, právními úkony činěnými těmito osobami (obvykle smlouva o převodu práv k nepřímo drženým cenným papírům či úkony vedoucí ke zřízení zajištění k těmto cenným papírům, včetně smlouvy o vedení účtu cenných papírů), a za třetí, a předmětem těchto právních úkonů (nepřímo drženými cennými papíry).

Z těchto zásadních odlišností mezi kolizními aspekty přímé a nepřímé držby vyplývá pro účastníky přeshraničních transakcí s nepřímo drženými cennými

<sup>1078</sup>

Místem lokalizace listinných cenných papírů na jméno pro účely určení rozhodného právního řádu není podle řady právních řádů nutně místo, kde se tento cenný papír fyzicky nachází, nýbrž místo, kde se nachází seznam akcionářů či držitelů dluhopisů, což je zpravidla právní řád, jímž se řídí osoba emitenta těchto cenných papírů (platí zejména pro ty právní řády, jako je například právní řád anglický či francouzský, kde jsou údaje v seznamu akcionářů či držitelů dluhopisů rozhodující pro určení toho, kdo je akcionářem či držitelem dluhopisu).

papíry značné riziko, že rozhodný právní řád pro dispozice v rámci nepřímé držby při použití kolizních norem vztahujících se na přímou držbu nepůjde určit vůbec či bude určen nesprávně. Bude-li nesprávně určen právní řád, jehož pravidly se má daná transakce řídit, bude takové pochybení zpravidla vést k vadnosti a zmaření celé transakce. Pokud k takové situaci dojde, způsobí to ztráty úměrné nejen hodnotě celé dané transakce, ale rovněž vedlejší ztráty vzniklé z transakcí souvisejících. Nesplnění závazků vůči vzájemně provázaným institucím má potenciál vyvolat systémové riziko pro finanční systém.<sup>1079</sup> V reakci na tato rizika byla na počátku tohoto století sepsána Haagská úmluva o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených přes prostředníka. Do této Úmluvy byla vtělena nová kolizní norma s cílem eliminovat problémy vyplývající z nepoužitelnosti kolizních norem přímé držby na nepřímo držbu.<sup>1080</sup>

## **Díl první – Funkční přístup: Haagská úmluva**

Tradiční kolizní norma pro určení účinnosti převodu práv k přímo drženým listinným cenným papírům či pro zřízení zajištění, jehož předmětem tyto cenné papíry byly, se označovala jako *lex rei sitae* či *lex cartae sitae*. Podle této normy byla účinnost převodu či zřízení zajištění určována podle místa, kde se tyto přímo držené listinné cenné papíry fyzicky nacházely: v případě cenných papírů na majitele to byl právní řád platný v místě, kde se cenný papír nacházel, buď v okamžiku převodu či v okamžiku, kdy zástavní věřitel získal držbu listinných cenných papírů; v případě cenných papírů na jméno představoval rozhodný právní řád buď právní řád místa, kde měl sídlo emitent těchto cenných papírů, či právní

---

<sup>1079</sup> Nejasnosti ohledně určení rozhodného právního řádu mají za následek zvýšené transakční náklady: „*nejistota ohledně přístupu k určení rozhodného práva může vest k významným nákladům pro účastníky trhu, včetně dlužníků poskytujících zajištění, neboť náklady spojené se zjišťováním podmínek pro zřízení platného a vymahatelného zajištění budou pravděpodobně poskytovateli úvěrů zahrnuty do ceny těchto úvěrů*“ (Komentář k Haagské úmluvě, str. 16).

<sup>1080</sup> Zřejmým prostředkem, jak snížit uvedené právní a systemické riziko, je ustanovit jasná, spolehlivá a uživatelům přístupná pravidla, která poskytují konzistentní a předvídatelné výsledky pro určité faktické situace (Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů, Další doplněná rada Ministerstvu financí Jejího Veličenstva, op. cit. pozn.č. 209, str. 5).

řád místa, kde se nacházel seznam akcionářů či držitelů dluhopisů nebo zmocněnec, který tento seznam vedl, a to v okamžiku, kdy byl učiněn příslušný dispoziční úkon.<sup>1081</sup> Ovšem jak aplikovat tuto mechaniku na nepřímou držbu cenných papírů, kde cenné papíry jsou nehmotné, prostorově nelokalizovatelné a obtížně kvalifikovatelné jako hmotné movité věci? Jak použít věcný statut na předmět, jenž není věcí ani právně, ani reálně a nelze ho jednoznačně prostorově umístit?

Elektronizace cenných papírů, jež transformovala listinný cenný papír do formy elektronického záznamu na účtu cenných papírů, který je vnímatelný prostřednictvím počítačové obrazovky na jakémkoli místě na světě, znemožnila lokalizaci takového nepřímo drženého cenného papíru. K tomuto problému se navíc v případě přeshraničních transakcí s nepřímo drženými cennými papíry přidávají potíže vyplývající z odlišného hmotněprávního pojetí některých prvků nepřímé držby. Jestliže neshody v hmotněprávní kvalifikaci různých elementů nepřímé držby lze očekávat mezi právními řády *common law* na jedné straně<sup>1082</sup> a právními řády kontinentálními na straně druhé,<sup>1083</sup> nesrovnalosti se objevují i uvnitř jak mezi právními řády rodiny *common law*, tak mezi právními řády

<sup>1081</sup> Bernasconiho zpráva, op. cit. pozn.č. 4, str. 3 a 4.

<sup>1082</sup> Co se týče kvalifikace účtu cenných papírů, na nichž jsou nepřímo držené cenné papíry zapsány, považují právní řády *common law* tento účet za čistě smluvní vztah, který, včetně cenných papírů na něm zapsaných, nelze objektivně lokalizovat. „Účet nemá místo, kde se nachází. Tečka. Tento fakt nelze nijak obejít. Účet je abstraktní právní vztah mezi dvěma osobami. Abstraktní právní vztahy nemají místa, kde se nacházejí.“ (Rogers, S.J.: op. cit. pozn.č. 89, str. 26) Těžiště kolizní problematiky týkající se operací s nepřímo drženými cennými papíry se proto v právních řádech *common law* přesunuje od věcného statutu blíže směrem ke statutu obligačnímu a k osobnímu statutu prostředníka. Tyto právní řády tendují k asimilaci rozhodného právního řádu použitelného na dispozice s nepřímo drženými cennými papíry s rozhodným právním řádem, jímž se řídí smlouva o vedení účtu mezi majitelem účtu a prostředníkem, který tento účet vede. Hraničním určovatelem se v obou případech stává sídlo prostředníka, který vede předmětný účet cenných papírů a rozhodným právním řádem právní řád místa, kde má sídlo prostředník, jenž vede předmětný účet cenných papírů.

<sup>1083</sup> Naopak kontinentální právní řády tíhnou při kvalifikaci účtu cenných papírů v rámci kolizněprávní problematiky k podřazení tohoto účtu věcnému statutu, neboť ho považují za jakési místo, kde se nachází soubor cenných papírů, které bývaly považovány za věci v právním smyslu. Toto zvěcnělé pojetí účtu cenných papírů umožňuje objektivní lokalizaci účtu do jurisdikce, kde se tento účet nachází a ukotvuje tak práva k nepřímo drženým cenným papírům k právnímu řádu státu, jímž se řídí tento účet. V důsledku toho bude pro otázku účinnosti dispozic s nepřímo drženými cennými papíry vůči třetím osobám rozhodným právním řádem právní řád místa, kde se nachází účet cenných papírů.

založenými na římskoprávní tradici.<sup>1084</sup> Jelikož přístupy různých právních řádů k určení rozhodného práva pro dispozice s nepřímo drženými cennými papíry postrádaly koherenci, stala se naléhavou potřeba vytvoření kolizní normy, která by tyto přístupy sjednotila a poskytla praxi spolehlivé vodítko pro určení rozhodného právního řádu pro dispozice s nepřímo drženými cennými papíry.<sup>1085</sup>

Nalezení univerzální kolizní normy, jež by byla použitelná pro nehmotné cenné papíry, které nelze prostorově lokalizovat, se stalo hlavním smyslem přípravy Haagské úmluvy o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených přes prostředníka (dále jen „Haagská úmluva“ či „Úmluva“). Haagská úmluva je plodem Haagské konference mezinárodního práva soukromého.<sup>1086</sup> Úmluva byla podepsána na zasedání konference ve dnech 2. - 13. prosince 2002;<sup>1087</sup> nese datum 5. července 2006, kdy k jejímu textu připojily podpis první dva státy, Spojené státy americké a Švýcarsko. Haagská úmluva o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených skrz prostředníka je doposud jediným mezinárodním aktem upravujícím kolizní normy v oblasti cenných papírů.<sup>1088</sup> Úmluva nicméně

---

<sup>1084</sup> Summary Report of Restricted Study Group for the Preparation of Harmonised Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries, UNIDROIT, Study LXXVIII - Doc. 5, říjen 2002, str. 3.

<sup>1085</sup> Skutečnost, že produktem použití těchto různých hraničních určovatelů mohou být odlišné rozhodné právní řády nijak nepřispívá k právní jistotě účastníků přeshraničních transakcí zahrnujících jak jurisdikce *common law*, tak jurisdikce kontinentální.

<sup>1086</sup> Haagská konference mezinárodního práva soukromého funguje nepřetržitě od roku 1893. Z hlediska mezinárodního práva se jedná o stálou mezivládní organizaci (na základě jejího statutu, jenž se stal účinným dne 15. července 1955). V současné době sdružuje 69 států / mezinárodních organizací (viz seznam členů Haagské konference přístupném na na: [http://www.hcch.net/index\\_fr.php?act=states.listing](http://www.hcch.net/index_fr.php?act=states.listing)). Cílem Haagské konference je „pracovat na postupném sjednocení norem mezinárodního práva soukromého“ (čl. 1 Statutu Haagské konference přístupném na [http://www.hcch.net/index\\_fr.php?act=conventions.text&cid=29&zoek=Statut](http://www.hcch.net/index_fr.php?act=conventions.text&cid=29&zoek=Statut)). Česká republika je členem Haagské konference od 28. ledna 1993 jako nástupce České a Slovenské Federativní Republiky, která ještě jako Československá socialistická republika přistoupila ke Statutu Haagské konference dne 29. května 1968.

<sup>1087</sup> Konečné znění textu návrhu bylo přijato na 19. diplomatickém zasedání Haagské konference konaném 2. - 13. prosince 2002 (Závěrečný akt 19. diplomatického zasedání Haagské konference byl podepsán 52 členskými státy konference a jedním státem se statutem pozorovatele).

<sup>1088</sup> Návrh úmluvy byl zpracován v rámci zvláštní zrychlené procedury (tzv. fast-track procedure). Na rozdíl od standardního postupu, v rámci jsou úmluvy zpracovávány v rámci zvláštních komisí a poté přijímány plenárním diplomatickým zasedáním Haagské

doposud nevstoupila v účinnost, neboť dle jejího článku 19, odst. 1 je k jejímu vstupu v účinnost třeba ratifikace alespoň tří států, včetně mezinárodních organizací, k čemuž prozatím nedošlo.<sup>1089</sup> Haagská úmluva byla bohužel doposud ratifikována<sup>1090</sup> pouze dvěma státy jmenovitě Švýcarskem<sup>1091</sup> a Mauriciem.<sup>1092</sup> Přes tento formální nedostatek zůstává v současnosti Haagská úmluva jediným mezinárodněprávním aktem upravujícím kolizní otázky nepřímé držby cenných papírů a obsahující novou kolizní normu pro dispozice s těmito cennými papíry, tzv. haagskou PRIMu.<sup>1093</sup>

### **Oddíl 1 – Haagská PRIMA**

Termín PRIMA je zkratkou anglického výrazu „*Place of the Relevant Intermediary Approach*“ - doslova „*přístup místa příslušného prostředníka*.“ Tento „*přístup*“ však není ničím jiným než kolizní normou. Tato kolizní norma určuje, který právní řád se použije v případě dispozic s „právy k“ cenným papírům evidovaným na účtu s mezinárodním prvkem. Tato nová kolizní norma

---

konference, přičemž jak zvláštní komise, tak plenární zasedání se konají jednou za čtyři roky, zrychlená procedura uplatněná v případě úmluvy o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených přes prostředníka umožnila zpracování konečného návrhu znění úmluvy během rekordní doby dvou let a osmi měsíců (květen 2000 – prosinec 2002).

<sup>1089</sup> Kromě Švýcarska a Spojených států amerických podepsala úmluvu dne 28. dubna 2008 ještě Mauricijská republika, jež ovšem nepatří mezi členy Haagské konference.

<sup>1090</sup> Více informací ohledně statusu ratifikace Haagské úmluvy na [http://hcch.e-vision.nl/index\\_en.php?act=conventions.status&cid=72](http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.status&cid=72).

<sup>1091</sup> Švýcarsko ratifikovalo Haagskou úmluvu společně s přijetím zákona o nepřímo držených cenných papírech. Jak Úmluva, tak zákon vstoupily ve Švýcarsku v účinnost 1. ledna 2010.

<sup>1092</sup> Mauricius podepsal Haagskou úmluvu 28. května 2008 a k ratifikaci z jeho strany došlo 15. října 2009.

<sup>1093</sup> Podnětem k sepsání Haagské úmluvy byl společný návrh Austrálie, Velké Británie a Spojených států amerických předložený během zasedání Zvláštní komise všeobecných záležitostí a politické orientace konané ve dnech 8. až 12. května 2000 (Komentář k Haagské úmluvě, str. 3, odst. 1). Tento návrh vyústil v doporučení této Zvláštní komise, aby se Konference přednostně zabývala „*otázkami kolizních norem použitelných na zajištění, jehož předmětem jsou cenné papíry držené přes prostředníka a aby bez čekání na diplomatickou konferenci byla za tímto účelem ustavena expertní skupina otevřená všem členským státům, odborníkům a sdružením, jež se na danou oblast specializují s cílem prozkoumat ve spolupráci s dalšími mezinárodními organizacemi jako jsou UNCITRAL a UNIDROIT a soukromým sektorem možnost zpracování nového aktu v dané oblasti*.“ (Závěry Zvláštní komise všeobecných záležitostí a politické orientace Konference z května 2000, předběžný dokument č. 10, červen 2000, pro účely 19. zasedání (Conclusions de la Commission spéciale de mai 2000 sur les affaires générales et la politique de la Conférence, document préliminaire n°10, juin 2000, à l'intention de la 19ème session), str. 27 (dostupný na [http://hcch.e-vision.nl/index\\_fr.php?act=progress.listing&cat=5](http://hcch.e-vision.nl/index_fr.php?act=progress.listing&cat=5)).

PRIMA vymezuje nový hraniční určovatel, který zcela abstrahuje od lokalizace nepřímo drženého cenného papíru jako prostorově umístěného předmětu a váže rozhodné právo ohledně dispozic s nepřímo drženými cennými papíry na jiný element.<sup>1094</sup> tímto hraničním určovatelem je principiálně místo sídla příslušného prostředníka, který vede účet cenných papírů pro konečného majitele.

Hlavní myšlenkou hraničního určovatele kolizní normy PRIMA je odklon od věcného přístupu a navázání hraničního určovatele na osobu prostředníka. Navázanost rozhodného práva na osobu prostředníka je jedním z důsledků fenoménů elektronizace a internacionalizace, jež silně ovlivňují vývoj trhů s cennými papíry zejména v posledních dvou dekadách. Kolizní norma PRIMA se snaží postihnout právě ty změny, jež v optice práva k cenným papírům způsobily tyto dva fenomény.<sup>1095</sup>

Kolizní norma PRIMA našla své první uplatnění především v již zmíněné v Haagské úmluvě, byť rovněž v modifikované podobě. Národní právní řády, které tuto kolizní normu přijaly za rovněž svou, si ji v řadě případů v určitých aspektech upravily. PRIMA se proto vyskytuje v různých mutacích.

---

<sup>1094</sup> Fenomén internacionalizace transformoval tradiční fyzickou úschovu cenných papírů ve správu portfolií cenných papírů pocházející od emitentů z různých jurisdikcí.

<sup>1095</sup> Při vytváření definice nové kolizní normy PRIMA bylo odmítnutí přístupu založeném na lokalizaci jednotlivých cenných papírů jednomyslné. Rovněž bylo dosaženo shody ohledně nahrazení kolizní normy *lex cartae sitae* normou PRIMA. Rozpory ovšem přinesl způsob určení hraničního určovatele „*místa, kde se nachází příslušný prostředník*“: má být založen na subjektivním přístupu, tj. na předpokladu, že ponechá-li se výběr rozhodného právního řádu zcela na vůli konečného majitele a jeho přímého prostředníka, zvolí tyto strany v drtivé většině případů, právní řád, jimž se řídí prostředník, či na přístupu objektivním (tzv. „*průhledný přístup*“ - v ang. „*look-through approach*“), kdy rozhodný právní řád se bude řídit podle lokalizace účtu, kde se cenné papíry nacházejí, neboť tímto právním řádem se rovněž bude řídit prostředník, který takový účet vede. Tento rozdíl v přístupu ke kolizním otázkám reflektuje odlišnosti v hmotněprávních konceptech, neboť „*v jurisdikci, která definuje věcná práva majitele účtu jako soubor práv vůči jeho prostředníkovi, se jeví docela přirozené zaujmout přístup k řešení kolizních otázek, podle kterých je rozhodný právní řád určen na základě faktorů vyplývajících pouze z ujednání mezi prostředníkem a majitelem účtu. Naproti tomu v jurisdikci, jehož hmotněprávní normy popisují právo majitele účtu jako přímé vlastnické právo k dotčeným cenným papírům je mnohem praktičtější zvolit přístup v rámci, kterého hraniční určovatel bude určen na základě lokalizace cenných papírů vedených na účtu.*“ (Rogers, S.J.: op. cit. pozn. č. 89, str. 19 a 25).

Podle haagské PRIMy je rozhodným právním řádem pro oblast „věcných“ práv k nepřímo drženým cenným papírům, právní řád státu, jenž si konečný majitel a jeho přímý prostředník zvolí ve smlouvě o vedení účtu nepřímo držených cenných papírů za podmínky, že přímý prostředník má v takovém státě kvalifikovanou provozovnu.<sup>1096</sup> Jinými slovy, rozhodným právním řádem pro věcné aspekty dispozic s nepřímo drženými cennými papíry je *lex contractus*, jimiž se řídí vztah mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem, pokud je splněn tzv. „test reality.“<sup>1097</sup>

Určení právního řádu na základě vůle stran vyplývá z premisy, že, pokud není možné lokalizovat ani nepřímo držený cenný papír, ani účet cenných papírů, jediným možným elementem v rámci nepřímé držby, který lokalizovat lze, je právní vztah mezi konečným majitelem účtu cenných papírů a jeho přímým prostředníkem. Určení právního řádu pomocí lokalizace právního vztahu mezi majitelem a jeho přímým prostředníkem logicky implikuje možnost těchto stran zvolit si rozhodný právní řád na základě dohody. *Cum grano salis* lze předpokládat, že takto zvoleným právním řádem bude ve většině případů právní řád přímého prostředníka.<sup>1098</sup>

Samozřejmě, nelze vyloučit, že při ponechání určení rozhodného právního řádu pouze na vůli majitele účtu a jeho přímého prostředníka, se tyto strany nepokusí

---

<sup>1096</sup> Podle prvního odstavce článku 4 Úmluvy „právní řád, použitelný na všechny aspekty uvedené v článku 2 (1), je platný právní řád státu výslovně sjednaný ve smlouvě o vedení účtu jako právní řád rozhodný pro smlouvu o vedení účtu nebo jiný právní řád, pokud smlouva o vedení účtu výslovně určuje, že se na uvedené aspekty použije tento jiný právní řád (*lex causae*). Rozhodný právní řád, určený v souladu s tímto ustanovením se použije, pouze pokud příslušný prostředník má v okamžiku uzavření smlouvy provozovnu v tomto státě („kvalifikovaná provozovna“), která (a) samostatně nebo společně s jinými provozovnami příslušného prostředníka nebo s jinými osobami jednajícími za příslušníky v tomto nebo jiném státě – (i) činí nebo zaznamenává pohyby na účtech cenných papírů; (ii) provádí platby nebo úkony společnosti týkající se cenných papírů držených přes prostředníky; nebo (iii) se jinak podílí na činnosti nebo jiné pravidelné činnosti správy účtu cenných papírů; nebo (b) je označena číslem účtu, bankovním kódem nebo jinými zvláštními identifikačními prostředky, které umísťují správu účtu cenných papírů do tohoto státu“ („test reality“).

<sup>1097</sup> Rogers, S.J.: op. cit. pozn.č. 89, str. 3.

<sup>1098</sup> Tento právní řád bude nejvhodnější, neboť jednak umožní standardizaci smluv a jednak v tomto právním řádu bude relativně nejúčinnější realizovat práva k nepřímo drženým cenným papírům či práva vyplývající z dispozic k těmto cenným papírům.



zvolit právní řád státu, který s jejich vztahem nemá žádnou spojitost, a to obvykle za účelem obejití určitých kogentních pravidel, které by se použily v rámci aplikace rozhodného právního řádu určeného podle objektivních kritérií. Aby tomuto nežádoucímu účinku bylo zamezeno, byla do kolizního ustanovení haagské PRIMy vetkána v podobě tzv. „testu reality“ určitá objektivní kritéria, jež mají zabránit úplnému odloučení zvoleného právního řádu od prostředí, v němž se právní vztah majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem odehrává.<sup>1099</sup> Rozhodný právní řád zvolený ve smlouvě mezi těmito stranami se proto použije pouze v případě, že příslušný prostředník má v okamžiku uzavření smlouvy provozovnu ve státě, jež strany smluvně určily.<sup>1100</sup> „Provozovnou“ se rozumí v souvislosti s prostředníkem místo podnikání, kde jsou vykonávány jakékoli činnosti prostředníka s vyloučením místa podnikání, které má být pouze dočasným, a místa podnikání jakékoli jiné osoby než prostředníka.<sup>1101</sup>

K platnosti volby rozhodného právního řádu ovšem existence takovéto provozovny v daném státě, jehož právní řád si konečný majitel a jeho přímý prostředník zvolili, nestačí. Takováto provozovna musí krom toho „(a)

---

<sup>1099</sup> Test reality se ve své podstatě nesnaží o nic jiného než o nasměrování vůle konečného majitele a jeho přímého prostředníka ohledně určení rozhodného právního řádu k nepřímo držným cenným papírům k právnímu řádu, jímž se řídí prostředník vedoucí účty nepřímo držných cenných papírů.

<sup>1100</sup> V důsledku tohoto odlišného přístupu byla determinace hraničního určovatele „místa příslušného prostředníka“ rozdělena do dvou fází: v první fázi – založené na subjektivním principu - je zkoumáno, zda rozhodný právní řád není určen ve smlouvě o vedení účtu cenných papírů, a v případě, že ano, je ve druhé fázi – založené na objektivním principu - přistoupeno k verifikaci, zda se ve státě, jehož právní řád byl určen jako rozhodný, nachází provozovna, jež vykonává činnost vedení účtů cenných papírů či je označena identifikačním číslem, jež situuje tuto provozovnu do takového státu. Nicméně význam objektivního principu je silně omezen, neboť použití některých objektivních kritérií pro lokalizaci místa, kde příslušný prostředník vykonává svou činnost, jako například místo inkorporace emitenta nebo místo, kde se nacházejí „podkladové“ listinné cenné papíry, je výslovně zakázáno (Rogers, S.J.: op. cit. pozn.č. 89, str. 41).

<sup>1101</sup> Tzv. „černá listina“ pro účely odstavce 1, písm. (a) Haagské úmluvy uvádí skutečnosti, kdy se provozovna nepodílí na činnosti nebo jiné soustavné činnosti správy účtů cenných papírů, tj. „(a) pouze z důvodu, že je místem, kde se nachází technologie umožňující zaznamenávání nebo zpracovávání údajů týkajících se účtů cenných papírů; (b) pouze z důvodu, že je místem, kde se nacházejí nebo kde jsou provozovány telefonické ústředny komunikující s vlastníky účtů; (c) pouze z důvodu, že je místem, odkud je odesílána a kde je přijímána pošta týkající se účtů cenných papírů, nebo kde se nacházejí soubory nebo archivy; nebo (d) pokud má pouze formální nebo administrativní funkce odlišné od těch, jež se vztahují na otvírání a práva účtů cenných papírů, a nemá pravomoc činit jakákoli závazná rozhodnutí směřující k uzavření jakýchkoli smluv o vedení účtu.“

*samostatně nebo společně s jinými provozovny příslušného prostředníka nebo s jinými osobami jednajícími za příslušníky v tomto nebo jiném státě – (i) činit nebo zaznamenávat pohyby na účtech cenných papírů, provádí platby nebo úkony společnosti týkající se cenných papírů držených přes prostředníky, nebo (ii) podílet se jinak na činnosti nebo jiné pravidelné činnosti správy účtu cenných papírů; nebo (b) být označena číslem účtu, bankovním kódem nebo jinými zvláštními identifikačními prostředky, které umisťují správu účtu cenných papírů do tohoto státu.*“, tzn. být tzv. „kvalifikovanou provozovnou.“<sup>1102</sup> Kvalifikovanou provozovnou však nemusí být nutně provozovna, prostřednictvím které byla smlouva o vedení účtu nepřímo držených cenných papírů mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem uzavřena. Tato kvalifikovaná provozovna ani nemusí mít přístup k účtu cenných papírů majitele účtu řídicího se uvedenou smlouvou o vedení účtu. Postačí, když bude pravidelně vykonávat činnost správy cenných papírů ve výše uvedeném smyslu, i když se taková správa bude týkat účtů jiných osob.<sup>1103</sup> Není-li možné určit právní řád podle základního pravidla haagské PRIMy, použijí se pravidla subsidiární.<sup>1104</sup>

<sup>1102</sup> Čl. 4, odst. 1 Haagské úmluvy.

<sup>1103</sup> Komentář k Haagské úmluvě, str. 73.

<sup>1104</sup> První podpůrné pravidlo se snaží dovodit určení rozhodného právního řádu na základě označení provozovny, prostřednictvím které byla smlouva o vedení účtu uzavřena. Článek 5, odstavec 1 Haagské úmluvy proto stanoví, že „*pokud není použitelný právní řád určen podle článku 4, ale v písemné smlouvě o vedení účtu, je výslovně a jednoznačně stanoveno, že příslušný prostředník uzavřel tuto smlouvu prostřednictvím určité provozovny, právní řád, který se použije na všechny otázky uvedené v článku 2 odstavci 1, je právní řád státu [...], kde se tato provozovna nachází za předpokladu, že tato provozovna splňuje podmínku uvedenou v druhé větě článku 4 odstavce 1.*“ Druhé a třetí subsidiární pravidlo se naopak snaží poskytnout pomoc v případě nemožnosti určení příslušné provozovny, a to nejdříve pomocí odkazu na právní řád státu, podle kterého je příslušný prostředník inkorporován, tj. zapsán v příslušném obchodním nebo obdobném rejstříku, a poté – není-li možné místo inkorporace určit – , pomocí odkazu na místo skutečného výkonu své hlavní činnosti. „*Pokud není použitelný právní řád určený v souladu s odstavcem 1, je rozhodným právním řádem platný právní řád státu, [...], podle kterého je příslušný prostředník inkorporován nebo jinak ustaven v okamžiku, kdy je uzavřena písemná smlouva o vedení účtu, nebo pokud taková smlouva neexistuje, v okamžiku, kdy byl účet cenných papírů založen; [...]*“ (čl. 5, odst. 2 Haagské úmluvy). „*Pokud není použitelný právní řád určený v souladu s odstavcem 1 nebo 2, rozhodným právním řádem je právní řád platný ve státě [...], ve kterém příslušný prostředník má místo podnikání, nebo, pokud příslušný prostředník má více než jedno místo podnikání, jeho hlavní místo podnikání v okamžiku, kdy byla uzavřena smlouva o vedení účtu nebo, pokud neexistuje taková smlouva, v okamžiku, kdy byl účet cenných papírů zřízen*“ (čl. 5, odst. 3 Haagské úmluvy). Krom toho, podobně jako u provozovny jsou tato pravidla doplněna „černou listinou“ hraničních určovateli, které

Haagská PRIMA určuje rozhodný právní řád pro „*právní povahu a účinky práv vůči prostředníkovi a třetím stranám vyplývajících z připsání cenných papírů na účet cenných papírů*“,<sup>1105</sup> tedy práva k nepřímo drženým cenným papírům. Haagská PRIMA se naopak nevztahuje na přímo držené cenné papíry, tj. listinné cenné papíry držené fyzicky.<sup>1106</sup> Působnost haagské PRIMy se vztahuje principiálně na věcné aspekty nepřímé držby, a to jak na statické, tak na dynamické.<sup>1107</sup> Vzhledem k různosti kvalifikací práv k nepřímo drženým cenným papírům Úmluva stanoví, že „*právní řád [...] týkající se dispozice nebo práv k cenným papírům drženým přes prostředníka, [se použije] i když práva vyplývající z připsání těchto cenných papírů na účet [...] jsou smluvní povahy*“,<sup>1108</sup> tzn. že pravidla Úmluvy se použijí i v případě, že některý právní řád označuje určité aspekty považované Úmluvou za „věcněprávní“ za „závazkověprávní“. <sup>1109</sup> Nicméně mimo působnost výslovně uvedených oblastí, které Haagská úmluva považuje za „věcné“, jež jsou výlučnou doménou haagské PRIMy, se tato kolizní norma nevztahuje na „*práva a povinnosti vyplývající*

---

nesmí být brány v úvahu (čl. 6 Haagské úmluvy: Při určení použitelného práva podle této Úmluvy, nesmí být brány v úvahu následující hraniční určovatele: (a) místo, kde je emitent cenných papírů inkorporován nebo jinak přítomen nebo má své zákonné nebo registrované sídlo, ústřední správu, místo nebo hlavní místo podnikání; (b) místa, kde se nacházejí listiny představující nebo osvědčující existenci cenných papírů; (c) místo, kde se nachází seznam vlastníků cenných papírů vedený emitentem nebo jeho jménem; nebo (d) místo, kde se nachází kterýkoli prostředník odlišný od příslušného prostředníka).

<sup>1105</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. a) Haagské úmluvy.

<sup>1106</sup> Komentář k Haagské úmluvě, str. 48.

<sup>1107</sup> Tamtéž.

<sup>1108</sup> Čl. 2, odst. 2 Haagské úmluvy.

<sup>1109</sup> V tomto ohledu Haagská úmluva výslovně umožňuje majiteli účtu a jeho přímému prostředníkovi, aby ve smlouvě o vedení účtu vymezili, že „věcné“ aspekty pokryté PRIMou se budou řídit právem státu A, kdežto ostatní záležitosti vyplývající ze smlouvy o vedení účtu se budou řídit právem státu B (čl. 4, odst. 1 Haagské úmluvy). Haagská PRIMA také nepokrývá „*smluvní nebo jiná osobní práva a povinnosti stran týkající se dispozice s cennými papíry drženými přes prostředníky*“ (čl. 2, odst. 3, písm. a) Haagské úmluvy), jako jsou například práva vyplývající ze smlouvy o převodu nepřímo držených cenných papírů mezi zcizitelem a nabyvatelem. Rovněž je mimo dosah haagské PRIMy oblast „*práv a povinností emitenta cenných papírů nebo emitentova registrátora nebo osoby provádějící převod, ať už ve vztahu k vlastníkovu cenných papírů nebo k jiným osobám*“ (čl. 2, odst. 3, písm. c) Haagské úmluvy).

*z připsání k cenným papírům na účet cenných papírů v tom rozsahu, v jakém jsou taková práva a povinnosti pouze smluvní nebo jinak osobní povahy.*<sup>1110</sup>

Vedle statických aspektů nepřímé držby se PRIMA aplikuje i na dynamické aspekty nepřímé držby. Do první skupiny dynamických aspektů patří dispozice s nepřímo drženými cennými papíry<sup>1111</sup> a jejich účinky vůči třetím osobám,<sup>1112</sup> přičemž předmětem těchto dispozic mohou být jak veškeré cenné papíry evidované na účtu či pouze některé z těchto cenných papírů.<sup>1113</sup> Akcesorickou, nicméně ekonomicky neméně důležitou oblastí, na kterou se haagská PRIMA použije, je oblast práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry, tj. právo na dividendu, výnos nebo jinou platbu, nebo na náhradní plnění, prostředky z prodeje nebo jiné úhrady.<sup>1114</sup> Dalšími otázkami, jež patří do prvního okruhu problémů, který řeší kolizní normy Haagské úmluvy, jsou otázky související se zajišťovacími dispozicemi zahrnující zejména otázky ohledně výkonu zajišťovacích práv k nepřímo drženým cenným papírům:<sup>1115</sup> například, zda příjemce zajištění si může cenné papíry, jež jsou předmětem zajištění, v rámci výkonu svých práv ponechat či je musí prodat, jakým způsobem může prodej uskutečnit atd.<sup>1116</sup>

<sup>1110</sup> Tzn. práva a povinnosti mezi majitelem účtu a prostředníkem vyplývající výlučně ze smlouvy o vedení účtu bez vlivu na cenné papíry evidované na takovém účtu, jako jsou například povinnosti vyplývající z odpovědnosti prostředníka a možnosti jejich omezení nebo způsob výkonu povinnosti prostředníka poskytovat majiteli účtu a výpisy z tohoto účtu atd. – čl. 2, odst. 3, písm. a) Haagské úmluvy Komentář k Haagské úmluvě, str. 57).

<sup>1111</sup> Dispozicí se rozumí „jakýkoli převod titulu ať už přímo nebo prostřednictvím zajištění nebo zřízení jakéhokoli zajišťovacího práva, ať už předáním či jinak“ (čl. 1, odst. 1, písm. h) Haagské úmluvy).

<sup>1112</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. b) Haagské úmluvy.

<sup>1113</sup> Čl. 1, odst. 2 Haagské úmluvy.

<sup>1114</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. g) Haagské úmluvy.

<sup>1115</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. f) Haagské úmluvy.

<sup>1116</sup> V této souvislosti je třeba dodat, že haagská PRIMA působí nejen na věcné aspekty vyplývající z dobrovolných dispozic, nýbrž i na „věcné“ aspekty vyplývající z nedobrovolných dispozic, jako je například „zákonné zajišťovací právo ve prospěch prostředníka vlastníka účtu týkající se jakéhokoli nároku vyvstávajícího v souvislosti s vedením a správou účtu cenných papírů“ (čl. 1, odst. 2, písm. c) Haagské úmluvy) (Komentář k Haagské úmluvě, str. 56).

Druhou skupinou dynamických aspektů vymezující pole působnosti haagské PRIMY je účinnost těchto dispozic vůči třetím osobám.<sup>1117</sup> Haagská PRIMA se tak vztahuje na „*náležitosti [...] potřebné k tomu, aby se dispozice s cennými papíry drženými přes prostředníky stala účinnou vůči třetím stranám.*“<sup>1118</sup> PRIMA rovněž rozhoduje o použití právního řádu na důsledky účinků dispozic, tzn. na otázku, „*zda právo osoby k cenným papírům drženými přes prostředníka zaniká nebo má přednost před právem jiné osoby*“, jinými slovy, či dispozice má přednost v případě souběžných nároků, a konsekventně, jaké jsou povinnosti prostředníka vůči osobě, jež uplatňuje takový souběžný nárok.<sup>1119</sup>

Konečně vymezení pole působnosti kolizních norem PRIMY a *lex concursus* je učiněno v článku 8 Haagské úmluvy, který – rámci otázek, na které se PRIMA podle Úmluvy aplikuje<sup>1120</sup> – delimituje oblast působnosti PRIMY časově „*na jakoukoli událost která nastala před zahájením takového insolvenčního řízení.*“<sup>1121</sup> Tato oblast je výlučnou doménou rozhodného právního řádu určeného podle PRIMY a *lex concursus* „*musí uznat veškeré právní vztahy, které se udály podle lex causae, tj. PRIMY, před zahájením insolvenčního řízení.*“<sup>1122</sup> Jestliže se na jednu stranu Haagská úmluva tímto omezením své působnosti pouze na dobu před zahájením insolvenčního řízení vyvarovává řady potenciálních

<sup>1117</sup> Tu definuje Haagská úmluva jako „*dovršení jakýchkoli kroků nutných k tomu, aby se dispozice stala účinnou vůči osobám, jež nejsou stranami této dispozice*“ (čl. 1, odst. 1, písm. i) Haagské úmluvy).

<sup>1118</sup> Podrobněji Komentář k Haagské úmluvě, str. 53.

<sup>1119</sup> Čl. 2, odst. 1, písm. e) Haagské úmluvy.

<sup>1120</sup> Čl. 2, odst. 1 Haagské úmluvy.

<sup>1121</sup> Čl. 8, odst. 1 Haagské úmluvy.

<sup>1122</sup> Vznikne-li například na základě použití PRIMY zajišťovací právo věřitele k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele se sídlem ve státě A, jež jsou evidovány na účtu cenných papírů u prostředníka ve státě B, podle právního řádu státu B, nemůže v případě insolvence konečného majitele právní řád státu A neuznat vznik takového zajištění z důvodu, že toto zajištění nebylo zřízeno v souladu s právem státu A. Nicméně, jaké budou účinky zahájení insolvenčního řízení na právní vztahy vzniklé před zahájením tohoto řízení, tj. jaké bude postavení takto zajištěného věřitele v rámci insolvenčního řízení ve státě A vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům, jež se staly součástí zajištění podle právního řádu státu B, bude naopak plně v kompetenci *lex concursus*, tj. v daném případě právního řádu státu A. Tato idea je vyjádřena v druhém odstavci článku 8, který stanoví, že „*tato Úmluva [rozuměj PRIMA] se nijak nedotýká použití jakéhokoli hmotného či procesního ustanovení, včetně ustanovení o – (a) pořadí skupin pohledávek nebo neplatnosti dispozice během ochranné lhůty nebo převodu za účelem zkrácení práv věřitelů; nebo (b) výkonu práv po zahájení insolvenčního řízení* (Komentář k Haagské úmluvě, str. 106).

komplikací,<sup>1123</sup> je na druhou stranu přednost *lex concursus* před právním řádem určeným podle PRIMy kritizována jako matoucí a nežádoucí z hlediska právní jistoty zajištěných věřitelů.<sup>1124</sup> Například pro otázky platnosti zřízení zajištění si strany v souladu s pravidlem haagské PRIMy strany předem zvolí určitý právní řád, kdežto jiné důležité otázky jako jsou otázky pořadí věřitelů či pravidla přednosti při uspokojení z výtěžku z cenných papírů, jež jsou předmětem zajištění, v rámci insolvence, budou určovány jiným právním řádem (*lex concursus*), jehož určení nebude možné pro strany zafixovat *ex ante*, a tím pádem mít právní jistotu ohledně výsledku transakce v případě insolvence poskytovatele zajištění.<sup>1125</sup>

## **Oddíl 2 – Status Haagské úmluvy a možnosti jejího přijetí Českou republikou**

Klíčovou otázkou pro jakoukoli budoucí národní úpravu kolizních norem v oblasti nepřímé držby cenných papírů je, zda se ustanovení Haagské úmluvy mají šanci stát se v dohledné době přímo použitelnými normami pro subjekty českého právního řádu.<sup>1126</sup> Haagská úmluva předvídá možnost ratifikace organizací regionální ekonomické integrace,<sup>1127</sup> jakou je například právě Evropské unie.<sup>1128</sup> a Jelikož Evropská unie je členem Haagské konference<sup>1129</sup> vedle členských států Evropské unie, vyvstala v souvislosti s otázkou, zda jsou podpis a ratifikace

---

<sup>1123</sup> Potok, R.: The Hague Securities Convention – closer and closer to a reality, (2004) 15 JBLFP 204, str. 218.

<sup>1124</sup> Prussen, Y.: op. cit pozn.č. 674, str. 1315.

<sup>1125</sup> Tento problém byl však diagnostikován relativně záhy a byl vzat v potaz při přípravě Úmluvy UNIDROIT, která se zmíněným negativním důsledkům obtížně předvídatelné ingerence ustanovení insolvenčního práva do jisté míry vyhnula.

<sup>1126</sup> Kladná odpověď na tuto otázku nutí jakoukoli budoucí úpravu, aby byla připravena tak, aby byla v souladu či alespoň nebyla v rozporu s ustanoveními Úmluvy; záporná odpověď tuto striktní kompatibilitu nepožaduje a umožňuje volnější inspiraci ustanoveními Úmluvy při vytváření budoucí národní zákonodárné úpravy oblasti nepřímé držby cenných papírů.

<sup>1127</sup> Čl. 18, odst. 1 Haagské úmluvy definuje organizaci regionální ekonomické integrace jako organizaci, „*kteřá je tvořena svrchovanými Státy, a do jejíž kompetence spadají některé záležitosti upravené touto Úmluvou.*“

<sup>1128</sup> Důvodová zpráva k Haagské úmluvě výslovně uvádí Evropská společenství jako příklad organizace regionální ekonomické integrace; srovnej odstavec 5 preambule návrhu rozhodnutí Rady týkající se podpisu Haagské úmluvy o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených skrz prostředníka (COM(2003)0783 final, str. 6).

<sup>1129</sup> Evropské společenství, resp. Evropská unie, je od 3. dubna 2007 první mezinárodní organizací, jež se stala členem Haagské konference.

Úmluvy pro členské státy EU ekonomicky a politicky žádoucí<sup>1130</sup> rovněž otázka, zda je k eventuelnímu podpisu a ratifikaci kompetentní pouze Unie – vzhledem k tomu, že unijní právo prostřednictvím směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování), směrnice o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí a směrnice o finančním zajištění upravuje kolizní normy v oblasti cenných papírů,<sup>1131</sup> či zda se jedná o tzv. smíšenou smlouvu, ke které je kromě Evropské unie samotné nutný souhlas jednotlivých členských států Unie.<sup>1132</sup>

<sup>1130</sup> Na jednu stranu se jak Komise, tak členské státy vyjádřili příznivě k obsahu a možnému podpisu a ratifikaci Úmluvy, na druhou stranu však Komise upozornila na neslučitelnost pojetí kolizních norem obsažených v Úmluvě s pojetím kolizních norem obsažených ve výše uvedených směrnicích a nutnost tyto směrnice modifikovat, aby bylo dosaženo slučitelnosti s pojetím kolizních norem v Úmluvě. Komise zejména vyjádřila obavu, že vymezení rozhodného právního řádu a hraničního určovatele pro smlouvy o vedení účtu dle varianty PRIMA zvolené Úmluvou, tj. dle dohody klienta a prostředníka za předpokladu, že takto zvolený právní řád, je právním řádem státu, ve kterém prostředník provozuje služby týkající se správy cenných papírů - ne však nutně správu daného účtu cenných papírů - nekoresponduje s vymezením hraničního určovatele dle komunitárních směrnic, jenž je představován „*místem, kde se nachází předmětný účet*“ (čl. 9, odst. 2 směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování); čl. 24 směrnice o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí; a čl. 9, odst. 1 směrnice o dohodách o finančním zajištění). Navzdory těmto nesrovnalostem Komise v prosinci 2003 doporučila Radě podpis a následnou ratifikaci Úmluvy. Rada si ovšem vyžádala stanovisko Evropské centrální banky, která obavu z neslučitelnosti pojetí kolizních norem obsažených v Úmluvě s pojetím unijních kolizních norem potvrdila a poukázala na závažná rizika, která by mohla být vyvolána použitím norem Úmluvy v případě její ratifikace pro fungování evropských systémů vypořádání (Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 17. března 2005 na žádost Rady Evropské unie k návrhu rozhodnutí Rady o podpisu Haagské úmluvy o právu rozhodném pro některá práva k cenným papírům držený skrz prostředníka (Opinion of the European Central Bank of 17 March 2005 at the request of the Council of the European Union on a proposal for a Council decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary), CON/2005/7, Úř. věst. C 81, 2.4.2005, str. 12 – 15, body 8, 11 – 14).

<sup>1131</sup> Čl. 9, odst. 2 směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování); čl. 24 směrnice o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí; a čl. 9, odst. 1 směrnice o dohodách o finančním zajištění

<sup>1132</sup> Pokud jde o odpověď na otázku týkající se kompetence k eventuelnímu podpisu a ratifikaci Úmluvy, pohled na tuto problematiku se v průběhu času vyvíjel. V počátcích prací na návrhu Haagské úmluvy se schůzek expertní skupiny se účastnili zástupci členských států, přičemž Evropská komise byla těmto pracím přítomna pouze v roli pozorovatele. V závěrečné fázi však Evropská komise vyjednávala Úmluvu jménem Společenství na základě zmocnění Rady ministrů ze dne 28. listopadu 2002 (Návrh rozhodnutí Rady týkající se podpisu Haagské úmluvy o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených skrz prostředníka, (COM(2003)0783 final (stažen 25. března 2009), str. 3, bod 2 a str. 5 bod 14). Ssamotný závěrečný akt 19. diplomatického zasedání Haagské konference Evropská komise jménem Společenství (Unie) ovšem nepodepsala - na rozdíl od členských a tehdy kandidátských států. Závěrečný akt 19. diplomatického zasedání Haagské konference podepsalo všech tehdejších 15 členských států Evropské unie a sedm z deseti států v této době žádajících o vstup do Evropské unie -

V tomto kontextu požádaly Evropská centrální banka a Rada ministrů Evropsku komisi o posouzení vlivu použití kolizních norem obsažených v Úmluvě na systémy nepřímé držby cenných papírů a systémy zúčtování a vypořádání provozovaných v členských státech EU. Komise v této souvislosti dostala za úkol posoudit čtyři oblasti týkající se možných dopadů přijetí Haagské úmluvy na unijní režim v oblasti práva cenných papírů: oblast předmětu úpravy,<sup>1133</sup> práv třetích stran,<sup>1134</sup> vlivu na hmotné právo<sup>1135</sup> a veřejné právo<sup>1136</sup> a dopad použití Úmluvy na systémy vypořádání a pravidla obezřetnosti.<sup>1137</sup>

---

neboť Společenství v té době ještě nebylo členským státem Haagské konference. Od 3. dubna 2007 však tato skutečnost není překážkou pro podpis a ratifikaci Úmluvy Společenstvím, neboť Společenství se k tomuto datu stalo první mezinárodní organizací, jež se stala členem Haagské konference. Z pohledu substantivního jsou oblasti, na které se Úmluva vztahuje, širší než oblasti kolizních norem upravených v příslušných komunitárních směrniciích (srovnej čl. 2 Haagské úmluvy a čl. 9, odst. 2 směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování); čl. 24 směrnice o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí; a čl. 9, odst. 1 směrnice o dohodách o finančním zajištění).

<sup>1133</sup> Co se týče rozsahu předmětu úpravy Haagské úmluvy a unijního práva, Úmluva upravuje, jak oblasti mezinárodního práva soukromého spadající do kompetence Společenství (Unie), tak oblasti mezinárodního práva soukromého dosud komunitárním právem neharmonizovanými, jejichž úprava je doposud plně v kompetenci členských států. Tento závěr potvrzený právním posouzením některých aspektů Haagské úmluvy zpracovaném Komisí řadí Haagskou úmluvu do výše zmíněné kategorie tzv. smíšených smluv. Nedojde-li do okamžiku podpisu a ratifikace Úmluvy ke „komunitarizaci“ těch oblastí, ve kterých jde Úmluva v současné době nad rámec existující komunitární úpravy, bude muset být podpis a ratifikaci Úmluvy proveden současně Unií i jednotlivě všemi členskými státy (Právní posouzení některých aspektů Haagské úmluvy o cenných papírech, pracovní dokument Komise (Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention, Commission Staff Working Document), SEK (2006) 910, str. 10).

<sup>1134</sup> Komise zkoumala zejména otázku, zda by použití kolizních norem předvídaných Úmluvou mělo negativní dopad na právní jistotu třetích stran ohledně práva, jímž se řídí portfolio cenných papírů nacházející se na účtu cenných papírů. Na rozdíl od současné situace, kdy třetí strany, jako např. věřitelé, kteří chtějí zajistit úvěr či půjčku majiteli cenných papírů zřízením zajištění k portfolio cenných papírů takového majitele či věřitelé, kteří se snaží o zpeněžení cenných papírů na účtu v rámci řízení o výkonu práva, zjišťují otázku právního řádu, jímž se řídí účet cenných papírů, podle místa, kde se daný účet cenných papírů nachází, v případě, že by Úmluva vstoupila v účinnost, třetí strany by musely zjišťovat právní řád, jímž se řídí účet, na kterém se nachází portfolio cenných papírů, ze smlouvy mezi majitelem účtu a prostředníkem. Nicméně, v obou případech pro určení právního řádu, jímž se daný účet cenných papírů řídí, je třeba součinnosti prostředníka a majitele. Co se týče práv třetích stran, Komise uzavřela, že ustanovení Úmluvy, pokud by se stala přímo použitelnými, by stávající situaci ohledně práv třetích stran do jisté míry změnila, ovšem tyto změny by byly nepatrné a nijak by nesnížily právní jistotu třetích stran ohledně práva, jímž se řídí portfolio cenných papírů nacházející se na účtu cenných papírů vedeném prostředníkem.

<sup>1135</sup> Třetí oblast možného vlivu Haagské úmluvy, kterou Komise zkoumala, se zaměřila jednak na otázku, zda je vhodné sjednocovat komunitární (unijní) kolizní normy, aniž by byly v rámci EU sjednoceny normy hmotného práva týkající se cenných papírů. Odpověď na



První tři aspekty Haagské úmluvy se v očích Evropské komise neukázaly jako problematické. Jediná z otázek, která se ukázala být nesnadno řešitelnou, zůstala otázka dopadu použití Haagské úmluvy na fungování systémů vypořádání obchodů s cennými papíry a na pravidla obezřetnosti. K tomu, aby se systémy vypořádání obchodů s cennými papíry kvalifikovaly mezi systémy vypořádání podle směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování)<sup>1138</sup> vyžaduje článek 2,

---

tuto otázku je nasnadě: přesto, že by z hlediska právní jistoty a ekonomické efektivity bylo teoreticky prospěšnější v rámci EU nejdříve sjednotit hmotněprávní normy týkající se cenných papírů, a teprve poté unifikovat kolizní normy, aby se zabránilo obcházení hmotněprávních pravidel určitých právních řádů použitím právního řádu s nižšími regulačními nároky, není takovéto sjednocení v rámci EU dohledné době ani žádoucí, ani proveditelné. Právní jistota v oblasti kolizních norem v oblasti cenných papírů je důležitým faktorem jak v současné době, kdy hmotněprávní úprava cenných papírů je v členských státech EU stále roztříštěná, tak v budoucnosti, pokud by došlo k jejímu, byť částečnému, sjednocení.

<sup>1136</sup> Komise v tomto ohledu, zkoumala, zda by případné použití Úmluvy způsobilo změnu existujících hmotněprávních norem v oblastech úzce souvisejících s právem cenných papírů či ohrozilo veřejnoprávní pravidla, jimiž se řídí trhy cenných papírů v EU. Například, zda by použití Úmluvy mělo za následek ztížení výkonu hlasovacích práv akcionářů, zda by mělo vliv na insolvenční řízení či zda by vedlo k použití jiných než komunitárních norem, a tak umožnilo stranám transakcí s finančními nástroji vyvázat se z určitých povinností veřejnoprávního charakteru, jako např. povinnosti hlásit podezřelý obchod ve smyslu unijních předpisů proti legalizaci výnosů z trestné činnosti. Vzhledem k tomu, že Úmluva výslovně vylučuje za svého rozsahu působnosti oblast práv vyplývajících z účasti na společnosti (článek 2, odst. 3, písm. c) Úmluvy) a s jistou výjimkou i oblast pravidel insolvenčního řízení (článek 8, odst. 2 Úmluvy) a zároveň se netýká aspektů daňových režimů a povinností čistě osobního charakteru (článek 2, odst. 3, písm. a) Úmluvy), mezi které lze mj. klasifikovat ohlašovací povinnosti prostředníka vyplývající z ustanovení proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu či z ustanovení bránících zneužití trhů, Komise konstatovala, že v tomto ohledu by existující hmotněprávní normy související s cennými papíry a veřejnoprávní pravidla trhů cenných papírů neměla být dotčena použitím ustanovení Úmluvy v případě jejího podpisu a ratifikace (Právní posouzení některých aspektů Haagské úmluvy o cenných papírech, op. cit. pozn. č. 1133, str. 13 – 17).

<sup>1137</sup> Komise v této souvislosti podpořila iniciativu aktérů finančních trhů nesoucí název „DENISA“ (Diagnostic European Numbers for International Securities Accounts - Diagnostické evropské číslování pro mezinárodní účty cenných papírů) zabývající se možností rozšíření mezinárodního identifikačního označení běžných účtů, tzv. IBAN (International Banking Account Number (Mezinárodní číslo bankovního účtu), mezinárodního standardu (ISO 13616:2007) pro označení bankovních účtů) i na účty cenných papírů za účelem zvýšení transparentnosti tržního prostředí v oblasti obchodování s cennými papíry (Právní posouzení některých aspektů Haagské úmluvy o cenných papírech, op. cit. pozn. č. 1133, str. 11 – 13).

<sup>1138</sup> Tzn. aby účastníci takového systému vypořádání měli jistotu, že v okamžiku, kdy je příkaz k provedení transakce do takového systému zadán, tato transakce bude provedena bez ohledu na jakékoli vnější skutečnosti, jež by mohly mít na uskutečnění takovéto transakce vliv, jako jsou např. účinky zahájení insolvenčního řízení vůči účastníkovi takového systému, za předpokladu, že tento příkaz byl zadán před zahájením insolvenčního řízení či nejpozději v den zahájení insolvenčního řízení, pokud dotčené strany prokáží, že nevěděli nebo nemohli vědět o zahájení takového insolvenčního řízení.

písm. a) této směrnice, aby si účastníci zvolili právní řád jednoho členského státu, kterým se bude fungování takového systému řídit, přičemž „účastníci si však mohou zvolit pouze právo toho členského státu, v němž alespoň jeden z nich má své ústředí.“<sup>1139</sup> V návaznosti na tuto podmínku stanoví odstavec 2 článku 9 této směrnice pravidlo, že, pokud v souvislosti s fungováním daného systému vypořádání existují účty, registry či centralizované evidence cenných papírů, jež slouží jako zajištění vypořádání obchodů v takovém systému vypořádání, vztahují se na určení práv držitelů zajištění ve vztahu k těmto cenným papírům právní předpisy toho členského státu, kde se takový účet, registr či centrální evidence nachází. Vzhledem k tomu, že tyto účty, registry či centrální evidence, ať už jsou vedeny v rámci systémů vypořádání či mimo ně, se vždy nacházejí v tom členském státě, jehož právem se řídí pravidla systémů vypořádání podle článku 2 písm. a), je dosaženo jednoty co do použití rozhodného právního řádu použitelného na vztahy mezi osobou provozující systém vypořádání a účastníky takového systému vypořádání, jak pro pravidla fungování tohoto systému. Použitím ustanovení Haagské úmluvy by však tato jednotka mohla být narušena, neboť Úmluva by v rámci limitů jejího článku 4 umožnila provozovateli zmíněného systému zvolit si pro úpravu vztahů s jednotlivými účastníky tohoto systému různé právní řády.<sup>1140</sup>

<sup>1139</sup> Článek 2, písmeno a), odrážka druhá směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování).

<sup>1140</sup> Na jednu stranu by tato rozmanitost použitelných právních řádů v rámci jednoho systému vypořádání, zvláště v případě, že by některý ze zvolených rozhodných právních řádů nebyl uzpůsoben k řešení otázek vyvstávajících v souvislosti s věcněprávními aspekty obchodů s cennými papíry v rámci systémů vypořádání, vedla ke zvýšení právního rizika a v důsledku toho k ohrožení fungování systémů vypořádání. Pokud by účastníkem systémů vypořádání byla banka či instituce podléhající požadavkům kapitálové přiměřenosti, zvýšení zmíněného právního rizika by nutilo takovou instituci či banku ke zvýšení kapitálových rezerv. Na druhou stranu, je třeba si uvědomit, že v současné situaci při aplikaci kolizní normy PRACA jsou účastníci systémů vypořádání v jednom státě, jež vedou účty cenných papírů prostřednictvím pobočky v jiných členských státech, než se nachází daný systém vypořádání, nuceni čelit právním rizikům použití dvou různých právních řádů, tj. jednak právního řádu, jímž se řídí systém vypořádání a jednak právního řádu členského státu odlišného od členského státu, jehož právem se řídí daný systém vypořádání, v němž tento účastník (prostředník) vede prostřednictvím pobočky účet cenných papírů pro své klienty. V důsledku použití ustanovení Haagské úmluvy by si strany mohly zvolit použití jednoho právního řádu na oba vztahy a kompenzovat tak zvýšení rizika vyplývající z možnosti použití různých právních řádů na úrovni mezi provozovatelem systému vypořádání a účastníkem tohoto systému pro oblast věcněprávních účinků dispozic s cennými papíry,

Vzhledem k tomu, že veřejný zájem na zachování nízké hladiny právního rizika na úrovni mezi provozovatelem systému vypořádání a jeho účastníky je kvůli systémovému charakteru tohoto rizika intenzivnější, než zájem na zachování nízké hladiny právního rizika na nižších úrovních, například mezi účastníkem systému vypořádání a jeho klientem, neboť zvýšení hladiny právního rizika na vyšší úrovni mnohem více ohrožuje celkovou stabilitu finančního systému, nebylo přijetí Haagské úmluvy v tomto ohledu shledáno žádoucím.<sup>1141</sup>

Komise proto uzavřela své právní posouzení dopadů Haagské úmluvy s tím, že jedinou, nicméně závažnou překážkou podpisu a ratifikace Úmluvy je možné roztržštění právních řádů použitelných na věcněprávní aspekty v důsledku možnosti výběru právního řádu (ač omezeného) mezi provozovatelem systému vypořádání a účastníkem takového systému, jenž Haagská úmluva umožňuje, což by ve svém důsledku mohlo ohrozit stabilitu fungování jak systémů vypořádání, tak celého finančního systému.<sup>1142</sup> V důsledku tohoto závěru a stanoviska Evropské centrální banky byl návrh podpisu a ratifikace Úmluvy předložený Komisí Radě stažen, přestože v mezidobí byla Úmluva podepsána Spojenými

---

snížením právního rizika na úrovni mezi účastníkem systému vypořádání a klientem, pro kterého tento účastník vede účet cenných papírů v jiném státě, než se nachází systém vypořádání (Právní posouzení některých aspektů Haagské úmluvy o cenných papírech, op. cit. pozn. č. 1133, str. 18-19).

<sup>1141</sup> Komise však přišla s návrhem řešení, jak při zrušení kolizní normy PRACA v případě přijetí Úmluvy, zachovat jednotu použitých právních řádů pro úroveň věcněprávních vztahů mezi provozovatelem systému vypořádání a účastníky systému. Tento návrh spočíval v doplnění podmínek, jejichž splnění umožňuje danému systému vypořádání, aby mohl využívat výhod přiznaných systémům vypořádání podle směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování), o podmínku, že použití jednoho právního řádu je nutné nejen pro pravidla fungování takového systému, nýbrž i pro věcněprávní otázky týkající se transakcí cenných papírů, jež jsou v rámci takového systému vypořádávány. Efektivita tohoto řešení je ovšem do značné míry sporná, neboť, pokud by měla být zachována slučitelnost tohoto zamýšleného ustanovení s článkem 4 Haagské úmluvy, je nutné, aby toto ustanovení umožňovalo provozovateli systému vypořádání a jeho účastníkům zvolit si pro věcněprávní aspekty jejich vztahů i jiný právní řád, než je právní řád některého členského státu. Tím se však do popředí opět dostává problém právního rizika vyplývající z možnosti použití „*nehodného*“ právního řádu, tj. problém, jemuž toto řešení mělo zamezit (Právní posouzení některých aspektů Haagské úmluvy o cenných papírech, op. cit. pozn. č. 1133, str. 21).

<sup>1142</sup> Komise však navzdory této překážce doporučila Radě podpis a ratifikaci Haagské úmluvy za předpokladu, že by k okamžiku přijetí Úmluvy byly provedeny výše uvedené změny v kolizních normách komunitárních směrnic a doplněna směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování) navzdory spornému účinku tohoto doplnění (Právní posouzení některých aspektů Haagské úmluvy o cenných papírech, op. cit. pozn. č. 1133, str. 21 – 24).

státy americkými a Švýcarskem.<sup>1143</sup> V současné době se proto z politického hlediska podpis a ratifikace Haagské úmluvy, ať už Unií či členskými státy, nedá očekávat a to nejméně do doby, kdy budou v souladu s posouzením Evropské komise a Evropské centrální banky sladěny unijní kolizní normy s pojetím kolizních norem podle Úmluvy a dosaženo vyššího stupně aproximace hmotněprávních norem v oblasti cenných papírů v rámci EU.

Ustanovení Haagské úmluvy nejsou v současné době platným právem ani v České republice či jiném státě Evropské unie či Evropského hospodářského prostoru.<sup>1144</sup> Přestože vzhledem k vývoji pohledu na možnost přijetí Haagské úmluvy je její ratifikace Evropskou unií či Českou republikou v nedohlednu, zůstává Haagská úmluva díky své kvalitě zpracování, na němž se podíleli představitelé jak členských států Haagské konference, tak profesních uskupení,<sup>1145</sup> inspirujícím dokumentem. Nelze-li se v současné době spolehnout na jedno globálně platné kolizní pravidlo v oblasti nepřímé držby cenných papírů, je nutné zkoumat alternativní kolizní normy v jednotlivých právních řádech.<sup>1146</sup>

## Díl druhý – Kolizní normy v jednotlivých právních řádech

Tradičním rozhodným právním řádem použitelným na práva k cenným papírům a dispozice s nimi byla *lex cartae sitae*, neboli právo místa, kde se listina

---

<sup>1143</sup> Krom těchto čtyř substantivních aspektů Komise uvedla, že podpis Úmluvy ze strany Společenství by bylo vhodné učinit až po podpisu dvou hlavních obchodních partnerů Společenství v této oblasti, včetně USA (Právní posouzení některých aspektů Haagské úmluvy o cenných papírech, pracovní dokument Komise - Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention, Commission Staff Working Document), SEK (2006) 910, str. 4). K tomu došlo však téměř okamžitě, neboť pouhé dva dny po zveřejnění uvedeného právního posouzení, podepsaly Haagskou úmluvu Švýcarsko a Spojené státy – bezpochyby dva hlavní obchodní partneři Společenství (Unie) v oblasti obchodů s cennými papíry.

<sup>1144</sup> Evropský hospodářský prostor je tvořen členskými státy Evropské unie s připočtením Islandu, Lichtenštejnska a Norska. Tyto tři státy jsou společně se Švýcarskem členy Evropského společenství volného obchodu. Švýcarsko však do Evropského hospodářského prostoru nespadá a spolupráci s Evropským společenstvím řeší na bázi bilaterálních dohod.

<sup>1145</sup> Komentář k Haagské úmluvě, Příloha 4 – Seznam účastníků 19. diplomatického zasedání 2. - 13. prosince 2002, str. 179 an.

<sup>1146</sup> Její ustanovení by měla být čtena s přihlédnutím jednak k úsilí Mezinárodního ústavu pro sjednocování soukromého práva UNIDROIT v oblasti nepřímé držby cenných papírů a jednak k připravovaným revizím unijního práva v této oblasti, zvláště pak k návrhům na novelizaci směrnic o neodvolatelnosti zúčtování a finančním zajištění.

představující cenný papír nachází. Tato tradiční kolizní norma stále přetrvává v některých jurisdikcích, které doposud neaktualizovaly kolizní normy v reakci na fenomén nepřímo držených cenných papírů. V jurisdikcích, které přistoupily k aktualizaci kolizních norem, je hraniční určovatel „*místa, kde se listina nachází*“ nahrazován hraničním určovatelem „*místa, kde se nachází účet cenných papírů*“ (PRACA) či „*místa, kde provozuje svou činnost prostředník vedoucí účet cenných papírů*“, přičemž majiteli účtu a jeho přímého prostředníkovi je v takovém případě dána širší či užší možnost volby určit rozhodný právní řád na základě jejich výběru (PRIMA).<sup>1147</sup>

### **Oddíl 1 – Americká PRIMA**

Kolizní norma PRIMA byla poprvé výslovně legislativně formulována v americkém jednotném obchodním zákoníku v souvislosti se zavedením konceptu „*cenného oprávnění*“ v roce 1994,<sup>1148</sup> a to v § 8-110.<sup>1149</sup> Ustanovení pod písmenem e) tohoto paragrafu sice uvádí jako primární kolizní normu pro práva týkající se nepřímo držených cenných papírů *lex contractus*,<sup>1150</sup> nicméně v případě, že projev vůle stran v tomto směru chybí, uplatňuje dále kolizní normu PRIMA v různých modifikacích.

Pokud smlouva mezi prostředníkem cenných papírů a majitelem cenného oprávnění stanoví, že se řídí právem určité jurisdikce, tato jurisdikce je jurisdikcí prostředníka cenných papírů. Pokud smlouva mezi prostředníkem cenných papírů a majitelem cenného oprávnění vedeného na účtu cenných papírů u tohoto prostředníka nestanoví, že se řídí zvoleným právním řádem, ale výslovně stanoví, že účet cenných papírů je veden provozovně v určité jurisdikci, právní řád této

---

<sup>1147</sup> Zatímco k použití *lex cartae sitae* dochází na základě objektivních kritérií, což do jisté míry přebírá i PRACA, PRIMA s sebou přináší nikoli nevýznamnou možnost determinace rozhodného právního řádu i na věcné aspekty nepřímé držby na základě smluvního ujednání stran, neboť majiteli účtu a jeho přímého prostředníkovi je dána možnost určit rozhodný právní řád na základě jejich smluvní vůle.

<sup>1148</sup> Podrobněji ke konceptu „cenného oprávnění“ Vondráček, O.: op. cit. pozn.č. 8, str. 238 an. a 271 an.).

<sup>1149</sup> Americká PRIMA se použije do ratifikace Haagské úmluvy Spojenými státy, kdy bude nahrazena haagskou PRIMou.

<sup>1150</sup> § 8-110, písmeno e), odstavec 1 UCC.

jurisdikce se bude vztahovat na prostředníka cenných papírů.<sup>1151</sup> Pokud smlouva nestanoví příslušný právní řád ani nespecifikuje, odkud je účet veden, jurisdikcí prostředníka je jurisdikce, kde se nachází provozovna označená ve výpisu z účtu, jako provozovna starající se o účet majitele cenného oprávnění.<sup>1152</sup> Konečně, pokud nelze určit rozhodný právní řád podle ani jednoho z uvedených kritérií, je rozhodným právním řádem právní řád jurisdikce, kde se nachází hlavní provozovna prostředníka cenných papírů.<sup>1153</sup> Jak je patrné, americká PRIMA se zcela odklání od principu *lex rei sitae* a od přístupu průhlednosti.<sup>1154</sup> V důsledku toho bývá občas označován pouze zkratkou „RIMA,”<sup>1155</sup> neboť se nezaměřuje na určení místa, kde se nachází cenný papír či účet cenných papírů, ale váže právní řád vztahující se na dispozice s cennými papíry vedenými na účtu víceméně výlučně k právnímu řádu, jímž se řídí osoba prostředníka.<sup>1156</sup>

PRIMA v popsaném pojetí amerického jednotného obchodního zákoníku se vztahuje jednak na nabytí cenného oprávnění od prostředníka cenných papírů, práva a povinnosti prostředníka cenných papírů a majitele cenného oprávnění vyplývající z cenného oprávnění, a jednak na otázku, zda prostředník má jakékoli povinnosti vůči třetí osobě činící si nárok na cenné oprávnění. Dále se použije rovněž na řešení otázky, zda může být vznesen protinárok (ohledně cenného oprávnění) vůči osobě, která nabyde cenné oprávnění od prostředníka cenných papírů či osoby, která koupí cenné oprávnění či právo k němu od majitele cenného oprávnění.<sup>1157</sup>

*Cum grano salis*<sup>1158</sup> lze tvrdit, že kolizní norma v podobě popsané americké PRIMy se použije ohledně nakládání s nepřímo držеныmi cennými papíry rovněž

---

<sup>1151</sup> § 8-110, písmeno e), odstavec 2 UCC.

<sup>1152</sup> § 8-110, písmeno e), odstavec 3 UCC.

<sup>1153</sup> § 8-110, písmeno e) odstavec 4 UCC.

<sup>1154</sup> V ang.: „look-through approach.”

<sup>1155</sup> **Relevant Intermediary Approach.**

<sup>1156</sup> Potok, R.: op. cit. pozn.č. 1123, str. 212.

<sup>1157</sup> Čl. 8-110, písm. b) UCC.

<sup>1158</sup> Přesná identifikace kolizní normy je v anglickém common law obtížná: kazuistika soudcovského práva, jež, co se týče kolizních otázek týkající se nehmotných předmětů, je spíše kusá. Platné právo tak představují zejména doktrinární texty (viz následující

v anglickém právu. V anglickém právní řádu je právo majitele účtu k cenným papírům vedeným na tomto účtu kvalifikováno jako spoluvlastnické právo k souboru práv držených prostředníkem, neboť prostředník je v postavení správce trustu (trustee/fiduciář) vytvořeného ve prospěch majitel účtu. Podle tradičního přístupu v oblasti kolizních norem v anglickém common law se věcněprávní otázky týkající se převodu uvedených práv řídí lex rei (cartae) sitae. Odpověď na otázku, kde se přesně nachází ekonomické vlastnictví (beneficial interest) majitele účtu závisí na přesné povaze tohoto jeho vlastnického práva: má-li beneficiary trustu (majitel účtu) absolutní právo vyžadovat vrácení identických aktiv, které vložil do trustu, jeho právo ekonomického vlastnictví se nachází v místě, kde se nacházejí tato aktiva; nemá-li beneficiary (majitel účtu) toto absolutní právo, místo, kde se nachází jeho právo ekonomického vlastnictví, je místo sídla prostředníka či jeho pobočky. V případě nepřímo držených cenných papírů právo majitele účtu zpravidla neobnáší právo na vydání konkrétních, jednotlivě identifikovatelných cenných papírů vedených na účtu, nýbrž právo vyžadovat dodání stejného množství ekvivalentních cenných papírů, které majitel na účet vložil. Za těchto okolností místo, kde se nachází právo ekonomického vlastnictví majitele účtu, bude místo sídla přímého prostředníka či jeho pobočky, kde tento prostředník vykonává svou činnost jako správce trustu (trustee). Toto místo bude určující pro určení právního řádu, jímž by se měly řídit věcněprávní účinky týkající se převodu práva ekonomického vlastnictví majitele účtu jako beneficiary trustu.<sup>1159</sup>

## ***Oddíl 2 – PRACA (Place of the Relevant Account Approach)***

Kolizní norma PRACA našla své uplatnění zejména v rámci práva Evropské unie, konkrétně ve směrnici o finančním zajištění, směrnici o neodvolatelnosti zúčtování a směrnici o likvidaci úvěrových institucí, čímž si v těchto oblastech

---

<sup>1159</sup> poznámka); úroveň závaznosti právních pravidel uvedených v těchto textech je ovšem obtížné předvídat.  
(Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn.č. 76, str. 77; rovněž Bernasconiho zpráva, op. cit. pozn.č. 4, str. 54).

našla cestu do všech právních řádů států Evropské unie.<sup>1160</sup> Směrnice o finančním zajištění stanoví, že „všechny otázky [...], které vznikly v souvislosti se zajištěním ve formě zaknihovaných cenných papírů, se řídí právem země, v níž je příslušný účet veden. [...].“<sup>1161</sup> Obdobně směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování) uvádí, že „jsou-li cenné papíry (včetně práv s nimi spojených) poskytnuty jako zajištění účastníkům a/nebo centrálním bankám členských států nebo budoucí Evropské centrální bance, [...], a právo těchto bank (nebo právo zmocněnce, zástupce nebo třetí osoby jednající jejich jménem) k cenným papírům je zaneseno v registru, na účtu nebo v systému centralizované evidence nacházejícím se v některém členském státě, vztahují se na určení práv těchto subjektů jako držitelů zajištění ve vztahu k těmto cenným papírům právní předpisy uvedeného členského státu.“<sup>1162</sup> Konečně směrnice o likvidaci úvěrových institucí specifikuje, že „výkon vlastnického práva nebo jiných práv k nástrojům, jejichž existence nebo převod předpokládají jejich zápis v registru, na účtu nebo v centrálním vkladovém systému, který je veden nebo umístěn v některém členském státě, se řídí právem členského státu, ve kterém je veden nebo umístěn daný registr, účet nebo centrální vkladový systém, ve kterém jsou tato práva zapsána.“<sup>1163</sup>

Na základě práva Evropské unie se PRACA formulovaná ve zmíněných směrniciích použije zejména v oblasti zajištění závazků vyplývajících z obchodování na finančních trzích, a to konkrétně pro finanční zajištění,<sup>1164</sup> tj. zajištění poskytované obvykle v rámci vztahů se systémy vypořádání obchodů na finančních trzích nebo pro zajištění poskytnutá centrálním bankám členských států či Evropské centrální banky.<sup>1165</sup> Oblast působnosti PRACy je v souvislosti s finančním zajištěním dále specifikována: tato kolizní norma se proto použije na „(a)

---

<sup>1160</sup> Hodnotící zpráva týkající se směrnice o dohodách o finančním zajištění (2002/47/EC), Zpráva Komise Radě a Evropskému Parlamentu, KOM(2006)833 v konečném znění, 20. prosinec 2006, str. 11.

<sup>1161</sup> Čl. 9, odst. 1 směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>1162</sup> Čl. 9, odst. 2 směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování).

<sup>1163</sup> Čl. 24 směrnice o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí.

<sup>1164</sup> Čl. 9, odst. 1 směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>1165</sup> Čl. 9, odst. 1 směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování).



*právní povahu a majetkové účinky zajištění ve formě zaknihovaných cenných papírů; (b) požadavky na bezvadné vyhotovení dohody o finančním zajištění v souvislosti se zajištěním ve formě zaknihovaných cenných papírů a s poskytnutím zajištění ve formě zaknihovaných cenných papírů na základě takové dohody a obecněji, jaké je třeba vykonat kroky pro to, aby taková dohoda nebo poskytnutí byly považovány za účinné vůči třetím osobám; (c) otázka, zda je vlastnické nebo jiné věcné právo osoby k takovému zajištění ve formě zaknihovaných cenných papírů převáženo konkurenčním vlastnickým nebo jiným věcným právem, zda je takovému konkurenčnímu právu podřízeno, nebo zda došlo k nabytí v dobré víře; (d) kroky nezbytné pro realizaci zajištění ve formě zaknihovaných cenných papírů, nastane-li rozhodná událost pro vymáhání.*<sup>1166</sup> Směrnice o likvidaci úvěrových institucí, jak její název napovídá, se nevztahuje na oblast zajištění určitých typů závazků, ale na výkon vlastnických či jiných majetkových práv k nepřímo drženým cenným papírům v rámci likvidace či reorganizace úvěrových institucí a jejich poboček zřízených v jiných členských státech než v těch, ve kterých mají sídla.<sup>1167</sup> Bude-li mít kolizní norma PRACA v rámci své působnosti definované v uvedených směrnicih přednost před použitím obecných kolizních norem nařízení Řím I,<sup>1168</sup> mimo tuto působnost se uplatní kolizní normy tohoto nařízení v rámci jeho působnosti v oblasti smluvních závazků.<sup>1169</sup> Mimo působnost nařízení Řím I, přijdou ke slovu kolizní ustanovení právních řádů členských států. Vztah s dalšími

<sup>1166</sup> Čl. 9, odst. 2 směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>1167</sup> Čl. 1 a 24 směrnice o likvidaci a reorganizaci úvěrových institucí (v souvislosti s čl. 25 a 26); Schefold, D.: Intermediary Approach und Europäisches Kollisionsrecht, in Ekkenga J., Hadding, W., Hammen (Hrsg.): Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2003, str. 469.

<sup>1168</sup> Nařízení č. 593/2008 o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy (Řím I), OJEU L177, 4.7.2008, str.6 an. Čl. 23 Nařízení Řím I (Vztah k ostatním ustanovením práva Společenství): S výjimkou článku 7 není tímto nařízením dotčeno použití ustanovení práva Společenství, které ve zvláštních oblastech stanoví kolizní normy pro smluvní závazkové vztahy; rovněž preambule Nařízení Řím I, body 26 a 31.

<sup>1169</sup> Čl. 1 a 2 Nařízení Řím I.

specifickými unijními předpisy, jako je například úpadkové nařízení,<sup>1170</sup> je řešen přímo v těchto předpisech.<sup>1171</sup>

V porovnání s *lex cartae sitae*, má kolizní norma PRACA výhodu, že umožňuje použití jednoho právního řádu na celý účet, tj. na veškeré cenné papíry na účtu evidované. PRACA rovněž poskytuje vyšší míru právní jistoty pro účastníky než *lex cartae sitae*,<sup>1172</sup> za předpokladu, že lze jasně určit, kde je relevantní účet cenných papírů veden, například prostřednictvím identifikačního označení, který váže účet cenných papírů k určitému státu.<sup>1173</sup> V neposlední řadě, vzhledem k tomu, že určení rozhodného právního řádu podle PRACy je založeno na objektivních faktorech, mohou účastníci určit rozhodný právní řád na základě obvykle dostupných informací nezávisle na sděleních majitele účtu, čímž je dotčeným stranám poskytnuta vyšší míra právní jistoty.<sup>1174</sup> Tato vlastnost PRACy

<sup>1170</sup> Nařízení Rady (ES) č. 1346/2000 ze dne 29. května 2000 o úpadkovém řízení, Úř. věst. L 160, 30.6.2000, s. 1 an. (zvláštní vydání v českém jazyce: kapitola 19, svazek 01 str. 191 an.)

<sup>1171</sup> **Čl. 4 (Rozhodné právo)**, odst. 1: Pokud toto nařízení nestanoví jinak, je právem rozhodným pro úpadkové řízení a jeho účinky právo toho členského státu, na jehož území bylo úpadkové řízení zahájeno (dále jen „stát, který řízení zahájil“). **Čl. 5 (Věcná práva třetích osob)**, odst. 1: Zahájením úpadkového řízení nejsou dotčena věcná práva věřitelů nebo třetích osob, pokud jde o hmotný nebo nehmotný, movitý nebo nemovitý majetek — jak jednotlivě určené věci, tak soubory věcí, jejichž složení podléhá změnám — které patří dlužníkovi a nacházejí se v okamžiku zahájení řízení na území jiného členského státu. Odst. 2. Práva uvedená v odstavci 1 jsou zejména (a) právo majetek zcizit nebo jej nechat zcizit a dosáhnout z tohoto majetku uspokojení z výnosu nebo příjmu, zejména na základě zástavního práva nebo hypotéky; (b) výhradní právo na uspokojení pohledávky, zejména právo zajištěné zástavním právem vztahujícím se k této pohledávce nebo postoupením pohledávky jako záruky; (c) právo žádat vydání nebo navrácení majetku na komkoli, v jehož držbě se nachází nebo kdo jej užívá proti vůli oprávněného; (d) věcné právo k výnosu z majetku. Odst. 3. Právo zapsané do veřejného rejstříku a vymahatelné vůči třetím osobám, podle kterého může být nabyto věcné právo ve smyslu odstavce 1, se považuje rovněž za věcné právo. Odst. 4: Odstavec 1 nevylučuje podání žaloby z důvodů neplatnosti, odporovatelnosti nebo neúčinnosti podle čl. 4 odst. 2 písm. m). **Čl. 9 (Platební systémy a finanční trhy)**, odst. 1: Aniž je dotčen článek 5, řídí se účinky úpadkového řízení na práva a povinnosti stran, které se účastní platebních systémů a systémů vypořádání nebo finančního trhu, výhradně právem členského státu vztahujícím se na takové systémy a trhy. Odst. 2: Odstavec 1 nevylučuje podání žaloby z důvodů neplatnosti, odporovatelnosti nebo neúčinnosti plateb nebo transakcí podle práva, kterým se řídí daný platební systém nebo finanční trh.

<sup>1172</sup> Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive Impact Assessment [COM(2008)213 final SEC(2008)aaa], str. 25.

<sup>1173</sup> Commission Staff Working Document, op. cit. pozn. č. 1172, str. 30.

<sup>1174</sup> Dopis Evropské bankovní federace Evropské komisi ze dne 29. června 2004.

rovněž znemožňuje obcházení regulatorních požadavků určitých právních řádů volbou právního řádu, který je zcela bez souvislosti se vztahem mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem.

Bráno z opačného pohledu nevýhodou kolizní normy PRACA je, že funguje bezchybně pouze v situacích, kdy vlastnický řetězec je strukturován pouze určitým způsobem. V ostatních případech je určení rozhodného právního řádu na základě této kolizní normy obtížné. Prvním předpokladem pro úspěšné určení rozhodného právního řádu podle PRACy je možnost lokalizovat účet či účty cenných papírů do určitého místa. V případě, že se takováto lokalizace zdaří, je druhým předpokladem možnost identifikovat relevantní účet cenných papírů, tj. určit, na kterém účtu cenných papírů se nacházejí předmětné nepřímo držené cenné papíry. V řadě případů je ovšem možnost takovéto lokalizace obtížná, neboť napříč různými právními řády neexistuje jednoznačné kritérium situující účet cenných papírů na určité místo.<sup>1175</sup> Je tímto místem, místo, kde si konečný majitel otevřel účet cenných papírů? Nebo je jím místo, kde se zadávají do počítačového systému data ohledně účtu či místo, kde se fyzicky nacházejí servery, díky kterým tento počítačový systém funguje? Anebo místo, odkud je účet cenných papírů monitorován? Či konečně místo, kde má hlavní provozovnu právnická osoba, s níž konečný majitel uzavřel smlouvu o vedení účtu?<sup>1176</sup>

Je-li účet cenných papírů veden elektronicky a majitel účtu má možnost konzultovat tento účet prostřednictvím internetu, ať už v součinnosti s prostředníkem či přímo, z kteréhokoli místa na zeměkouli nebo přinejmenším z kteréhokoli místa na světě, kde má prostředník svou pobočku, která takové nahlédnutí umožňuje, kde se nachází účet cenných papírů či odkud je pak účet cenných papírů spravován? Profesor Rogers nazývá snahu lokalizovat účet cenných papírů „*metafyzickou absurditou*.“<sup>1177</sup> Důvodem existence této

---

<sup>1175</sup> Degué, J.-P., Devos, D.: La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002; Revue de Droit Commercial Belge, 2006, č. 1, str. 21.

<sup>1176</sup> Potok, R.: op. cit. pozn. č. 1123, str. 213.

<sup>1177</sup> Rogers, S.J.: op. cit. pozn. č. 89, str. 28.

„*metafyzické absurdity*“ je podle Rogerse skutečnost, že z hmotněprávní perspektivy není účet cenných papírů ničím jiným, než součástí smluvního vztahu mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem, přičemž smluvní vztah jako takový nemá výlučné zeměpisné místo určení.<sup>1178</sup> Tato skutečnost byla ostatně konstatována při přípravě Haagské úmluvy<sup>1179</sup> a velmi záhy vedla k opuštění lokalizace místa účtu jako kritéria určení místa relevantního prostředníka.

Z uvedeného vyplývá, že použití normy PRACA je snadno aplikovatelné pouze na ty účty cenných papírů, které jsou jednoznačně lokalizovatelné do určitého státu, například pomocí identifikačního označení účtu, ze kterého je taková lokalizace patrná. Nicméně, i v takovém případě bude PRACA snadno použitelná pouze v případě, že na každé úrovni vlastnického řetězce mezi konečným majitelem cenných papírů a emitentem, tzn. na každém účtu cenných papírů na dané úrovni, bude možno identifikovat cenné papíry konečného majitele; to samozřejmě, bude velmi obtížné tam, kde prostředník bude evidovat cenné papíry svých klientů na sběrném zákaznickém účtu, což je mezi prostředníky běžná praxe.<sup>1180</sup> Prvním a posledním účtem cenných papírů, kde bude možno nepřímou držené cenné papíry konečného majitele lokalizovat, bude účet vedený u jeho přímého prostředníka. Místo účtu bude v takových případech buď splývat s místem působení přímého prostředníka – PRACA tak bude splývat s PRIMou. Naproti tomu, bude-li jako kritérium místa účtu brána lokalizace fyzických prostředků umožňující fungování účtu a tyto fyzické prostředky se budou nacházet v jiném státě, než ve státě výkonu činnosti prostředníka, bude při použití PRACy moci být za rozhodný považován právní řád státu, kde se tyto fyzické prostředky nacházejí. Tento právní řád však nebude mít jakoukoli souvislost s daným vztahem mezi konečným majitelem a jeho přímým prostředníkem.<sup>1181</sup>

---

<sup>1178</sup> Tamtéž, str. 27.

<sup>1179</sup> Komentář k Haagské úmluvě, str. 63.

<sup>1180</sup> Germain, M., Kessedjian, C.: La loi applicable ? Certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de la Haye de décembre 2002, *Revue critique de droit international privé*, březen 2004, str. 64.

<sup>1181</sup> Potíže s aplikací normy PRACA uvedlo několik členských států EU (Commission Staff Working Document, op. cit. pozn. č. 1172, str. 25).

Konečně omezíme-li použití PRACy pouze na ty typy vlastnických řetězců, kde bude možno na každé úrovni účtů, identifikovat nepřímo držené cenné papíry konečného majitele, vyvstane opět obtížně řešitelný problém určit, na kterém z těchto účtů se nepřímo držené cenné papíry konečného majitele nacházejí; jinými slovy, určit, který z účtů cenných papírů je „relevantním“, když na každém z účtů daného vlastnického řetězce existuje záznam související s nepřímo drženými cennými papíry konečného majitele. PRACA bude v takové situaci snadno použitelná pouze v případě, že daný právní řád, jehož je součástí, vymezí, na kterém účtu se nepřímo cenné papíry „nejvíce“ nacházejí, například tím, že stanoví, který z účtů poskytuje rozhodující důkaz o vlastnickém či jiném věcném právu konečného vlastníka k jeho nepřímo drženým cenným papírům.<sup>1182</sup>

Na druhou stranu má kolizní norma PRACA oproti normě PRIMA výhodu, že situuje rozhodný právní řád blíže k reálnému výkonu rozhodnutí: například uzavřela-li by určitá osoba (konečný majitel) při použití haagské PRIMy smlouvu o vedení účtu s organizační složkou právnické osoby (prostředníkem) se sídlem ve státě A, přičemž tato právnická osoba by měla jinou organizační složku, jež vede účty ve státě B, může prvně uvedená organizační složka podřídit uvedenou smlouvu, a tím pádem rovněž věcněprávní účinky dispozic s cennými papíry vedenými na tomto účtu, právnímu řádu státu B. Bude-li konečný majitel účtu žalovat svého prostředníka v souvislosti s dispozicemi s nepřímo drženými cennými papíry vedenými na účtu, bude tak zpravidla činit ve státě A, nicméně příslušný soud státu A bude muset podle ustanovení haagské PRIMy aplikovat právní řád státu B; naopak v případě použití PRACy bude rozhodným právním řádem právní řád státu, kde je veden příslušný účet, tj. právní řád státu A, což

<sup>1182</sup> PRACA povede k úspěšnému určení rozhodného právního řádu, jenž bude relevantní pro daný vztah pouze v případě, že bude zároveň možno jednoznačně identifikovat a lokalizovat všechny účty cenných papírů v rámci daného vlastnického řetězce, na každém z těchto účtů identifikovat záznamy odpovídající nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele a disponovat kritériem, které určí, který z těchto účtů je účtem relevantním. Uvedená konstelace předpokladů pro účinné použití PRACy se však bude vyskytovat velmi zřídka, a využití PRACy bude v důsledku toho spíše okrajové. Nelze tedy než souhlasit, že přístup spočívající v hledání rozhodného právního řádu na základě hraničního určovatele v podobě lokalizace účtu cenných papírů je v zásadě chybný a že „*právní řády států Evropské unie se ocitly v pasti vytvořené z něčeho, co se zpočátku zdálo atraktivním řešením.*“ (Rogers, S.J.: op. cit. pozn. č. 89, str. 27).

odpovídá i nejvhodnějšímu právnímu řádu použitelnému pro výkon rozhodnutí týkající se prostředníka v souvislosti s vedením předmětného účtu cenných papírů.<sup>1183</sup>

V tomto kontextu aplikuje kolizní normu PRACA německý zákon o úschově, který podřizuje dispozice s cennými papíry vedenými na účtech právnímu řádu státu, jehož dohledu je podřízen účet, na němž je učiněn záznam, jenž zakládá právo osoby, v jejíž prospěch je dispozice činěna, nebo v němž se nachází hlavní sídlo či organizační složka prostředníka, který učinil záznam, jenž zakládá právo osoby, v jejíž prospěch je dispozice činěna.<sup>1184</sup> Na rozdíl od unijního vyjádření se německé vyjádření normy PRACA vztahuje jak na převody, tak na zajišťovací dispozice s nepřímo drženými cennými papíry.<sup>1185</sup>

Obdobně vychází belgické právo z kolizní normy PRACA, jejíž použití rozšiřuje i mimo působnost stanovenou výše uvedenými unijními směrnici. Belgický zákoník mezinárodního práva soukromého stanoví, že na veškeré dispozice s cennými papíry vedenými na účtu se použije právní řád místa, kde je veden příslušný registr cenných papírů, přičemž tímto registrem se rozumí jakýkoli účet cenných papírů<sup>1186</sup> a je presumováno, že tento registr je veden v místě hlavního sídla prostředníka, jenž vede individuální účty.<sup>1187</sup> Naproti tomu otázky týkající se charakteru cenného papíru vedeného na účtu, tj. zda se jedná o věc či majetkovou hodnotu, stejně jako otázky týkající se práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry ponechává belgické právo k určení právnímu řádu státu, kde byl daný nepřímo držený cenný papír emitován.

---

<sup>1183</sup> Prussen, Y.: op. cit. pozn.č. 674, str. 1315.

<sup>1184</sup> Článek 17a německého DepotG.

<sup>1185</sup> Schefold, D.: op. cit. pozn.č. 1167, str. 474 – 475.

<sup>1186</sup> Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 133, str. 91.

<sup>1187</sup> Čl. 91, § 1 zákona ze 16. července 2004 o obsahující zákoník mezinárodního práva soukromého (ve fr.: „*Loi du 16 juillet 2004 portant le code de droit international privé*“), Moniteur belge du 27 juillet 2004.

Rakouské právo rovněž aplikuje normu PRACA jak na převody, tak na zajišťovací dispozice, ovšem výslovně nestanoví kritéria umožňující určit, kde je veden příslušný účet cenných papírů sloužící jako hraniční určovatel.<sup>1188</sup>

Lucemburské právo aplikuje normu PRACA úzce ve smyslu směrnice o finančním zajištění, tj. pouze na otázky spojené s dispozicemi v rámci tohoto finančního zajištění. Lucemburské právo však neposkytuje bližší indikaci toho, jak určit, kde se nachází účet cenných papírů představující hraniční určovatel v rámci normy PRACA.<sup>1189</sup> Podobná situace je i ve francouzském právním řádu.<sup>1190</sup>

### **Oddíl 3 – *Lex cartae sitae***

Ač je právo místa, kde se cenný papír nachází, variantou jedné z historicky nejstarších kolizních norem *lex rei sitae*,<sup>1191</sup> je zařazeno ve výčtu kolizních norem až nakonec, neboť s postupným opouštěním listinných cenných papírů a jejich rušením se stává kolizní normou „druhého řádu“ a v řadě jurisdikcí pouhým historickým reliktem. Kolizní norma „*lex cartae sitae*“ určuje rozhodné právo pro otázku platnosti převodu a zřízení zajištění k cenným papírům následujícím způsobem: u cenných papírů na majitele je tímto právem právo státu, kde se cenné papíry nacházejí, tj. právo státu, kde nabyvatel či příjemce zajištění, získá listinné cenné papíry do své držby; u cenných papírů na jméno je rozhodným právem buď – stejně jako u cenných papírů na majitele – právo státu, kde se cenný papír v okamžiku převodu či zřízení zajištění nachází či právo státu emitenta, či eventuálně právo státu osoby, jež pro emitenta zajišťuje seznam akcionářů, liší-li se právního řádu, jímž se řídí emitent, a to v okamžiku učinění předmětné dispozice.<sup>1192</sup>

<sup>1188</sup> Čl. 33a rakouského zákona o mezinárodním právu soukromém (v něm.: „*Bundesgesetz vom 15. Juni 1978 über das internationale Privatrecht (IPR-Gesetz)*“, v platném znění, BGBl. Nr. 304/1978.

<sup>1189</sup> Čl. 23 lucemburského zákona o smlouvách o finančním zajištění (ve fr.: „*Loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière*).“

<sup>1190</sup> Čl. L211-39 francouzského CMF.

<sup>1191</sup> Obsažená například již ve francouzském občanském zákoníku z roku 1804, konkrétně v odstavci 2 článku 3, který ve vztahu k věcem nemovitým stanovil, že právní režim těchto nemovitostí se řídí francouzským právem, i když je vlastněna cizincem. Jurisprudence pak rozšířila použití zásady *lex rei sitae* i na věci movité.

<sup>1192</sup> Bernasconiho zpráva, op. cit. pozn.č. 4, str. 4 a 27.

U individuálních listinných cenných papírů na základě uvedené normy objektivně zjistit, kde se listinné cenné papíry nacházejí. U listinných cenných papírů má tato skutečnost značný význam, neboť jak u převodu, tak zřízení zajištění dochází ke změně držby listinných cenných papírů a tyto cenné papíry fyzicky přecházejí od majitele k nabyvateli či od poskytovatele zajištění k jeho příjemci. Právo místa, kde se cenné papíry nacházejí, bude proto vždy úzce spjato s těmito listinnými cennými papíry. Pro elektronicky vedené cenné papíry je ovšem toto pravidlo nepoužitelné, a to hned z několika důvodů: za prvé, v případě zastupitelných cenných papírů evidovaných na elektronicky vedeném sběrném účtu cenných papírů nelze jednotlivé cenné papíry určitého vlastníka vůbec identifikovat; za druhé, lze-li cenné papíry v podobě elektronického záznamu na účtu identifikovat, tyto záznamy jednak mohou být přístupné z jakéhokoli místa na světě, čímž hraniční určovatel „místa, kde se věc nachází“ zcela ztrácí své opodstatnění; konečně za třetí, z důvodu plurality účtů, na kterém mohou být cenné papíry v rámci nepřímé držby zapsány, je obtížné určit, který z těchto účtů je pro dané cenné papíry nejvíce relevantní.

Pokud by se *lex cartae sitae* nicméně použila na cenné papíry existující ve formě elektronického záznamu na účtu vedeného u prostředníka, vyžadovalo by to určit rozhodný právní řád pro každý jednotlivý cenný papír či, v případě zastupitelných cenných papírů, na každý jednotlivý typ cenných papírů. Tento problém může být ilustrován na příkladu, kdy dlužník chce dát věřiteli do zástavy zmíněné cenné papíry pocházející od různých emitentů či rovnou celý účet se všemi těmito cennými papíry. „*Tradiční kolizní norma by nahlížela na uvedenou transakci jako na zástavu různých druhů jednotlivých věcí a kolizní otázky by řešila vzhledem ke každému cennému papíru zvlášť. Strany plánované transakce by tak neměly jakoukoli jistotu ohledně proveditelnosti dané transakce, ledaže by se jim podařilo získat jistotu, že zřízení takovéto zástavy by bylo platné a účinné v každé jednotlivé jurisdikci, která by považovala tyto cenné papíry za cenné papíry podléhající této jurisdikci.*“<sup>1193</sup> Z těchto důvodů žádný ze zkoumaných právních

---

<sup>1193</sup> Rogers, S.J.: op. cit. pozn.č. 89, str. 7.



řádů nepoužívá v dnešní době kolizní normu *lex cartae sitae* na nepřímo držené cenné papíry.

### **Díl třetí – Kolizní normy českého právního řádu**

*„Ztráta funkce, jež plnila listina v případě listinných cenných papírů nezpochybnila pouze tradiční právní dogmatiku v oblasti nakládání s cennými papíry v rámci určitého právního řádu, ale rovněž kolizní zásadu *lex cartae sitae* pro přeshraniční nakládání s cennými papíry.“*<sup>1194</sup> Tento závěr činěný vzhledem ke kolizním normám německého práva lze bez výhrad použít i vůči normám českého mezinárodního práva soukromého v oblasti cenných papírů.

Nepočítáme-li úpravu kolizních norem týkajících se finančního zajištění vynucené přijetím unijní směrnice o finančním zajištění, neměly zaknihované cenné papíry od svého vzniku v roce 1993 až do 1. července 2012 samostatnou kolizní úpravu. Jak úprava kolizní problematiky finančního zajištění, tak zaknihovaných cenných papírů mimo rámec tohoto zajištění prošly v českém právu zejména v posledních letech poměrně překotným vývojem – od tradiční normy *lex cartae sitae* přes pravidlo PRACA až ke kolizní normě PRIMA. Zatímco kolizní úprava v oblastech pokrytých příslušnými unijními směrnici se vydala směrem k implementaci kolizního pravidla PRACA (Oddíl 1), úprava v oblastech mimo působnost těchto směrnic dospěla k přejmutí kolizní normy PRIMA s odděleným režimem pro listinné a zaknihované cenné papíry (Oddíl 2).

Stejně jako v části týkajících se obecné problematiky kolizních norem bude dále analyzována pouze oblast „hmotněprávních“ kolizních norem týkající se otázek převodu zaknihovaných cenných papírů a zajištění, nikoli otázek týkajících se určení jurisdikce příslušné k řešení sporů vyplývajících ze vztahů s mezinárodním prvkem zahrnujících nepřímo držené cenné papíry.<sup>1195</sup>

---

<sup>1194</sup> Than, J.: op. cit. pozn. č. 156, str. 546.

<sup>1195</sup> „Co se týče finančního zajištění, spory vyplývající ze vztahů finančního zajištění bude i nadále řešit soustava obecných soudů, dle ustanovení o příslušnosti, které je výslovně zakotveno v občanském soudním řádu, budou pro řešení sporů ze smluv o finančním

## **Oddíl 1 – Kolizní normy pro zaknihované cenné papíry přejeté z unijních směrnic**

V souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie začala být do českého práva postupně přejímána norma PRACA vtělená do příslušných unijních směrnic: nejdříve došlo k implementaci kolizního pravidla PRACA ze směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování)<sup>1196</sup> pro účastníky příslušného platebního systému,<sup>1197</sup> poté ze směrnice o finančním zajištění<sup>1198</sup> pro finanční zajištění<sup>1199</sup> a konečně ze směrnice o úpadku peněžních institucí<sup>1200</sup> pro situace úpadku těchto institucí.<sup>1201</sup> Znění příslušných kolizních ustanovení implementujících do českého právního řádu pravidlo PRACA bylo od svého uvedení několikrát novelizováno.<sup>1202</sup> V současné době se však již zdá, že se implementace kolizní normy PRACA v českém právním řádu ustálila.

Pokud jde o práva vyplývající ze zajištění účastníka platebního nebo vypořádacího systému, vzhledem k němuž se uplatňuje zásada neodvolatelnosti zúčtování,<sup>1203</sup> vznikla-li tato práva v souvislosti s účastí v uvedeném systému, řídí

---

*zajištění v prvním stupni příslušné krajské soudy. Vzhledem ke kolizní úpravě v § 11a zákona č. 97/1963 Sb., o mezinárodním právu soukromém a procesním, které připouští, aby se v případě, že je jako finanční kolaterál poskytnut investiční cenný papír, cenný papír kolektivního investování, nástroj, se kterým se obvykle obchoduje na peněžním trhu, k němuž se vlastnické nebo jiné věcné právo dokládá zápisem do evidence, nebo jsou poskytnuta práva vyplývající ze zápisu investičního cenného papíru, cenného papíru kolektivního investování nebo nástroje, se kterým se obvykle obchoduje na peněžním trhu, do evidence a umožňující oprávněnému nakládat s ním přímo nebo nepřímo obdobným způsobem jako oprávněný držitel, řídilo finanční zajištění právním řádem státu, v němž je vedena tato evidence, je možné, aby byla tedy dána příslušnost i zahraničních soudů“* (Důvodová zpráva k zákonu finančním zajištění, str. 26).

<sup>1196</sup> Čl. 8 a 9 směrnice o neodvolatelnosti vypořádání (zúčtování).

<sup>1197</sup> § 11a ZMPS vložený zákonem č. 125/2002 Sb., nyní součást odstavce 4 § 11b ZMPS.

<sup>1198</sup> Čl. 9 směrnice o dohodách o finančním zajištění.

<sup>1199</sup> § 11e ZMPS vložený zákonem č. 377/2005 Sb.

<sup>1200</sup> Čl. 24 směrnice 2001/24/ES ze dne 4. dubna 2001 o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí (Úř. věst. L 125, 5.5.2001, s. 15-23).

<sup>1201</sup> § 11c ZMPS vložený zákonem č. 377/2005 Sb.

<sup>1202</sup> Zákony č. 257/2004 Sb., č. 57/2006 Sb., č. 296/2007 Sb., č. 409/2010 Sb., č. 139/2011, 179/2012 Sb.

<sup>1203</sup> Přesněji řečeno, jedná-li se o účastníka nebo provozovatele platebního systému s neodvolatelností zúčtování, zahraničního platebního systému s neodvolatelností zúčtování, vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání nebo zahraničního vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání nebo centrální banky některého z členských států Evropské unie nebo Evropské centrální banky.

se práva těchto osob nebo osob jednajících na jejich účet ze zajištění právním řádem státu, v němž je vedena evidence investičních nástrojů, v níž se provádí zápis zakládající právní účinky z těchto jednání, přičemž volba jiného práva je vyloučena.<sup>1204</sup> Ve vztahu k finančnímu zajištění stanoví v současné době zákon o mezinárodním právu soukromém, že jsou-li jako předmět finančního zajištění poskytnuty investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování nebo nástroje peněžního trhu, k nimž se vlastnické nebo jiné věcné právo dokládá zápisem do evidence, anebo jsou-li jako předmět finančního zajištění poskytnuta práva vyplývající ze zápisu investičního cenného papíru, cenného papíru kolektivního investování nebo nástroje peněžního trhu, do evidence, která umožňují oprávněnému s takovým cenným papírem nebo nástrojem přímo nebo nepřímo nakládat alespoň obdobným způsobem jako oprávněný držitel,<sup>1205</sup> řídí se vztahy vyplývající z finančního zajištění právním řádem státu, v němž je vedena tato evidence.<sup>1206</sup> Konečně v případě úpadku<sup>1207</sup> finanční instituce<sup>1208</sup> insolvenční

---

<sup>1204</sup> § 11b, odst. 4 ZMPS.

<sup>1205</sup> Co se týče vývoje kolizního pravidla PRACA ve vztahu k finančnímu zajištění je nutné zmínit provedení úpravy beroucí v potaz skutečnost, že k zaknihovanému cennému papíru nemusí mít oprávněný subjekt vlastnické právo *sui generis*, jako je tomu v českém právu, ale že toto právo může být jiného charakteru, například může být pouze označováno jako věcné právo.

<sup>1206</sup> Tímto kolizním pravidlem se řídí a) právní povaha předmětu finančního zajištění a věcněprávní účinky tohoto finančního zajištění, b) podmínky vyžadované pro vznik finančního zajištění, pro poskytnutí takového předmětu finančního zajištění, jakož i další podmínky pro to, aby finanční zajištění nabylo účinků vůči třetím osobám, c) pořadí vlastnických nebo jiných práv k předmětu finančního zajištění vyplývajících z jejich zápisu do evidence a podmínky nabytí od osoby, která není vlastníkem, d) podmínky a způsob uspokojení z předmětu finančního zajištění, nastane-li rozhodná skutečnost. Volba jiného práva a zpětný a další odkaz jsou vyloučeny.

<sup>1207</sup> Úpadkem finanční instituce se pro účely tohoto ustanovení rozumí situace řešená a) kolektivním řízením vedeným vůči finanční instituci, zahájeným a sledovaným správními nebo soudními orgány členského státu Evropské unie nebo jiného státu tvořícího Evropský hospodářský prostor, jehož cílem je prodej majetku pod dozorem těchto orgánů, včetně případů, kdy je řízení ukončeno oddlužením nebo jiným obdobným opatřením (dále jen „*konkursní řízení*“), nebo b) opatřením, jehož účelem je uchovat nebo obnovit zdravou finanční situaci finanční instituce a které může mít vliv na již existující práva třetích osob, včetně opatření zahrnujícího možnost pozastavení plateb, pozastavení vymahatelnosti pohledávek, odložení opatření souvisejících s výkonem rozhodnutí nebo krácení pohledávek (§ 11c, odst. 2 ZMPS).

<sup>1208</sup> Finanční institucí se pro účely tohoto ustanovení rozumí banka, spořitelni a úvěrní družstvo, zahraniční banka, pokud požívá výhody jednotné licence podle práva Evropských společenství, v případě odstavců 2, 5 až 9, 12 až 14 i zahraniční banka z jiného než členského státu Evropské unie nebo Evropského hospodářského prostoru, která má

řízení se provádí v souladu s právními předpisy a postupy platnými ve státě, kde finanční instituci byla udělena licence nebo obdobné oprávnění,<sup>1209</sup> nicméně „*uplatnění a vymáhání práv k investičním nástrojům, jejichž existence nebo převod předpokládají jejich zápis v registru, na účtu nebo v centrálním vkladovém systému, který je veden nebo umístěn v některém členském státě Evropské unie nebo jiném státě tvořícím Evropský hospodářský prostor, se řídí právem tohoto státu.*“<sup>1210</sup>

Vzhledem k tomu, že uvedená česká právní úprava je konformní implementací příslušných unijních směrnic, v jejímž rámci není národnímu zákonodárci poskytnut přílišný prostor k diskreci, nelze z hlediska hodnocení kvality této úpravy než odkázat na kritiku vyslovenou vzhledem k normě PRACA jako takové.<sup>1211</sup> Nový zákon o mezinárodním právu soukromém, jenž by měl začít platit od počátku roku 2014, uvedenou úpravu přebírá v nezměněné podobě<sup>1212</sup> a vzhledem k tomu, že nejsou očekávány změny zmíněných unijních kolizních norem v předmětných oblastech, lze proto předpokládat, že dnes platná úprava kolizní normy PRACA v českém právním řádu nedozná ani v blízké budoucnosti převratných změn.

---

pobočku alespoň ve dvou státech Evropské unie nebo Evropského hospodářského prostoru. (§ 11c, odst. 1 ZMPS).

<sup>1209</sup> Jde-li o a) majetek, který tvoří součást majetkové podstaty, a nakládání s majetkem, který finanční instituce nabyla po zahájení konkursního řízení, b) pravomoci finanční instituce a osoby provádějící konkursní řízení, c) podmínky, za nichž lze uplatnit započtení, d) účinky konkursního řízení na současné smlouvy, jichž je finanční instituce stranou, e) účinky konkursního řízení na soudní a rozhodčí řízení vedená jednotlivými věřiteli, s výjimkou řízení podle odstavce 13, f) pohledávky, které musí být přihlášeny za majetkem finanční instituce, a nakládání s pohledávkami, které vznikly po zahájení konkursního řízení, g) pravidla upravující přihlašování, ověřování a zjišťování pohledávek, h) pravidla upravující rozdělení výnosu z prodeje majetku, stanovení pořadí pohledávek a práva věřitelů, jejichž pohledávky byly částečně uspokojeny po zahájení konkursního řízení na základě věcného práva nebo prostřednictvím započtení, i) podmínky pro ukončení konkursního řízení a důsledky ukončení konkursního řízení, j) práva věřitelů po ukončení konkursního řízení, k) osobu povinnou hradit náklady a výdaje konkursního řízení, l) pravidla týkající se neplatnosti, neúčinnosti nebo odporovatelnosti právních úkonů z důvodu poškozování věřitelů (§ 11c, odst. 4 ZMPS).

<sup>1210</sup> § 11c, odst. 6 ZMPS.

<sup>1211</sup> Výše díl druhý, oddíl 2 této druhé části.

<sup>1212</sup> § 83, odst. 4 nového ZMPS přejímá ustanovení § 11b, odst. 4 ohledně neodvolatelnosti zúčtování; § 83, odst. 5 nového ZMPS přejímá ustanovení § 11e ohledně finančního zajištění; pro úplnost ustanovení § 11c, odst. 6 lze nalézt v ustanovení § 113, odst. 1 nového ZMPS.

## ***Oddíl 2 – Kolizní normy pro zaknihované cenné papíry mimo působnost příslušných unijních směrnic***

V souvislosti s funkční konvergencí struktur nepřímé držby cenných papírů v České republice realizované prostřednictvím napojení evidencí zaknihovaných a jiných cenných papírů na zahraniční prostředníky a centrální depozitáře, doznaly vývoje i české kolizní normy týkající se nakládání se zaknihovanými cennými papíry mimo působnost unijních směrnic analyzovaných v předchozím oddílu. Tento vývoj bohužel probíhal poměrně chaoticky, bez jasné právně-politické koncepce.<sup>1213</sup>

Od počátku roku 1993, kdy vstoupil v účinnost zákon o cenných papírech upravující poprvé na území České republiky zaknihované cenné papíry, byl až do konce května 2011<sup>1214</sup> rozhodným právním řádem pro nakládání se zaknihovanými cennými papíry právní řád místa, kde se daný cenný papír nachází, a to zcela bez možnosti volby rozhodného právního řádu použitelného na práva k takovému cennému papíru.<sup>1215</sup> V krátkém mezidobí poté (od konce května 2011 do konce června 2012)<sup>1216</sup> byl režim zástavních práv a převodů cenných papírů oddělen, přičemž určení právního řádu, jímž se mělo řídit zástavní právo k cenným papírům, včetně zaknihovaných, bylo ponecháno plně na volbě stran

---

<sup>1213</sup> Je paradoxní, že při přípravě jednotlivých novel ZMPS, zejména novely č. 139/2011 Sb., byla zcela ignorována rizika popsaná v přípravných dokumentech Haagské úmluvy. Pokud by zákonodárce tyto dokumenty četl, mohl se vyhnout například úskalím vyplývajícím z plné volnosti ponechané stranám při určení rozhodného právního řádu použitelného na zástavu zaknihovaných cenných papírů.

<sup>1214</sup> Z historického hlediska: od počátku umožnění existence zaknihovaných cenných papírů byla kolizní problematika této oblasti neupravená, neboť v důsledku existence centralizované evidence zaknihovaných cenných papírů ve Středisku cenných papírů bez kontaktu na zahraničí se nejevilo jako nezbytně nutné upravovat něco, co *de facto* nemohlo legálně existovat.

<sup>1215</sup> § 6 ZMPS ve znění do 27. května 2011 (do účinnosti novely č. 139/2011 Sb.): Vznik a zánik věcných práv k věcem movitým řídí se právem místa, kde věc byla v době, kdy nastala skutečnost, která zakládá vznik či zánik tohoto práva.

<sup>1216</sup> Přesněji od 27. května 2011, kdy vstoupila v účinnost novela ZMPS č. 139/2011 Sb. do 30. června 2012, kdy vstoupila v účinnost vzhledem k ustanovení § 11b ZMPS novela č. 172/2012 Sb.

s alternativou – v případě absence volby – použití rozhodného právního řádu platného v místě obvyklého pobytu nebo sídla zástavního věřitele.<sup>1217</sup>

Je-li na jednu stranu kolizní norma *lex cartae sitae* pro zaknihovaného cenné papíry zcela nevyhovující, jak bylo demonstrováno v předchozím oddílu, pravidlo umožňující plnou smluvní volnost ohledně určení rozhodného právního řádu použitelného na některé aspekty nakládání s dematerializovanými cennými papíry, jako například na zástavní právo, bude rovněž působit značné aplikační problémy.

Listinný cenný papír se v drtivé většině případů chová jako movitá věc, neboť se při dispozicích zpravidla fyzicky přemísťuje z místa na místo a s ním i vlastnické či jiné právo k němu. Naproti tomu zaknihovaný cenný papír, který se vyskytuje ve formě nehmotného záznamu (či řetězce záznamů) osvědčující existenci práva na plnění konečného vlastníka vůči emitentovi, se při převodu na jiného konečného vlastníka nijak fyzicky nepřemísťuje: žádný hmotný či nehmotný předmět nemění své prostorové umístění, nýbrž se pouze se mění subjekt práva na plnění vůči emitentovi.<sup>1218</sup> Vzhledem k tomu, že zaknihovaný cenný papír není „prostorově ohraničeným předmětem,“ bude se obvykle vyskytovat alespoň na dvou „místech,“ resp. účtech, a to účtu emitenta a účtu majitele. Ani tyto účty ovšem nebudou místy „fyzického výskytu“ zaknihovaného cenného papíru. Tyto

<sup>1217</sup> § 11b, odst. 1 ZMPS ve znění zákona č. 139/2011 Sb. Pokud ze zákona nevyplývá něco jiného, převod práva k cennému papíru se řídí právem platným v místě, v němž je cenný papír v době nakládání s ním. Odst. 2: Zástavní právo k cennému papíru se řídí právem platným v místě obvyklého pobytu nebo sídla zástavního věřitele v rozhodné době, nezvolí-li strany právo jiné; volba práva nemá účinky vůči třetí osobě, ledaže je prokázáno, že třetí osobě byla volba práva známa dříve. Jde-li o cenný papír, který je nutno předložit za účelem vydání věci a nakládání s ní, použije se práva platného v místě, v němž je cenný papír v rozhodné době. Odst. 3: Nakládání s cenným papírem se řídí právem státu, v němž je vedena evidence, ve které se ve prospěch příjemce z takového jednání provádí zápis zakládající právní účinky vlastnictví cenného papíru. Volba jiného práva je přípustná, jen jde-li o právo státu, v němž má osoba vedoucí evidenci k okamžiku volby jiného práva sídlo nebo pobočku, a vedení evidence patří mezi obvyklé činnosti této osoby.

<sup>1218</sup> Obrazně lze na převod nahlížet jako na paprsek, který neustále vyzařuje ze zdroje, jímž je emitent, a mění se pouze jeho druhý konec, takže převod z jednoho konečného majitele na jiného si lze představit pouze jako změnu úhlu vyzařování tohoto obrazného paprsku (převod z jednoho konečného majitele na druhého) nebo změnu délky paprsku (převod z konečného majitele na jeho prostředníka, kterým se prostředník stává konečným majitelem, čímž se o jeden článek zkrátí vlastnický řetězec a v uvedeném obrazném přirovnání rovněž daný paprsek).

účty budou existovat v paměti počítače, který může být umístěn kdekoli na světě a k němuž bude možno díky internetu získat přístup odkudkoli na světě.<sup>1219</sup> Vezmeme-li v potaz toto „odhmotnění“ zaknihovaného cenného papíru a z něho vyplývající „delokalizaci“ tohoto cenného papíru, nezbyde než zařadit zaknihovaný cenný papír do rámce závazku mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem: v důsledku toho nebude nelogické umožnit volbu rozhodného práva, jež by se mělo použít na uvedený závazek, a v případě absence této volby navázat hraniční určovateli na sídlo strany poskytující „charakteristické plnění“, tj. sídlo prostředníka. Výsledná kolizní norma sledující tuto nastíněnou logiku – inkorporovaná do ZMPS novelou č. 139/2011 Sb.<sup>1220</sup> – je poté do značné míry identická s tzv. americkou PRIMou.<sup>1221</sup>

Americká (P)RIMA nicméně trpí poměrně zásadními defekty, které se projeví rovněž v českém právní řádu a vynutily si rychlou novelizaci tohoto kolizního pravidla.<sup>1222</sup> Vedle těchto problémů došlo navíc ke koncepční nesrovnalosti

<sup>1219</sup> Požadavky na technické vybavení prostředníka jsou zpravidla upraveny veřejnoprávními předpisy, nicméně tyto předpisy zpravidla neurčují, kde má mít prostředník počítačové servery, prostřednictvím kterých operuje. Krom toho z hlediska vykonatelnosti bude umístění serveru irrelevantní: eventuelním „zabavením“ příslušnému serveru či počítači nedojde k „přivlastnění“ zaknihovaného cenného papíru, neboť záznam v na takovém serveru či počítači je pouze záznamem o existenci zaknihovaného cenného papíru, nikoli cenným papírem samotným.

<sup>1220</sup> § 11b, odst. 2 ZMPS ve znění zákona č. 139/2011 Sb.: Zástavní právo k cennému papíru se řídí právem platným v místě obvyklého pobytu nebo sídla zástavního věřitele v rozhodné době, nezvolí-li strany právo jiné; volba práva nemá účinky vůči třetí osobě, ledaže je prokázáno, že třetí osobě byla volba práva známa dříve. Jde-li o cenný papír, který je nutno předložit za účelem vydání věci a nakládání s ní, použije se práva platného v místě, v němž je cenný papír v rozhodné době.

<sup>1221</sup> Srovnej výše díl druhý, oddíl 1 této části druhé.

<sup>1222</sup> Za prvé, díky možnosti neomezené volby práva mohly strany na svůj vztah zvolit použití právního řádu, který s daným vztahem vůbec nesouvisel, a prakticky eliminovat efektivitu případného nuceného výkonu práv, zejména v případě zajištění: například, byl-li - mezi dlužníkem se sídlem v České republice zajišťujícím svůj závazek vůči věřiteli se sídlem v Rakousku zástavním právem k zaknihovaným cenným papírům vedeným na účtu v evidenci u prostředníka (depozitáře) pod dohledem českých veřejných orgánů ve prospěch věřitele se sídlem v Rakousku a tímto věřitelem smluvně - zvolen novozélandský právní řád jako rozhodný právní řád pro otázky spojené se zřízením zástavního práva, musel by eventuelní nucený výkon uvedeného zástavního práva být proveden v České republice podle norem novozélandského právního řádu. To by v českém právním a institucionálním prostředí jistě působilo nemalé problémy oběma stranám. Krom toho mohlo takovým ujednáním docházet k obejití určitých kogentních norem českého práva, jako je například zákaz zřízení a realizace propadné zástavy (mimo režim finančního zajištění). Za druhé, subsidiární zákonné pravidlo stanoví, že v případě absence volby

spočívající v rozdělení hraničních určovatелů pro zajišťovací dispozice s cennými papíry a plné dispozice v podobě převodů vlastnického práva *sui generis* k zaknihovaným cenným papírům, byť ve vztahu k posléze uvedeným byla do českého práva uvedena modifikovaná verze<sup>1223</sup> tzv. haagské PRIMy.<sup>1224</sup>

K vyřešení popsaných problémů došlo poměrně záhy novelou č. 172/2012 Sb., která zároveň plně rozšířila kolizní pravidlo v podobě modifikované haagské PRIMy pro veškerá nakládání se zaknihovanými cennými papíry.<sup>1225</sup> Zákodárce po předchozím váhání pochopil, že listinné cenné papíry a zaknihované cenné papíry jsou - obrazně řečeno - dva různé živočišné druhy, jež v optice mezinárodního práva soukromého nemají téměř nic společného. Na zaknihované cenné papíry proto plně aplikoval do jisté míry modifikované kolizní

---

práva by se použilo právního řádu platného v místě obvyklého pobytu nebo sídla zástavního věřitele v rozhodné době mohlo z hlediska efektivity vést k obdobně absurdním výsledkům. V jurisdikci, kde má zástavní věřitel sídlo, nemusí být zástavním věřitelem nutně vykonávána jakákoli činnost týkající se vedení účtu cenných papírů - ten může být například veden organizační složkou zástavního věřitele umístěnou ve zcela jiné jurisdikci. V důsledku toho mohlo dojít k použití právního řádu (opět zejména ohledně nuceného výkonu práv ze zajištění), který s daným vztahem vůbec nesouvisí, a učinit výkon práv zástavního věřitele velmi obtížným. Za třetí, vedlejší právně-politický efekt americké PRIMy je koncentrace rozhodných právních řádů, jimiž se řídí příslušné smluvní zajišťovací dokumentace do center globálního finančnictví, což je výhodné pro jurisdikce, kde se tato centra nacházejí, tj. zejména americký stát New York a jeho právní řád či Londýn a anglický právní řád, avšak nikoli pro malé jurisdikce s nepříliš rozvinutými finančními trhy, jako je například Česká republika. Tato námitka vznášena představiteli EU a jejich členských států byla jedním z hlavních důvodů pro zamítnutí použití americké PRIMy, jak ji zná právní řád Spojených států, „*jak stojí a leží*“ do Haagské úmluvy a její následné úpravy do podoby tzv. haagské PRIMy analyzované výše v oddílu 1 prvního dílu této části..

<sup>1223</sup> Srovnej se zněním č. 4 a 5 Haagské úmluvy.

<sup>1224</sup> § 11b, odst. 3 ZMPS ve znění zákona č. 139/2011 Sb.: Nakládání s cenným papírem se řídí právem státu, v němž je vedena evidence, ve které se ve prospěch příjemce z takového jednání provádí zápis zakládající právní účinky vlastnictví cenného papíru. Volba jiného práva je přípustná, jen jde-li o právo státu, v němž má osoba vedoucí evidenci k okamžiku volby jiného práva sídlo nebo pobočku, a vedení evidence patří mezi obvyklé činnosti této osoby.

<sup>1225</sup> § 11b, odst. 3 ZMPS ve znění novely č. 172/2012 Sb. účinné od 1. července 2012: Bez ohledu na odstavce 1 a 2 nakládání se zaknihovaným nebo imobilizovaným cenným papírem nebo jiným cenným papírem zapsaným v evidenci, nebo nakládání s právem zapsaným v evidenci, kterém se chová jako zaknihovaný cenný papír, se řídí právem státu, v němž je vedena evidence, ve které se provádí zápis; zpětný a další odkaz jsou vyloučeny. Volba práva je přípustná, jen jde-li o právo státu, v němž má osoba vedoucí evidenci k okamžiku volby práva sídlo nebo pobočku, a vedení evidence patří mezi obvyklé činnosti této osoby.



pravidlo haagské Úmluvy, a to jak co se týče převodů, tak co se týče zajišťovacích práv k zaknihovaným cenným papírům.<sup>1226</sup> I když oproti haagské PRIMě vykazuje „česká PRIMA“ určité rozdíly,<sup>1227</sup> je nutno ji v zájmu právní jistoty vykládat co nejvíce v souladu s jejím inspiračním zdrojem, tzn. Haagskou úmluvou.<sup>1228</sup> V neposlední řadě je třeba vyzdvihnout úspěšnou snahu zákonodárce zpřesnit textaci uvedeného kolizního pravidla, kdy v souladu s právní situací v jiných právních řádech vztáhl toto kolizní pravidlo i na „*práva zapsaná v evidenci, která nutně kvalitu zaknihovaného cenného papíru ve smyslu českého práva mít nemusí*“.<sup>1229</sup> Nový zákon o mezinárodním právu soukromém č. 91/2012 Sb., jenž má vstoupit v účinnost dne 1. ledna 2014, na výše uvedených ustanoveních nic nemění.<sup>1230</sup> Pozitivně však lze hodnotit systematictější zařazení kolizních norem týkajících se cenných papírů do samostatné části zákona.<sup>1231</sup>

Shrneme-li vývoj kolizních norem týkajících se zaknihovaných cenných papírů v českém právu, lze říci, že po dlouhém váhání se zrušením prakticky neaplikovatelné normy *lex cartae sitae*, nastoupil český zákonodárce cestu modernizace, kterou zdárně dokončil přijetím kolizní normy PRACA pro oblasti reglementované příslušnými unijními směrnici a modifikované kolizní normy PRIMA ve znění haagské Úmluvy pro některé ostatní oblasti. V konečném

<sup>1226</sup> Termín „*nakládání*“ uvedený v první větě odst. 3 § 11b zahrnuje jak nakládání ve smyslu převodu, tak nakládání ve smyslu zřízení zajišťovacích práv, včetně zástavního práva.

<sup>1227</sup> Srovnej s analýzou haagské PRIMy uvedené výše v oddílu 1 prvního dílu této části.

<sup>1228</sup> Zejména pojem „*vedení evidence*“ uvedený druhé větě odstavce 3 § 11b by měl být vykládán v souladu s čl. 4, odst. 2 Haagské úmluvy: za osobu či pobočku vedoucí evidence jako svou obvyklou činnost by neměla považována osoba či pobočka, (i) kde se pouze nachází technologie umožňující zaznamenávání nebo zpracovávání údajů týkajících se účtů cenných papírů, (ii) kde se pouze nacházejí nebo kde jsou provozovány telefonické ústředny komunikující s vlastníky účtů, (iii) odkud je pouze odesílána a kde je přijímána pošta týkající se účtů cenných papírů, nebo kde se nacházejí soubory nebo archivy, (vi) pokud má pouze formální nebo administrativní funkce odlišné od těch, jež se vztahují na otvírání a práva účtů cenných papírů, a nemá pravomoc činit jakákoli závazná rozhodnutí směřující k uzavření jakýchkoli smluv o vedení účtu. Osoba či pobočka „vedoucí evidenci jako svou obvyklou činnost“ by měla být osoba či pobočka, u které lze identifikovat alespoň dva z uvedených aspektů (Komentář k Haagské úmluvě, str. 78-79).

<sup>1229</sup> Důvodová zpráva k části třinácté zákona č. 172/2012 Sb.

<sup>1230</sup> Ustanovení 11b, odst. 3 ZMPS určující kolizní normu pro nepřímo držené cenné papíry, včetně zaknihovaných, je převzato do ustanovení odst. 3 § 83 nového ZMPS; ustanovení § 11b, odst. 1 určující působnost uvedené kolizní normy se objevuje v § 82 nového ZMPS.

<sup>1231</sup> Hlava X – Cenné papíry, investiční nástroje a jiné listiny.

důsledku lze uzavřít, že přes zpočátku poněkud klopotný vývoj se českému právu – alespoň v oblasti kolizních norem ohledně zaknihovaných cenných papírů – podařilo úspěšně dosáhnout značné úrovně formální konvergence s právními normami platnými ve státech s vyspělými kapitálovými trhy.

## **ČÁST TŘETÍ – PRÁVNĚ-POLITICKÉ ASPEKTY NEPŘÍMÉ DRŽBY CENNÝCH PAPÍRŮ**

Regulace způsobu držby cenných papírů v sobě skrývá mnohé právně politické aspekty přesahující oblast soukromého práva. Inkorporace práva do listiny spojená s možností její přímé držby a transferu této držby pomocí fyzického předání této listiny umožňuje zakrývat identitu skutečných akcionářů a v důsledku toho vytvářet anonymní korporátní struktury. Tyto anonymní korporátní struktury poté mohou sloužit jako prostředky k realizaci úniků, praní špinavých peněz, střetu zájmů a korupce.<sup>1232</sup> Problémy vyplývající z anonymity korporátních struktur se vyskytují jak ve vztahu k účastnickým listinným cenným papírům na jméno, tak na majitele, i když u jednotlivých forem s různou intenzitou.

Naproti tomu nepřímá držba cenných papírů vždy předpokládá ingerenci prostředníka, který má určitý stupeň kontroly nad nepřímo drženými cennými papíry konečných majitelů účtu. Tento prostředník je v drtivé většině jurisdikcí podřízen veřejnoprávním povinnostem týkajícím se boje proti praní špinavých peněz a financování terorismu, které vyžadují jednoznačnou identifikaci majitelů účtu cenných papírů. Toto „křížení“ soukromoprávních a veřejnoprávních povinností v osobě prostředníka má za následek možnost odkrytí anonymních korporátních struktur a znemožnění anonymní držby cenných papírů: jestliže majitel nepřímo držených akcií nemůže držet tyto akcie jinak než prostřednictvím účtu cenných papírů u prostředníka, kterému musí vždy vyjevit a prokázat svou totožnost, nelze již mluvit o anonymních korporátních strukturách, neboť příslušní akcionáři budou vždy dohledatelní a identifikovatelní. V této souvislosti se proto naskýtá právně-politická otázka, zda je vhodné a potřebné využít soukromoprávní institut nepřímé držby cenných papírů k regulaci anonymních korporátních struktur společností za účelem předcházení hospodářské kriminality, boje proti korupci, praní špinavých peněz, financování terorismu či ochrany státních zájmů.

---

<sup>1232</sup> The Economist, 21. lund 2012: Corporate anonymity – Light and Wrong, The Ultimate Privilege, str. 15, 55 – 56.

Otázka deanonymizace korporátních struktur v rámci nepřímé držby cenných papírů se týká pouze účastnických cenných papírů, a z těchto cenných papírů více méně pouze akcií, neboť skrze tento typ cenných papírů lze přímo a efektivně ovládat jednání určité akciové společnosti či holdingové struktury. V referenčním rámci nepřímé držby cenných papírů, tj. v rámci jurisdikce či jurisdikcí, kde mohou účastnické cenné papíry existovat pouze v dematerializované podobě, je korporátní struktura určité společnosti či skupiny společností, vždy teoreticky dohledatelná. Prakticky však tato struktura plně dohledatelná být nemusí, neboť právní řád příslušné jurisdikce nemusí předvídat povinnost předávání informací o identitě konečných majitelů účastnických cenných papírů vedených na účtech cenných papírů, jež jsou situovány mimo danou jurisdikci.<sup>1233</sup>

První díl této části rozebírá vztah existence přímé držby listinných cenných papírů a problému anonymních korporátních struktur společností. Druhý díl poté nastiňuje možná východiska právní úpravy omezující existenci anonymních korporátních struktur pomocí obligatorního zavedení nepřímé držby cenných papírů, tj. zákazu existence listinných cenných papírů v České republice.

### **Díl první – Přímá držba cenných papírů a problém anonymních korporátních struktur**

Jak již bylo naznačeno, problematika anonymních korporátních struktur společností je problematikou týkající se až na výjimky pouze akciových

---

<sup>1233</sup> Jako příklad mohou posloužit právní řády Francie a Belgie: mohou-li se v obou systémech vyskytovat cenné papíry pouze v rámci nepřímé držby v dematerializované podobě, francouzské právo reglementuje povinnost i mechanismus předávání informací o identitě konečných majitelů dematerializovaných akcií vedených na účtech cenných papírů, čímž činí v rámci svého referenčního rámce korporátní struktury plně transparentní, neboť umožňuje reálné dohledání konečných majitelů společností na akcie či skupin společností; naproti tomu belgické práva žádnou obdobnou povinnost či mechanismus předávání informací ohledně identity konečných majitelů účastnických cenných papírů nepředvídá, čímž reálné dohledání konečných majitelů společností na akcie či skupin společností znemožňuje, byť teoreticky by tyto osoby v rámci referenčního rámce belgického práva by dohledatelné byly (podrobněji níže oddíl 2, kapitola 2).

společností. Pouze kapitálové společnosti a z kapitálových společností pouze ty akciové mohou mít neznámé, anonymní společníky (akcionáře).<sup>1234</sup>

První otázkou, kterou je třeba si v kontextu problematiky anonymních korporátních struktur položit je, zda právní fenomén přímé držby a s ní spojené anonymity držitelů či vlastníků akcií, je negativním společenským a ekonomickým fenoménem. Je přímá držba a s ní spojená anonymita držitelů či vlastníků akcií skutečně prostředkem způsobujícím či amplifikujícím fenomény korupce, střetu zájmů, praní špinavých peněz? S touto otázkou je nerozlučně spojena otázka, zda transparentnost akcionářů je slučitelná s koncepcí akciové společnosti jako takové. Není možnost dohledat identitu akcionářů akciové společnosti v přímém protikladu s pojmem a koncepcí akciové společnosti?

První oddíl poskytne odpověď na otázku zda přímá držba listinných účastnických cenných papírů a s tím spojená anonymita vlastníků těchto cenných papírů je či není problémem sama o sobě, a to zejména z pohledu ekonomické analýzy práva. Druhý oddíl poté řeší, zda anonymita akcionářů vyplývající z přímé držby akcií, zejména těch na majitele, je základním pojmovým znakem akciové společnosti tvořícím kvalitativní esenci této společnost. Jinými slovy se druhý oddíl táže, zda eventuelní negativní společenské a ekonomické jevy vyplývající z anonymity akcionářů jsou nevyhnutelnou daní za existenci akciové společnosti. Bylo by možné eliminovat anonymitu akcionářů akciové společnosti a s ní uvedené negativní vlivy, aniž by došlo ke zrušení institutu akciové společnosti, jak ji známe v současnosti?

### ***Oddíl 1 – Ekonomické náklady přímé držby a anonymity korporátních struktur***

Ekonomické náklady přímé držby cenných papírů a anonymity korporátních struktur společností lze rozdělit do dvou skupin: náklady soukromoprávních

<sup>1234</sup>

Problematika anonymních korporátních struktur se dotýká nejen akciových společností, ale rovněž skupin společností či korporací, jejímiž členy mohou být akciové společnosti. Například společníkem společnosti s ručením omezeným může být akciová společnost s přímo držnými listinnými akciemi na majitele, jejichž vlastníci (akcionáři) jsou neznámí; skuteční vlastníci na první pohled transparentní společnosti s ručením omezeným tak mohou zůstat skryti.

transakcí vznikající účastníkům transakcí s listinnými cennými papíry a společensko-ekonomické náklady vznikající veřejným subjektům, zejména státu a společnosti jako takové.<sup>1235</sup> V rámci druhé skupiny je pak nutné zabývat se podrobněji problémem zneužívání veřejných prostředků prostřednictvím využívání anonymních korporátních struktur fyzickými osobami, které o těchto veřejných prostředcích rozhodují.

## **Kapitola 1 – Náklady soukromoprávních transakcí**

Držba, a zejména fyzické převody listinných cenných papírů, jsou v ekonomicky vyspělých zemích více méně anachronismem, neboť převádění podílů v akciových společnostech prostřednictvím fyzického předání či rubopisování akcií je příliš komplikované, nebezpečné a drahé. V České republice se ovšem při analýze nákladů na držbu a převod listinných cenných papírů často vychází z mylného předpokladu, že držba i převody listinných cenných papírů jsou beznákladové.<sup>1236</sup> Tento klamný předpoklad vychází z myšlenky, že listinné cenné papíry drží jejich vlastníci doma, ať už v sejfě či v „matraci.“ Vzhledem k rizikovosti listinných akcií, zejména těch na majitele, jejichž ztráta, ukradení či zfalšování, může jejich vlastníka připravit o významná aktiva či kontrolu nad potenciálně velkými společnostmi či skupinami společností, jsou však tyto akcie v drtivé většině případů drženy v bankovní úschově, neboť uvedené rizika tak přecházejí na banku. V reálném světě jsou proto jak listinné, tak zaknihované akcie drženy v bankách: listinné v bankovních

---

<sup>1235</sup> Následující analýza se nicméně nezabývá určitými jevy, jejichž původcem listinné cenné papíry na majitele bezpochyby jsou, avšak z hlediska ekonomické analýzy práva nejsou uchopitelné. Například z důvodu možnosti anonymního vlastnictví přímo držaných listinných cenných papírů není stát schopen zajistit, že akciové společnosti s listinnými akciemi na majitele podnikající ve strategických oblastech nepředstavují pro stát bezpečnostní riziko: přímým či nepřímým akcionářem společnosti podnikající v oblasti strategické pro stát může být fyzická osoba, jež představuje pro stát bezpečnostní riziko, aniž je stát jakkoli schopen zjistit identitu takového akcionáře. Ze stejného důvodu je orgánům činným v trestním řízení často znemožněno získávat pro účely vyšetřování trestné činnosti informace o vlastnících těchto listinných cenných papírů, a tudíž i o tom, kdo je akcionářem té či oné akciové společnosti. Ač se v obou případech jedná o nežádoucí společenský jev, možné ekonomické ztráty vyplývající z těchto jevů nelze nijak kvantifikovat, ani kvalitativně analyzovat.

<sup>1236</sup> Závěrečná zpráva z hodnocení regulace dopadů (RIA) k návrhu zákona o zvýšení transparentnosti právnických osob, Ministerstvo spravedlnosti, leden 2012.

sejfech „ve sklepě banky,“ zaknihované „o pár pater výš“ na elektronicky vedených účtech (či opačně v závislosti na technické dispozici budovy té či oné bankovní pobočky). Příklad nákladů bankovní úschovy v roce 2012 v předních českých bankách ilustruje následující tabulka.

**Listinné akcie<sup>1237</sup>**

| <b>Banka</b>            | <b>Bankovní úschova (cena za rok)</b> |
|-------------------------|---------------------------------------|
| <b>ČSOB</b>             | <b>1 200 až 7 200 Kč (bez DPH)</b>    |
| <b>Česká spořitelna</b> | <b>720 až 24 000 Kč (bez DPH)</b>     |
| <b>Komerční banka</b>   | <b>1 020 až 12 240 Kč (bez DPH)</b>   |

Krom toho listinné cenné papíry lze převádět pouze jejich fyzickým předáním z rukou jedné osoby do rukou osoby druhé. Nelze je převádět zápisem v evidenci, jež by umožňovala dohledání skutečných držitelů těchto akcií tak, jak je to možné u elektronicky registrovaných, zaknihovaných, akcií. Pro provedení převodu listinných cenných papírů (na řad) je proto obvykle nutné vyzvednout předmětné listinné cenné papíry z bankovní či notářské úschovy, bezpečně je dopravit zpravidla k advokátovi, kde je pod jeho dohledem proveden jejich rubopis. Poté musí být tyto listinné cenné papíry bezpečně dopraveny zpět do úschovy a obvykle musí být uzavřena nová smlouva o úschově těchto cenných papírů na jméno jejich nového vlastníka. Jedná-li se o listinné cenné papíry na jméno, je třeba fyzicky předložit tyto rubopisované cenné papíry společnosti, jež tyto akcie vydala, aby mohla provést odpovídající záznam v seznamu akcionářů či držitelů dluhopisů. U listinných cenných papírů na majitele nutnost rubopisu a s ním obvyklá ingerence advokáta či notáře stejně jako zápis do seznamu akcionářů odpadá, nutnost zajistit vyzvednutí z úschovy, bezpečný fyzický transport těchto akcií a opětovné složení do úschovy nicméně zůstává.

## **Kapitola 2 – Daňové úniky, praní špinavých peněz, fiktivní výkon práv akcionáře**

Listinné akcie na majitele mohou vést k daňovým únikům díky možnosti skrytého fyzického předání za účelem převodu a absenci registrace takových převodů.<sup>1238</sup>

<sup>1237</sup> Údaje platné ke konci prvního čtvrtletí 2012.

Neuvedení příjmů ze zisků z prodeje listinných akcií na majitele v daňovém přiznání je v důsledku absence jakékoli evidence převodů a vlastníků těchto listinných akcií pro finanční úřady více méně nezjistitelné.<sup>1239</sup> Fyzické převody listinných akcií „z ruky do ruky“ rovněž umožňují nezjistitelné převody často vysokých majetkových hodnot. Kvůli tomu mohou přímo držené listinné akcie na majitele sloužit jako prostředek k legalizaci výnosů z trestné činnosti.<sup>1240</sup>

Účelem předpisů proti praní špinavých peněz, zejména zákona o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu,<sup>1241</sup> je zamezení zakrývání příjmů či jiných ekonomických výhod získaných z nelegální činnosti. Za tímto účelem mají určité osoby, včetně podnikatelů a právnických osob, jež nejsou podnikateli,<sup>1242</sup> povinnost identifikovat a provádět kontrolu účastníků obchodů, pokud uskutečňují obchody, v rámci kterých jsou převáděny částky přesahující 15 000 EUR.<sup>1243</sup> Naproti tomu u převodů přímo držených listinných cenných papírů (na majitele) žádná obdobná povinnost neexistuje. Zatímco převod částky v hodnotě 15 000 EUR či větší bude podléhat povinností a omezením stanoveným předpisy proti praní špinavých peněz, převod přímo držených listinných cenných papírů na majitele žádným obdobným povinností a omezením podléhat nebude, i když hodnota převáděných listinných cenných papírů na majitele bude mnohonásobně přesahovat částku 15 000 EUR. Přímá držba listinných cenných papírů na majitele se tak stává

---

<sup>1238</sup> Pontavice, E. du, Dupichot, J.: *Traité de droit commercial*, Deuxième volume : Les sociétés, 3<sup>ème</sup> édition, Montchrestien, 1982, str. 95.

<sup>1239</sup> Tento problém byl analyzován zejména ve Francii na počátku 80. let v souvislosti s přijetím zákona č. 81-1160 z 30. prosince 1981 a prováděcího dekretu č. 83-359 z 2. května 1983, jež ve Francii zcela zrušily listinné cenné papíry a nahradily je nepřímo drženými dematerializovanými cennými papíry.

<sup>1240</sup> *The Economist*, op. cit. pozn. č. 1238, str. 15, 55 – 56.

<sup>1241</sup> Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu, v platném znění (dále jen zákon proti praní špinavých peněz); nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1889/2005 o kontrolách peněžní hotovosti vstupující do Společenství nebo jej opouštějící; nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1781/2006 o informacích o plátcích doprovázejících převody peněžních prostředků; směrnice 2005/60/EC o předcházení zneužití finančního systému k praní peněz a financování terorismu (Úř. věstník EU 309, 25.11.2005, str. 15).

<sup>1242</sup> Tuto povinnost mají všechny povinné osoby uvedené v § 2 zákona proti praní špinavých peněz.

<sup>1243</sup> § 9, odst. 1 a § 28 zákona proti praní špinavých peněz.



prostředkem k legalizaci výnosů z trestné činnosti či financování terorismu, neboť listinné cenné papíry na majitele na sebe fakticky berou roli bankovek o vysokých nominálních hodnotách a jejich fyzické předávání umožňuje nekontrolovatelné převádění nijak neomezených finančních hodnot.

Listinné akcie na majitele dále umožňují fiktivní výkon akcionářských práv. Jelikož právním vlastníkem listinných akcií na majitele, je osoba, jež tyto akcie fyzicky drží, stačí, aby vlastník předal tyto akcie jakékoli jiné osobě, a tato osoba se stane akcionářem, například pro účely valné hromady či vybrání dividendy; tato osoba fyzicky držící akcie vykoná vůči společnosti příslušný úkon – hlasování na valné hromadě či vybrání dividendy – a předá zpět původnímu akcionáři dotčené listinné akcie na doručitele, případně i s výnosem z vybrané dividendy.<sup>1244</sup> Skutečný akcionář tak zůstává po celou dobu efektivně skryt a nemusí být znám ani dané společnosti.

U listinných akcií na jméno jsou vlastníci akcií na jméno zpravidla dohledatelní, neboť akciová společnost má povinnost vést seznam akcionářů.<sup>1245</sup> Na první pohled by se proto mohlo zdát, že problém anonymity korporátních struktur u přímo držených listinných akcií na jméno nevyvstává. Nicméně ani vlastníci listinných akcií na jméno nejsou pro veřejné orgány dohledatelní objektivním a nezávislým způsobem v reálném čase. Získání informací ohledně vlastníků listinných akcií na jméno je vždy podmíněno součinností dané společnosti. V případě absence této součinnosti – daná společnost například prohlásí, že seznam akcionářů nevede či že ho ztratila –, je pro veřejný orgán nemožné zjistit, kdo je skutečným vlastníkem listinných akcií na jméno. Krom toho, i v případě součinnosti dané akciové společnosti, může tato společnost vydání seznamu akcionářů s akciemi na jméno veřejným orgánům prodlužovat, tak aby například umožnila určitému akcionáři rychlé skryté převedení těchto akcií na jinou osobu,

---

<sup>1244</sup> Loajalita osoby pověřené výkonem práv pro skutečného akcionáře je zpravidla zajištěna podepsáním blanco směnky touto osobou ve prospěch skutečného akcionáře.

<sup>1245</sup> § 156, odst. 2 ObchZ.

a zakrytí jeho předchozí účasti na této akciové společnosti.<sup>1246</sup> Vzhledem k tomu, že každá akciová společnost je ovládána svými akcionáři, nejsou popsána aranžmá nijak nepravděpodobná.

Popsané ekonomické ztráty vyplývající z popsanych defektů přímo držených listinných cenných papírů je ovšem bohužel prakticky nemožné jakkoli kvantifikovat. Ani přesná, ani rámcová odpověď na otázky typu - Kolik bylo provedeno transakcí, které byly před finančními úřady zakryty a z nichž nebyla zaplacená příslušná daň? Jaká je hodnota tohoto počtu transakcí s přímo drženými listinnými cennými papíry, které nebyly nikdy oznámeny? – neexistuje. Jediný nepřímý zdroj odhadů těchto nákladů mohou představovat sazby pojištění zahraničních pojišťovacích společností pro uskutečňování obchodů se subjekty v České republice či hodnocení různých nevládních organizací, co se týče konkurenceschopnosti jednotlivých zemí či hodnocení vnímání korupce.<sup>1247</sup>

V tomto ohledu lze tedy uzavřít, že přímá držba a s tím spjatá existence listinných cenných papírů umožňuje provádět společensky nežádoucí jednání a je

---

<sup>1246</sup> Seznam akcionářů je de facto „konstitutivním“ dokumentem pro určení vlastnictví často ohromných subjektů, ale tento dokument je neveřejný, nekontrolovatelný, snadno manipulovatelný a za jeho nevedení nehrozí žádná efektivní sankce (srovnej regulaci obdobných dokumentů podávající informace o vlastnictví: nemovitosti (katastr, vede státní katastrální úřad, účinek deklaratorní), SRO (obch. rejstřík, vede soud, účinek deklaratorní), akcie na majitele – podle nově navrhované úpravy (evidence CP, vede banka/ obch. s CP / účinek konstitutivní). Seznam akcionářů u společnosti s listinnými akciemi na jméno tak v podstatě není ničím jiným než čestným prohlášením, jehož pravdivost není objektivně ověřitelná. Má-li zápis v seznamu akcionářů činit převod listinných akcií účinným vůči třetím osobám, musí tento seznam vést nezávislá třetí osoba, nikoli společnost, o jejíž akcie se jedná, a která je ovládána nebo na níž má podíl osoba, jež je stranou smlouvy o převodu těchto akcií. Touto třetí osobou by mohla být banka či obchodník s cennými papíry, neboť jejich činnost je k tomu uzpůsobena a rovněž podléhají povinností identifikace klienta podle zákona proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.

<sup>1247</sup> Například podle globální zprávy o konkurenceschopnosti 2012 připravené Světovým ekonomickým fórem je nejproblematictější faktorem českého podnikatelského prostředí korupce. V oblastech plýtvání s veřejnými prostředky a netransparentnosti rozhodování úředníků ohledně veřejných peněz figuruje Česká republika na 124., resp. 123. místě z celkového počtu 142 hodnocených zemí a v tomto ohledu se řadí na úroveň zemí jako je Kamerun, Ukrajina či Mongolsko (World Economic Forum, 2012, *Global Competitiveness Report, Czech Republic Country Profile*, str. 160 – 161, <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>) Obdobně v posledním hodnocení vnímání korupce prováděné každoročně nevládní organizací Transparency International zveřejněné 1. prosince 2011 se Česká republika nachází na 57. místě, kam klesla z 53. místa zastávaného v hodnocení z roku 2010 (<http://cpi.transparency.org/cpi2011/>).

prostředkem pro realizaci korupčních praktik, praní špinavých peněz, zneužívání situací střetu zájmů atd.<sup>1248</sup> Jakkoli je zřejmé, že nelze přímo kvantitativně prokázat přímou souvislost uvedených hodnocení vnímání korupce s existencí přímo držených listinných cenných papírů na majitele, lze na základě provedené argumentace učinit konstatování, že přímá držba listinných cenných papírů s vysokou pravděpodobností přispívá k vytváření ekonomických ztrát pro Českou republiku a snižování její konkurenceschopnosti.

### **Kapitola 3 – Zneužívání veřejných prostředků**

Vedle nastíněných potíží vyplývajících z existence přímé držby listinných cenných papírů existuje v České republice, umožňuje tento institut střet zájmů a provádění korupčních praktik bez většího rizika odhalení. Za současného právního stavu – při existenci společností s přímo drženými listinnými akciemi na majitele – totiž nelze žádným způsobem objektivně ověřit, jaká fyzická osoba je skutečným akcionářem akciových společností s listinnými akciemi na majitele, jež získávají veřejné peníze. V takových situacích nelze vyloučit střet zájmů, neboť fyzická osoba přidělující veřejnou zakázku či dotaci či rozhodující o nakládání s veřejným majetkem může být zároveň přímým či nepřímým akcionářem společnosti, jež tuto zakázku, dotaci či veřejnou výhodu, získala.<sup>1249</sup>

---

<sup>1248</sup> Výskyt anonymních korporátních struktur a s tím spojené přímé držby listinných akcií na majitele je vyšší než v jiných státech srovnatelných s Českou republikou a hodnocení České republiky v mezinárodních protikorupčních indexech je podstatně horší než u jiných států Evropské unie. Pro srovnání: Nizozemí (7. místo), Švýcarsko (8. místo), Lucembursko (11. místo), Německo (14. Místo), Rakousko (16.místo).

<sup>1249</sup> Obecně jsou tyto fenomény popsány v řadě publikací OECD analyzující způsoby a prostředky korupčního jednání, například Bueb, J.-P., Ehlermann-Cache, N., Inventory of Mechanisms to Disguise Corruption in the Bidding Process in Fighting Corruption and Promoting Integrity in Public Procurement, OECD Publishing str. 173 nebo Bribery in Public Procurement: Methods, Actors and Counter Measures, ISBN 978-92-64-01394-0, OECD Publishing, 2007, str. 33; z konkrétních příkladů z českého prostředí lze zmínit akciovou společnost iDTAX Česká republika s.r.o. jejímž akcionářem byl do 2. listopadu 2009 bývalý ministr práce a sociálních věcí Jaromír Drábek a která se podílí na veřejné zakázce na vytvoření elektronických účtenek <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/michal-skop.php?itemid=14943>, jež mají doprovázet vytvoření tzv. „sociálních karet“, přes které by měly být vypláceny některé platby sociálního zabezpečení. Od zmíněného data se stala majoritním akcionářem této společnosti společnost Vítkovice a.s. s listinnými akciemi na majitele, jejíž akcionáři jsou neznámí, a tudíž nelze vyloučit (ale ani potvrdit), že uvedené osoby nejsou nepřímými podílíky na zmíněné společnosti benefitujících z veřejných zakázek a že jim tato společnost nadále skrytě vyplácí dividendy ze zisku, jež tvoří díky

Fyzická osoba jednající jménem osoby rozhodující o nakládání s veřejnými prostředky může mít skrytý a nijak nedohledatelný podíl na společnosti, jež získala veřejné prostředky. To, umožňuje uvedené fyzické osobě, přijímání úplatků ve formě dividend ze společností příjemce veřejných prostředků.<sup>1250</sup> Například v oblasti veřejných zakázek může uvedená praktika způsobovat jejich předraženost, neboť nejen, že se v takových situacích nekoná žádná skutečná soutěž o získání veřejné zakázky, která by tlačila cenu zakázky dolů,<sup>1251</sup> ale cena zakázky je navíc uměle navýšena o určitou „prémii“, která představuje úplatek, který si úředník, politik či „lobbista“ v postavení osoby jednající jménem zadavatele vybere ze společnosti dodavatele zakázky ve formě následně vyplácené dividendy.<sup>1252</sup> Vítězství v soutěži o veřejné zakázky pro „svou“ společnost si může uvedená fyzická osoba zajistit dvojím způsobem: buď nastaví

---

účasti na těchto zakázkách; obdobné konstrukce lze vysledovat v mediálně známých kauzách IZIP (poslanci evropského Parlamentu za ODS Ouzký a Cabrných měli být skrytými podílíky společnosti IZIP a.s., která pro všeobecnou zdravotní pojišťovnu prováděla veřejnou zakázku na elektronické zdravotní knížky), Roman (Martin Roman jako člen představenstva společnosti ČEZ, jejímž majoritním akcionářem je Česká republika měl ovlivňovat zadávání veřejných zakázek této společnosti ve prospěch společnosti Škoda Power a Škoda Transportation, v nichž měl být nepřímým podílíkem) atd.

<sup>1250</sup> Dlouhodobý efekt používání uvedené korupční praktiky vede k tomu, že soutěží o veřejné zakázky se účastní pouze subjekty, které jsou ochotni zadavateli nebo s ním spřízněnými osobám dávat úplatky přes zmíněné korupční praktiky; tím se dále omezuje soutěž a roste cena zakázek.

<sup>1251</sup> Studie zIndexu zjistila, že ve veřejných tendrech, v nichž zvítězily akciové společnosti s listinnými akciemi na majitele bylo dosahováno menších úspor, tj. rozdíl mezi očekávanou a vítěznou cenou byl nižší v případě, kdy společnost, jež v soutěži o veřejnou zakázku zvítězila měla formu akciové společnosti s listinnými akciemi na majitele. Rozdíl mezi očekávanou a vítěznou cenou byl ve 4,27% v soutěžích, v nichž zvítězily jiné společnosti než akciové společnosti s listinnými akciemi na majitele, a pouze 3,36% v soutěžích, v nichž zvítězily společnosti než akciové společnosti s listinnými akciemi na majitele. Tato odchylka je statisticky signifikantní, neboť byla získána na vzorku 31.864 veřejných zakázek z let 2007-2011, z nichž v 916-ti zvítězila společnost s listinnými akciemi na majitele. Za standardních podmínek by forma společnosti by neměla mít vliv na rozdíl mezi očekávanou a vítěznou cenou. (zIndex, Případová studie „Ziskovost firem s listinnými akciemi na majitele ve veřejných zakázkách“, [www.zindex.cz](http://www.zindex.cz)).

<sup>1252</sup> Z pohledu ekonomické analýzy práva založené na přístupu behaviorální ekonomie lze dovodit, že zpracovatel dokumentace obsahující podmínky pro účast v soutěži o veřejné zakázky, který má skrytý podíl na společnosti uchazeče či uchazečů o veřejnou zakázku bude specifikovat podmínky soutěže o veřejnou zakázku vždy tak, aby maximalizoval svůj případný zisk, a ne tak, aby maximalizoval efektivitu z pohledu veřejného zadavatele. Jinak řečeno, cílem soutěže o veřejnou zakázku za takovýchto podmínek bude cena nejvyšší, nikoli nejnižší. V důsledku toho se bude uvedená osoba snažit nastavit podmínky přístupu k soutěži o veřejnou zakázku tak, aby se mohlo zúčastnit co nejméně účastníků, případně, aby tyto podmínky byly "ušity na míru" pouze jediné osobě a cena nebude jediným či hlavním kritériem výběru nejvhodnější nabídky.

kritéria účasti v soutěži o veřejnou zakázku tak, že se do této soutěže budou moci přihlásit pouze společnosti, u kterých je tato osoba skrytým přímým či nepřímým podílníkem;<sup>1253</sup> nebo v případě, že se do soutěže o veřejné zakázku přihlásí i společnost, na níž uvedená osoba nemá přímý či nepřímý podíl, a tato společnost nabídne nižší cenu než se zadavatelem spřízněné společnosti, je vítězství společnosti, na níž se přímo či nepřímo podílí fyzická osoba, která jménem veřejného zadavatele rozhoduje o přidělení veřejné zakázky, zajištěno tak, že při rozhodování o vítězi veřejné zakázky není rozhodujícím kritériem nabízená cena, ale jiná „kvalitativní“ kritéria, jejichž hodnocení lze snadněji manipulovat, tak aby „nepohodlný“ účastník mohl být ze soutěže vyloučen.<sup>1254</sup>

Případová ekonomická studie projektu zIndex prezentovaná dne 18. května a 30. srpna 2011, ukazuje, že charakter korporátní struktury vítězů soutěží o veřejnou zakázku, tj. zda identita skutečných akcionářů je známa či nikoli, je vysoce relevantním faktorem pro výši ceny veřejné zakázky a transparenci veřejných zakázek. Kromě již uvedených ukazatelů tato studie uvádí, že *„firmy s listinnými akciemi na majitele dosahují při realizaci veřejných zakázek signifikantně vyšších zisků, než je tomu u ostatních firem. Z dostupných dat lze odhadovat, že zisky anonymních firem jsou o 23 % – 70 % vyšší než je tomu u firem s jinou vlastnickou strukturou,”* což není vysvětlitelné žádnými standardními ekonomickými faktory.<sup>1255</sup> Ekonomové z Národní ekonomické rady vlády (NERV) odhadli, že v roce 2010 generoval sektor veřejných zakázek okolo 17,5% hrubého domácího produktu (kolem 640 miliard Kč) a že ztráty vyplývající z

---

<sup>1253</sup> Studie zIndexu naznačuje, že akciové společnosti s listinnými akciemi na majitele vítězily v tendrech s menším průměrným počtem uchazečů, tedy tam kde reálná soutěž byla nižší. Průměrný počet nabídek v soutěžích, ve kterých zvítězily akciové společnosti s listinnými akciemi na majitele byl 3,95, kdežto v soutěžích, ve kterých zvítězily jiné společnosti 4,27%.

<sup>1254</sup> Uvedená studie zIndexu rovněž uvádí, že akciové společnosti s listinnými akciemi na majitele vítězily v relativně menším procentu soutěží, kde jediným kritériem byla nejnížší nabídková cena, tedy tam, kde je menší prostor pro diskreci zadavatele. Akciové společnosti s listinnými akciemi na majitele zvítězily v 57,21% soutěží, kde cena byla pouze jediným kritériem a v 60,44% případů, kde cena jediným kritériem nebyla.

<sup>1255</sup> zIndex, op. cit. pozn. č. 1251.

neefektivitu alokování veřejných prostředků se rovnaly 64 miliardám Kč.<sup>1256</sup>  
Pesimističtější odhady situují hodnotu těchto ztrát mezi 100 až 200 miliard Kč.<sup>1257</sup>

## ***Oddíl 2 – Anonymita versus transparentnost korporátních struktur akciových společností***

Akciová společnost je svou podstatou kapitálovou společností. Jako taková může získávat kapitál od veřejnosti, přičemž akcionáři neručí za závazky společnosti, a to ani do výše svého nesplaceného vkladu.<sup>1258</sup> Tyto aspekty akciové společnosti zůstávají beze změny bez ohledu na to, zda daná akciová společnost vydala své akcie v podobě přímo držených listinných akcií či nepřímo držených dematerializovaných akcií. Naproti tomu, pokud jde o možnost identifikace akcionáře tento aspekt akciové společnosti není na podobě akcií společnosti nezávislý: vydala-li akciová společnost listinné cenné papíry na majitele, jež jsou drženy přímo, budou její koneční akcionáři nedohledatelní; naopak vydala-li dematerializované cenné papíry držené nepřímo pomocí prostředníků, ať už v podobě zaknihované či imobilizované, budou její skuteční akcionáři dohledatelní a identifikovatelní.

V tomto kontextu si nelze nepoložit řadu otázek: je spojení akciové společnosti a přímé držby natolik nerozlučné, že je není možné oddělit? Je nemožnost identifikace akcionáře pojmovým znakem akciové společnosti? Jinými slovy nemělo by zavedení nepřímé držby účastnických cenných papírů, a s tím související možnost identifikace akcionářů automaticky za následek popření podstaty akciové společnosti jako společnosti s anonymními společníky?

---

<sup>1256</sup> Kohout, P.: Jak ušetřit desítky miliard ročně a získat přízeň voličů, in Kohout, P (ed.). a kol., NERV, Sborník textů pracovní skupiny pro boj proti korupci, Boj proti korupci, Národní ekonomická rada vlády, str. 6.

<sup>1257</sup> Například, Jiří Skuhrovec, zIndex, nebo Karel Janeček, Nadační fond proti korupci, tisková konference 30. srpna 2011, <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/134571-iniciativa-proti-korupci-se-statusem-vyloucenych-osob/>.

<sup>1258</sup> § 154, odst. 1 ObchZ.

## Kapitola 1 – Problematika anonymity korporátních struktur akciových společností

V českém právním diskurzu se poměrně konstantně uvádí, že základní podstatou akciové společnosti je anonymita jejích společníků (akcionářů).<sup>1259</sup> Toto tvrzení je zdůvodňováno jediným argumentem, a to překladem francouzského názvu této společnosti „*société anonyme*“ jako společnosti s „*anonymními vlastníky*“.<sup>1260</sup> Toto vysvětlení je však velmi zavádějící. Proč je ke zdůvodnění vybrán překlad pouze francouzského názvu akciové společnosti? Proč je jako argument používán pouze jazykový překlad názvu a nikoli právní význam tohoto pojmu? Proč není pojem „*société anonyme*“ vykládán ve smyslu francouzského práva, kde je upraven? Proč je tento termín z kontextu francouzského práva vytržen a je mu 'ad-hoc' připisován význam, který – jak je uvedeno dále – nekoresponduje s právním významem, který má ve svém původním kontextu? Proč se při vysvětlení podstaty akciové společnosti vychází pouze z lingvistického názvu francouzské akciové společnosti, aniž je brán v úvahu anglický či německý název akciové společnosti – „*public limited company*“, „*Aktiengesellschaft*“?

Podstatou akciové společnosti, *société anonyme*, podle francouzského Code de commerce ovšem není anonymita jejich společníků, ale skutečnost, že osobní a majetková odpovědnost společníků akciové společnosti se nevztahuje na závazky a fungování této společnosti.<sup>1261</sup> Obdobně v anglickém právu je pojmovým znakem akciové společnosti, *public limited company*, absence ručení společníků

<sup>1259</sup> Například Pelikánová I., Díl 1., str. 359; Pelikánová I., Komentář k obchodnímu zákoníku, 2. díl, LINDE Praha, 1995, str. 385; Eliáš K., Bartošiková, M., Pokorná, J. a kol.: Kurs obchodního práva – Právnícké osoby jako podnikatelé, 5. vydání, C.H. Beck, 2005, str. 260; Faldyna, F. a kol.: Obchodní právo, ASPI (Meritum), 2005, str. 410; Černá, S.: Zaknihované akcie a anonymita akcionáře v české, francouzské a německé úpravě, Právní praxe v podnikání, 2/94, str. 6.

<sup>1260</sup> Tamtéž. Pouze Eliáš v publikaci Kurs obchodního práva – Právnícké osoby jako podnikatelé správně poznamenává, že ve „*právě francouzská société anonyme anonymitu akcionářů zcela odmítá*.“ Tento závěr však není „paradoxní“, jak Eliáš dále poznamenává, ale zcela přirozený, neboť anonymita akcionářů nikdy nebyla znakem akciové společnosti, ať už ve francouzském, německém či anglickém právu.

<sup>1261</sup> Germain, M.: Traité de droit commercial (G. Ripert/G. Roblot), Tome 1 – Volume 2 – Les sociétés commerciales, 18<sup>ème</sup> éd., L.G.D.J., 2002, str. 235.

akciové společnosti za její závazky,<sup>1262</sup> nikoli však nemožnost identifikace těchto akcionářů.<sup>1263</sup> V německém právu byla v poslední době dovozena existence fiduciárních povinností akcionářů vůči akciové společnosti,<sup>1264</sup> zřejmým implicitním předpokladem výkonu těchto povinností ze strany akcionářů vůči akciové společnosti je jejich dohledatelnost a identifikace.

Z obecného právně teoretického hlediska je jedním ze základních pojmových znaků jakékoli společnosti, včetně akciové, vůle společníků realizovat prostřednictvím aktivit dané společnosti společný ekonomický záměr či dílo, tzv. *affectio societatis*.<sup>1265</sup> Tento pojmový znak – *affectio societatis* – nalézáme v řadě v kontinentálních právních řádů, byť se jeho konkrétní obsah může v jednotlivých právních řádech lišit.<sup>1266</sup> Bez dohledatelnosti, resp. identifikace společníků akciové společnosti (akcionářů), ovšem tento základní pojmový nemůže být přítomen. Akciová společnost s anonymními společníky bude *affectio societatis* postrádat a nebude se prakticky lišit od například spoluvlastnictví určité věci či uzavřeného investičního fondu.<sup>1267</sup> Akciová společnost, zvláště pokud její

<sup>1262</sup> Vycházející z přelomového rozhodnutí Sněmovny lordů ve věci *Salomon v. Salomon* [1897] A.C. 22, jež se stal základem pro uznání zásady omezeného ručení společníků kapitálových společností (Davies, P., L.: *Gower and Davies Principles of Modern Company Law, Limited Liability and Lifting the Veil at Common Law*, 7th edition, London Sweet & Maxwell, 2003, str. 177).

<sup>1263</sup> „Legislativa vždy důrazně podmiňovala uznání právní subjektivity společností, za jejíž závazky společníci neručí, širokou publicitou. Přesto, že třetí strany jednající se společností nebudou zpravidla mít možnost uplatnit jakékoli nároky vůči společníkům akciové společnosti, jsou nicméně oprávněni vědět, kdo jsou tito společníci (akcionáři) a jaké akcie drží, přičemž u veřejně obchodovaných akciových společností i faktické konečné vlastníky (v ang.: „ultimate beneficial owners“, zkráceně „UBOs“) s podílem nad určitou hranici.“ (Davies, P., L.: op. cit. pozn. č. 1262, str. 180).

<sup>1264</sup> Zejména extenzivním výkladem obecných ustanovení § 117 a 243 AktG; podrobněji Eisenhardt, U.: *Gesellschaftsrecht*, 4. überarbeitete Auflage, C.H. Beckische Verlagsbuchhandlung, München 1989, str. 309.

<sup>1265</sup> Např. Germain, M.: op. cit. pozn. č. 1261, str. 22-23.

<sup>1266</sup> Například v německém právním řádu dovodil německý nejvyšší soud (BGH) existenci následujících povinností akcionářů vůči akciové společnosti: (i) povinnost realizovat společný cíl, jinými slovy, obchodní aktivity akciové společnosti, (ii) zákaz poškozování těchto obchodních aktivit, (iii) povinnost brát v úvahu zájmy jiných společníků, (iv) povinnost jednat odpovědně při výkonu práv a vlivu vyplývajících z podílu na společnosti (Wirth, G., Arnold, M.: *Corporate Law in Germany*, Verlag C.H. Beck München 2004, str. 81- 82).

<sup>1267</sup> Na tuto odlišnost mezi sdružením majetku a společností poukazovali již právníci z dob římských (*Digesta*, 17, 2, fr. 32) , byť samozřejmě ne ve vztahu k investičním fondům, jak je známe dnes.



akcie nejsou kotované na regulovaném trhu, ovšem není pouhou investiční příležitostí směřující ke zhodnocení majetku, jaké nabízejí fondy kolektivního investování, ale společným podnikem akcionářů k naplnění určitého ekonomického cíle. Eventuelní faktická anonymita akcionářů některých akciových společností je pouze vedlejším produktem faktu, že veřejné obchodování akcií na burze či mimoburzovních trzích nebylo v minulosti<sup>1268</sup> možné bez existence listinných akcií na majitele.<sup>1269</sup> Anonymita akcionářů je proto až druhotným důsledkem skutečnosti, že se akcie akciových společností obchodují na burzovních a mimoburzovních trzích, neboť anonymita majitelů akcií je podmínkou fungování těchto trhů.<sup>1270</sup> Anonymita držitelů akcií obchodovaných na burzovních a mimoburzovních trzích je ovšem kompenzována registrací všech burzovních transakcí a velmi přísnou regulací osob, které mají k obchodování na burze přístup.

V tomto ohledu listinné cenné papíry zcela ztratily svůj původní ekonomický význam,<sup>1271</sup> neboť na finančních trzích ekonomicky vyspělých států se obchoduje výlučně s nepřímými drženými – zaknihovanými či imobilizovanými – cennými papíry.<sup>1272</sup> Jestliže anonymita akcionářů společností, jejichž akcie se na burzovních či mimoburzovních trzích neobchodují, není v ekonomicky vyspělých zemích u akciových společností obvyklá, pak na absolutní nedohledatelnost akcionářů nelze nahlížet jinak, než na jako zneužití privilegia přiznaného

---

<sup>1268</sup> Do konce 60. let 20. století.

<sup>1269</sup> Listinné akcie na jméno jsou principiálně nevhodné pro účely burzovního obchodování z důvodu administrativních komplikací způsobených nutností činit po provedení převodu fyzickým předáním zápis v seznamu akcionářů dané společnosti, který je v řadě právních řádů jediným rozhodným zdrojem informací o tom, koho daná společnost považuje za svého akcionáře.

<sup>1270</sup> To koresponduje s názvy pro akciovou společnost v angličtině „*public limited company*“ či „*stock corporation*“ zřetelně odkazují na její původní účel, tj. získávání kapitálu prodejem akcií na burze. Rovněž v němčině se akciová společnost nazývá „*Aktiengesellschaft*“, což nijak neodkazuje na anonymitu jejích vlastníků.

<sup>1271</sup> Listinné akcie na doručitele vznikly v 19. století proto, aby se cenné papíry akciových společností mohly veřejně obchodovat na burzovních trzích a tyto společnosti mohly získávat kapitál od veřejnosti.

<sup>1272</sup> Ježek, T.: Anonymní akcie nelze bránit, <http://hn.ihned.cz/c1-40899690-anonymni-akcie-nelze-branit>.

společníkům akciové společnosti neručit za závazky této společnosti.<sup>1273</sup> Tuto „absolutní nedohledatelnost“ je možno označit spíše za jakousi „deviaci“ charakteristickou pro jurisdikce označované za daňové ráje.<sup>1274</sup> Z uvedeného vyplývá, že anonymita akcionářů není pojmovým znakem akciové společnosti, nýbrž pouze faktickým druhotným důsledkem původního *raison d'être* akciové společnosti spočívající v získání kapitálu od veřejnosti na burzovních trzích v dobách, kdy se na těchto trzích ještě obchodovalo pouze s listinnými cennými papíry a které nemohly kvůli fungování burzovních trhů mít jinou podobu a formu než listinných cenných papírů na majitele.

## **Kapitola 2 – Anonymita a transparentnost korporátních struktur v zahraničních právních řádech**

Je-li v současném českém mediálním diskurzu ohledně anonymity a transparentnosti akcionářských struktur v médiích často uváděno, že dle zprávy Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj ohledně spolupráce v daňových záležitostech za rok 2010<sup>1275</sup> (dále jen „zpráva OECD“) mají obdobně netransparentní režim akcionářských struktur jako Česká republika pouze Marshallovy ostrovy a Nauru,<sup>1276</sup> je nutné podrobit toto tvrzení objektivní analýze a uvést je na pravou míru.

Na základě uvedené zprávy OECD lze učinit následující závěry: V České republice stejně jako v 27 dalších státech mohou existovat listinné akcie na majitele, jejichž skutečné majitele nebude možné dohledat a nezávisle ověřit. V České republice stejně jako v několika dalších státech, kde mohou existovat listinné akcie na majitele, tyto akcie nesmí mít určité finanční instituce, jako jsou například banky,<sup>1277</sup> či pojišťovny.<sup>1278</sup> V České republice stejně jako v řadě

---

<sup>1273</sup> Davies, P., L.: op. cit. pozn. č. str. 180-181.

<sup>1274</sup> The Economist, op. cit. Pozn. Č. 1232, str. 15, 55 – 56.

<sup>1275</sup> 2010 OECD Report: Tax-Co-operation: Towards a Level Playing field.

<sup>1276</sup> Tato zpráva se poprvé objevila v článku Petra Holuba publikovaného na serveru dne 30. ledna 2011 a byla bez hlubší analýzy a verifikace citována téměř všemi českými médii (<http://aktualne.centrum.cz/domaci/spolecnost/clanek.phtml?id=688711>); tento mylný aver je uváděn i na Wikipedii v souvislosti s vysvětlícím pojmu “akcie na majitele.” ([http://cs.wikipedia.org/wiki/Akcie\\_na\\_majitele](http://cs.wikipedia.org/wiki/Akcie_na_majitele)).

<sup>1277</sup> § 20, odst. 1 zákona č. 21/1992 Sb. o bankách, v platném znění.

dalších z 27 států, kde mohou existovat listinné akcie na majitele, jejichž vlastnictví nebude možné dohledat a nezávisle ověřit, nemá „listinný“ akcionář povinnost oznámit společnosti, že nabyt určité procento jejích akcií.<sup>1279</sup>

*Analýza Tabulky C.3 zprávy OECD týkající se existence anonymních akcií a dohledatelnost jejich majitelů v jednotlivých státech*<sup>1280</sup>

| CELKOVÝ POČET ANALYZOVANÝCH JURISDIKČÍ: 92                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. JURISDIKCE, VE KTERÝCH LZE DOHLEDAT NEZÁVISLE OVĚŘIT, KDO JE KONEČNÝM MAJITELEM AKCIÍ: 61                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| A. Jurisdikce, kde anonymní akcie zakázány: <sup>1281</sup> 40                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Andorra, Argentina, Austrálie, Bahamy, BELGIE, Bahrajn, Barbados, Bermudy, Botswana, Brazílie, Brunej, Chile, ESTONSKO, Gibraltar, Guernsey, ITÁLIE, Japonsko, Jersey, MAĎARSKO, Island, Indie, Indonésie, Ostrov Man, Malajsie, MALTA, Mauritius, Mexiko, Monako, Montserrat, Nový Zéland, Niue, Norsko, Filipíny, Katar, Rusko, Svatá Lucie, ŠVÉDSKO, Spojené arabské emiráty, Spojené státy, Panenské ostrovy – Spojené státy |
| B. Jurisdikce, kde musí být anonymní akcie pouze v zaknihované (zprostředkované) podobě (tj. vedeny v evidenci u depozitáře (custodiána), tj. většinou banky): <sup>1282</sup> 21                                                                                                                                                                                                                                                |

<sup>1278</sup> § 4, odst. 2 zákona 363/1999 Sb., o pojišťovnictví, v platném znění.

<sup>1279</sup> Na základě uvedené zprávy OECD lze státy odlišit podle dvou přístupů k problému anonymních struktur společností: za prvé, státy, kde jsou anonymní korporátní struktury zakázány úplně, tj. kde účastnické cenné papíry mohou existovat pouze v rámci systému nepřímé držby, ať už v zaknihované či imobilizované podobě; za druhé státy, kde anonymní korporátní struktury společností mohou existovat, tj. kde účastnické cenné papíry mohou existovat jak v rámci transparentního systému nepřímé držby, tak i v rámci netransparentního systému přímé držby. Zatímco v první skupině států bude majitel či vlastník jakéhokoli typu akcií vždy dohledatelný a tento údaj bude díky povinnému vedení akcií v rámci systému nepřímé držby objektivně verifikovatelný, ve druhé skupině států toto možné nebude u všech typů akcií, zejména u těch listinných držených v rámci systému přímé držby. V rámci této druhé skupiny států existují nicméně podle uvedené zprávy OECD u některých států uvedena určitá omezení ohledně existence přímo držených anonymních listinných akcií a povinností akcionářů. Omezení týkající se existence anonymních (listinných) akcií spočívá zpravidla v povinnosti určitých typů společností, obvykle finančních společností, jako jsou například banky, obchodníci s cennými papíry, pojišťovny atd., mít akcie pouze v rámci systému nepřímé držby, tj. v podobě, u nichž lze nezávisle ověřit, kdo je jejich vlastníkem. Tato informace je uvedena například u Hongkongu, Kajmanských ostrovů, Panamy, San Marina, Švýcarska. Českou republiku je možno k těmto státům řadit rovněž, neboť banky, pojišťovny i investiční (fondy) společnosti mají zákonnou povinnost mít pouze zaknihované akcie, přestože tato informace na rozdíl od naposledy uvedených států ve zprávě OECD zmíněna není.

<sup>1280</sup> Tato tabulka ukazuje, zda v dané jurisdikci lze vydávat anonymní akcie a zda je dohledatelný konečný majitel takovýchto akcií.

<sup>1281</sup> Jurisdikce, u kterých je ve sloupci s otázkou, zda v dané jurisdikci lze vydávat anonymní akcie, odpověď « ne ».

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Antigua a Barbuda, Aruba, Belize, Britské Panenské ostrovy, Kajmanské ostrovy, Cookovy ostrovy, KYPR, DÁNSKO (evidence vedena ve veřejném rejstříku), Dominika, FRANCIE, Grenada, Panama, Svatý Kryštof a Nevis, Svatý Vincent a Grenadiny, SLOVENSKO (povinné zaknihování), SLOVINSKO (povinné zaknihování), ŠPANĚLSKO, Turecko (povinné zaknihování), Ostrovy Turks a Kaikos, Uruguay (povinné zaknihování)                                                                                                                                                    |
| 2. JURISDIKCE, KDE JE MOŽNÉ, ŽE KONEČNÝ MAJITEL AKCIÍ NEBUDE DOHLEDATELNÝ: 31                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| A. Jurisdikce, kde mohou vedle zaknihovaných (zprostředkovaných) cenných papírů existovat i anonymní listinné cenné papíry, jež jsou nedohledatelné: <sup>1283</sup> 27                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Anguilla, RAKOUSKO (v realitě většina akcií dobrovolně zaknihovaná /zprostředkovaná), Kanada (investigative powers), Čína, Kostarika, ČESKÁ REPUBLIKA, NĚMECKO (v realitě je drtivá většina (90%) akcií dobrovolně zaknihovaná/zprostředkovaná), Hong-Kong, IRSKO (5%), Izrael (investigative powers), Jamajka, Korea, Libérie, Lichtenštejnsko, Lucembursko, Makao, Marshallovy ostrovy, NIZOZEMÍ, Nauru, Nizozemské Antilly (ohlášení daňovým úřadům), PORTUGALSKO, Samoa, San Marino, Jižní Afrika (investigative powers), Švýcarsko, VELKÁ BRITÁNIE, Vanuatu |
| B. Jurisdikce ohledně kterých zpráva OECD nemá dostatečné informace: 4                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| ŘECKO (nejsou informace), Guatemala (nejasný údaj), POLSKO, Seychely (nejasný údaj)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

Pro spolehlivé srovnání intenzity transparentnosti korporátních struktur v České republice a v jiných zemích má mnohem větší vypovídací hodnotu zpráva Evropské centrální banky ohledně transparentnosti korporátních struktur<sup>1284</sup> (dále jen „zpráva ECB“) kombinovaná z informacemi o typech, formě, podobě a způsobech držby akcií z Dotazníku Evropské komise a Skupiny právní jistoty.<sup>1285</sup>

<sup>1282</sup> Jurisdikce, u kterých je ve sloupci s otázkou, zda v dané jurisdikci lze vydávat anonymní akcie, odpověď « ano » s tím, že anonymní akcie musejí být uloženy (zaknihovány/imobilizovány) u depozitáře/prostředníka.

<sup>1283</sup> Jurisdikce, u kterých je ve sloupci s otázkou, zda v dané jurisdikci lze vydávat anonymní akcie, odpověď « ano » s tím, že není uvedeno, že by tyto anonymní akcie musely být nutně uloženy (zaknihovány/imobilizovány) u depozitáře/prostředníka.

<sup>1284</sup> Zpráva o transparentnosti korporátních struktur v Evropě (v ang.: „*Market Analysis of Shareholder Transparency Regimes in Europe*“), Evropská centrální banka, 11. února 2011, [http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/st\\_analysis\\_regimes.pdf?530bfb9b8ae49fc963368560ed5ea9ca](http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/st_analysis_regimes.pdf?530bfb9b8ae49fc963368560ed5ea9ca).

<sup>1285</sup> Tyto dva dokumenty se totiž na rozdíl od zprávy OECD přímo zaměřují na otázku dohledatelnosti konečných majitelů společností či skupin společností, jež jsou fyzickými osobami a rovněž poskytují informace o způsobech, jakým je tato dohledatelnost realizována, tj. zda prostřednictvím centrálního depozitáře, prostředníků vedoucích účty cenných papírů mimo centrálního depozitáře či jinými způsoby.

#### a) Francouzské právo

Ve Francii byly listinné akcie zcela zrušeny a nahrazeny zaknihovanými zákonem č. 81-1160 z 30. prosince 1981,<sup>1286</sup> který vstoupil v účinnost 3. listopadu 1984. Článek 1 prováděcího dekretu č. 83-359 ze 2. května 1983 v tomto ohledu stanovil, že „*osmnáct měsíců po datu publikace tohoto dekretu cenné papíry v podobě movitých hodnot mohou existovat pouze ve formě záznamu na účtu.*” Od tohoto okamžiku mohou proto ve Francii veškeré účastnické cenné papíry existovat pouze v rámci systému nepřímé držby. Tento systém je navíc plně transparentní, neboť francouzské právo ukládá všem akciovým společnostem povinnost informovat o identitě všech svých akcionářů podle zákonem předvídané procedury.<sup>1287</sup> Jsou-li účastnické cenné papíry evidovány u prostředníka v rámci systému centrálního depozitáře Euroclear France, je získávání informací o konečných majitelích účtu automatizované.<sup>1288</sup> Ve vztahu k dematerializovaným cenným papírům na jméno<sup>1289</sup> je pro účely identifikace konečných akcionářů využívána elektronická komunikace pomocí tzv. zprávy BRN,<sup>1290</sup> do níž prostředníci všech úrovní vlastnického řetězce uvádějí identitu svých klientů-akcionářů;<sup>1291</sup> ve vztahu k dematerializovaným cenným papírům na majitele je identifikace prováděna prostřednictvím tzv. identifikovatelných cenných papírů na doručitele.<sup>1292</sup>

#### b) Belgické právo

Přesto, že situace ohledně povinné dematerializace cenných papírů je v Belgii téměř stejná jako ve Francii – listinné cenné papíry nelze v Belgii vydávat od roku

---

<sup>1286</sup> Čl. 94-II tohoto zákona - nyní článek L211-3 francouzského peněžního a finančního zákoníku.

<sup>1287</sup> Čl. L228-1 až L228-3 francouzského obchodního zákoníku.

<sup>1288</sup> Zpráva ECB, op. cit. pozn. č. 1284, str. 79 an.

<sup>1289</sup> Povinnosti v tomto ohledně dematerializovaných akcií na jméno jsou uvedeny v čl. L.211-19 CMF a čl. 322-59 až 322-84 obecného nařízení AMF.

<sup>1290</sup> Ve fr.: „*bordereau de références nominatives.*”

<sup>1291</sup> Podrobněji o modalitách tohoto procesu Zpráva ECB o transparentnosti korporátních struktur v Evropě, op. cit. pozn. č. 1284, str. 81 – 88.

<sup>1292</sup> Ve fr.: „*titres au porteurs identifiabiles*” (podrobněji o tomto institutu Zpráva ECB, op. cit. pozn. č. 1284, str. 25; dále např. Černá, S.: Zaknihované akcie a anonymita akcionáře v české, francouzské a německé úpravě, Právní praxe v podnikání, 2/94, str. 8).

2008 a do konce roku 2013 musejí být všechny dříve vydané listinné cenné papíry přeměněny na dematerializované – nepředvídá belgické právo procedury, jež by umožňovaly zajistit dohledatelnost konečných majitelů cenných papírů, včetně společníků akciových společností.<sup>1293</sup>

#### c) Lucemburské a švýcarské právo

V Lucembursku i ve Švýcarsku mohou vedle nepřímo držených cenných papírů existovat i listinné akcie v rámci systému přímé držby. Jsou-li ve Švýcarsku účastnické cenné papíry drženy v rámci systému nepřímé držby, jsou jejich majitelé snadno dohledatelní: vydá-li společnost listinné akcie do bankovní úschovy jako nepřímo držené cenné papíry, zřídí prostředník této společnosti „*účet emitenta*“, který je veřejný.<sup>1294</sup> Jelikož účty akcionářů takto vydaných akcií musí být vedeny na účtu u stejného prostředníka jako veřejný účet emitenta (společnosti) jsou akcionáři (majitelé účtu) vždy dohledatelní.<sup>1295</sup>

#### d) Německé právo

V Německu je dohledatelnost společníků všech akciových společností s podílem nad 25% a 50% zajištěna prostřednictvím povinnosti zveřejnit tuto skutečnost v obchodním věstníku.<sup>1296</sup> Jedná se o nicméně regulaci, jejímž hlavním cílem není umožnit dohledatelnost akcionářů, nýbrž zabránit nadměrným koncentracím společností.<sup>1297</sup> Z tohoto důvodu se tato oznamovací povinnost nevztahuje na akcionáře-fyzické osoby, nýbrž pouze na akcionáře-právnícké osoby.<sup>1298</sup> Pravdivost oznámení akcionáře společnosti, že nabyt více než 25% či 50 % akcií, není u listinných akcií na majitele však bohužel není nijak nezávisle ověřitelná.

<sup>1293</sup> Zpráva ECB, op. cit. pozn. č. 1284, str. 25 an.; otázka zavedení požadavků na transparentnost korporátních struktur je nicméně v Belgii diskutována.

<sup>1294</sup> Čl. 6, odst. 2 švýcarského LTI.

<sup>1295</sup> Komentář k LTI, str. 47.

<sup>1296</sup> V něm.: „*Bundesanzeiger*“; §§ 20 a 21 AktG; Zpráva OECD, Příloha, Tabulka C.3, str. 180.

<sup>1297</sup> Cahn, A.: *Eigene Aktien und gegenseitige Beziehungen*, Institute for Law and Finance (Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt), Working Paper Series 50, 08/2006, str. 59 an.

<sup>1298</sup> §§ 20 a 21 AktG; Hüffer, U.: *Aktiengesetz*, Beckische Kurz-Kommentare, Band 53, Verlag C.H. Beck München, 2010, str. 92 -104; Hoffman-Becking, M.: *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, Band 4. *Aktiengesellschaft*, C.H. Beckische Verlagsbuchhandlung, 1989, §§ 68 a 69.

Údaje o společnících v akciových společnostech držící své podíly prostřednictvím nepřímo držených cenných papírů evidovaných na účtech navazující na centrálního depozitáře CBF jsou dohledatelné pomocí automatizovaného systému,<sup>1299</sup> avšak pouze pro veřejné orgány.<sup>1300</sup>

#### **e) Rakouské právo**

Co se týče situace v Rakousku v prosinci 2010 zveřejnilo ministerstvo spravedlnosti Rakouské republiky návrh na zrušení anonymních listinných akcií, který předložila rakouská vláda parlamentu Rakouské republiky dne 15. června 2011.<sup>1301</sup> Podle tohoto návrhu mělo v Rakousku dojít ke zrušení existence listinných akcií na doručitele a společnosti, jež takové akcie mají, je měly převést buď do zaknihované podoby či do listinné formy na jméno, tj. do podob, jež učiní vlastníka takovýchto akcií dohledatelným. Návrh byl rakouským parlamentem schválen jako zákon č. 53/2011 a vyšel ve sbírce listin 27. července 2011.<sup>1302</sup>

#### **f) Právo Spojených států amerických**

V právním řádu Spojených států amerických se otázkou transparentnosti korporátních struktur korporací zabývá zákon o fiskální spravedlnosti a rozpočtové odpovědnosti z roku 1982 (dále jen „TEFRA“).<sup>1303</sup> Tento zákon zavedl srážkovou daň ve výši 30% na veškeré dividendy vyplacené na účty bez daňového označení a 30% srážkovou daň na výnosy z dluhopisů na majitele vydanými emitenty se zdroji příjmů pocházejících ze Spojených států. Tento zákon nicméně vyňal z posléze uvedené povinnosti dluhopisy na majitele určené k prodeji osobám s daňovým domicilem mimo Spojené státy. Posléze uvedená

---

<sup>1299</sup> Pod názvem CASCADE RS.

<sup>1300</sup> Zpráva ECB, op. cit. pozn. č. 1284, str. 25 an.

<sup>1301</sup> Návrh novely zákona o akciových společnostech rakouské vlády prezentované dne 2. prosince 2010 (návrh č. 246/ME XXIV.GP): [http://www.parlament.gv.at/PAKT/VHG/XXIV/ME/ME\\_00246/index.shtml](http://www.parlament.gv.at/PAKT/VHG/XXIV/ME/ME_00246/index.shtml).

<sup>1302</sup> Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2011 (GesRÄG 2011), BGBl. I Nr. 53/2011, [http://www.ris.bka.gv.at/Dokumente/BgblAuth/BGBLA\\_2011\\_I\\_53/BGBLA\\_2011\\_I\\_53.pdf](http://www.ris.bka.gv.at/Dokumente/BgblAuth/BGBLA_2011_I_53/BGBLA_2011_I_53.pdf)

<sup>1303</sup> Tax Equity and Fiscal Responsibility Act 1982.

výjimka byla ovšem zrušená zákonem o plnění povinností ohledně zahraničních účtů (FATCA).<sup>1304</sup>

V důsledku zrušení uvedených výjimek ohledně dluhopisů obsažených v zákoně TEFRA mohou emitenti s příjmy ze zdrojů ve Spojených státech vydávat pouze dluhopisy na jméno nebo na majitele, avšak tyto dluhopisy musí být uloženy a převáděny pouze v rámci dematerializovaného systému nepřímé držby<sup>1305</sup> a nesmí být přeměnitelné do listinné podoby. Pokud předmětné dluhopisy nesplňují uvedené podmínky a je nutno je považovat za dluhopisy na majitele, mezinárodní centrální depozitáře, včetně těch mimo území Spojených států, jako například Euroclear a Clearstream, vybírají 30% daň na všechny výnosy z daných cenných papírů dříve než je distribuují konečným majitelům, kterou poté zasílají americkým daňovým úřadům.<sup>1306</sup>

Pro úplnost je nutné rovněž zmínit návrh předložení návrhu zákona *Incorporation Transparency and Law Enforcement Assistance Act* senátora Carla Lewina za stát Michigan požadující rozkrytí korporátní struktury každé společnosti až po konečné podílníky-fyzické osoby jako podmínku inkorporace (zapsání do obchodního rejstříku) ve Spojených státech, jenž byl na podzim 2011 debatován v americkém Kongresu, byť nakonec nebyl přijat.<sup>1307</sup>

---

<sup>1304</sup> The Foreign Account Tax Compliance Act (součástí Hiring Incentives to Restore Employment (HIRE) Act) provedl změny do sekce 502 Internal Revenue Code vztahující se na emitenty s příjmy pocházející ze zdrojů ve Spojených státech. Tento zákon vstoupil v účinnost dne 19. února 2012.

<sup>1305</sup> Co se rozumí takovým systémem specifikuje Notice 2012-20 vydaná U.S. Treasury 7. března 2012.

<sup>1306</sup> Operational guidelines and Frequently Asked Questions for issuance and processing of international debt global note securities deposited with International Central Securities Depositories (ICSDs), issued by issuers subject to U.S. tax law, as from 19 March 2012 (Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA), Section 502 – Repeal of certain foreign exceptions to registered bond requirements), Euroclear/Clearstream/ICSMA, březen 2012, [http://www.clearstream.com/ci/dispatch/en/binary/ci\\_content\\_pool/attachements/02\\_custody/040\\_tax/080\\_fatca/fatca\\_repeal\\_of\\_tefra.pdf](http://www.clearstream.com/ci/dispatch/en/binary/ci_content_pool/attachements/02_custody/040_tax/080_fatca/fatca_repeal_of_tefra.pdf)

<sup>1307</sup> <http://levin.senate.gov/newsroom/press/release/summary-of-the-incorporation-transparency-and-law-enforcement-assistance-act>



## **g) Anglické právo**

Ve Velké Británii je dohledatelnost držitelů listinných akcií na majitele zajištěna prostřednictvím tzv. „oznámení s793“.<sup>1308</sup> Toto oznámení zasílá akciová společnost přes prostředníky (depozitáře) až ke konečným majitelům akcií. Tito majitelé se musí společnosti bez zbytečného odkladu identifikovat, obvykle do 48 hodin od obdržení oznámení. V oznámení uvedou koneční vlastníci své jméno, adresu, počet držených cenných papírů a eventuelně svého prostředníka (depozitáře), u nějž mají na účtu své cenné papíry zapsány. Nesplnění povinnosti identifikace je trestněprávně sankcionováno.<sup>1309</sup>

Provedené srovnání právních úprav transparentnosti korporátních struktur naznačuje, že dohledatelnost a identifikace akcionářů nejen, že není v rozporu s tradiční koncepcí akciových společností, nýbrž že určitá intenzita regulace požadující transparentnost korporátních struktur akciových společností je v právních rádech ekonomicky vyspělých zemí běžná a i žádoucí. V rámci Evropské unie lze pozorovat trend mířící směrem k dohledatelnosti vlastníků účastnických cenných papírů.<sup>1310</sup> V tomto ohledu lze očekávat, že počet zemí, kde budou vlastníci listinných akcií na doručitele zcela nedohledatelní klesat. V důsledku toho je nutno si klást otázku, jaké jsou nejúčinnější způsoby regulace anonymity akcionářů v České republice a jak z toho vyplývající právní úpravu teoreticky uchopit.

## **Díl druhý – Regulace přímé držby a anonymních korporátních struktur v ČR**

V prvním dílu této části bylo dovozeno, že přímá držba účastnických cenných papírů a s ní související existence anonymních korporátních struktur ulehčují

---

<sup>1308</sup> Zkratka „s793“ odkazuje na článek (sekci) 793 anglického zákona o společnostech, kde je toto oznámení upraveno.

<sup>1309</sup> Zpráva ECB, op. cit. pozn. č. 1284, str. 185 an.:  
[http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/st\\_analysis\\_regimes.pdf?530bfb9b8ae49fc963368560ed5ea9ca](http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/st_analysis_regimes.pdf?530bfb9b8ae49fc963368560ed5ea9ca).

<sup>1310</sup> Zpráva ECB, op. cit. pozn. č. 1284.

vznik některých negativních socioekonomických problémů, nicméně že anonymita akcionářů není pojmovým znakem akciové společnosti. Z toho vyplývá, že anonymitu akcionářů akciových společnostech a z ní vyplývající negativní efekty lze eliminovat, aniž by se narušila právní esence a ekonomická funkčnost akciové společnosti. Druhý díl se proto v návaznosti na doposud učiněné závěry pokusí zodpovědět otázku, zda je v České republice nutno přijmout opatření k omezení výskytu anonymních korporátních struktur a pokud ano, jakými způsoby to provést.

Podíváme-li se na otázku nutnosti regulace anonymních korporátních struktur řečí čísel, zjistíme že v České republice má více než polovina (53%) akciových společností akcie v podobě přímo držených listinných akcií, jejichž vlastníky nelze dohledat: ke konci roku 2010 to bylo 12 188 akciových společností,<sup>1311</sup> což je téměř sedmkrát více než v obdobně velkém Rakousku, kde počet akciových společností s listinnými akciemi na majitele s neidentifikovatelnými akcionáři ke stejnému datu činil 1 650.<sup>1312</sup> Krom toho v půli roku 2012 činil počet společností registrovaných v České republice, jejichž přímí či nepřímí podílníci pocházejí z jurisdikcí považovaných za daňové ráje, kde mohou svou identitu skrýt, 12 046; z těchto jurisdikcí je v současné době ovládáno 3,29 % z 366 500 společností registrovaných v České republice.<sup>1313</sup> Kvantitativně jde tedy o problém v absolutních číslech nezanedbatelný a v relativním porovnání se stavem

---

<sup>1311</sup> Tisková zpráva agentury ČEKIA ze dne 16. prosince 2010 <http://www.cekia.cz/cz/archiv-tiskovych-zprav/198-tz101216>.

<sup>1312</sup> Návrh novely zákona rakouské vlády o akciových společnostech prezentované dne 2. prosince 2010 (návrh č. 246/ME XXIV.GP).

<sup>1313</sup> Tisková zpráva agentury ČEKIA ze dne 7. srpna 2012 (<http://www.cekia.cz/cz/tiskove-zpravy/381-tz120807>). Tato zpráva dále uvádí, že za rok 2011 „do daňového ráje přesídlilo celkem 328 tuzemských společností. K nejoblíbenějším daňovým rájům dlouhodobě patří evropské destinace - Nizozemí, s velkým odstupem následované Kyprem a Lucemburskem. Zatímco obliba Kypru od roku 2006, kdy ČEKIA tyto statistiky detailně sleduje, kontinuálně roste (z 663 v roce 2006 na 1 784 v pol. 2012 tj. přírůstek o 169 %), počet společností ovládaných z Nizozemí od roku 2009 stagnuje a z Lucemburska dokonce klesá. Největší absolutní přírůstek v prvním pololetí letošního roku zaznamenaly Spojené státy americké (123 firem), Kypr (79 firem) a Seychely (51). Z relativního pohledu od konce roku 2011 do pololetí 2012, hlavně díky nižší srovnávací základně, nejvíce posílily Bahamy (+17 %), Belize (+13 %) a Seychely (+12 %).“

v obdobně velké a charakterem příbuzné zemi jako je Rakousko poměrně význačný.

Z právně-filozofické perspektivy nemožnost identifikace akcionářů s sebou nese i absenci reálné odpovědnosti za jednání společnosti, přesto že akcionáři – zejména ti majoritní – mohou řízení společnosti zásadním způsobem ovlivňovat. Je zarážející, že vlastníci či majitelé věcí či práv, které mají určitou hodnotu či mohou představovat pro ostatní subjekty určité riziko, jsou nuceni registrovat se ve veřejných rejstřících, zatímco akcionáři akciové společností ovládající tuto společnost přes přímo držené listinné akcie se v žádném veřejně přístupném rejstříku neregistrují. Není paradoxní, že společníci určitých kapitálových společností, zpravidla menší velikosti (SRO), se musí veřejně registrovat, zatímco společníci jiných kapitálových společností, zpravidla větší velikosti (AS s listinnými akciemi), tuto povinnost nemají? Proč uvedenou povinnost veřejné registrace nemají též vlastníci listinných akcií akciových společností, může-li hodnota těchto akcií převyšovat hodnotu jakékoli jiné věci či práva, jejichž vlastníci či majitelé podléhají registrační povinnosti? Jak je možné, že právní řád obecně vyžaduje od jednotlivce odpovědnost za každé volné jednání, jež může způsobit škodu, avšak umožňuje zcela se zprostit odpovědnosti za akt zřízení, ovládání či podílu na akciové společnosti, jež může způsobit škody v rozsahu násobně přesahujícím škody, jež je schopen způsobit jednotlivec? Na tuto „imunitu“ společníků akciových společností s listinnými akciemi na majitele tak nelze pohlížet, než jako na diskriminaci, a to jednak vůči společníkům jiných subjektů založených za účelem zisku a jednak vůči fyzickým osobám, jež nesou plnou odpovědnost, za veškeré své akty.<sup>1314</sup>

---

<sup>1314</sup> Z perspektivy veřejného zájmu nesmí stát dopustit absolutní či efektivní nemožnost dohledatelnosti účastníků právních vztahů. Takováto nedohledatelnost totiž zabraňuje státu plnit své základní funkce: stát není schopen nijak efektivně vyšetřovat trestné činy či zajistit účinný výběr některých daní. Není-li možné nijak objektivně a verifikovatelně určit, kdo je vlastníkem přímo držených listinných akcií, je zásadním způsobem ztížena možnost objasňovat hospodářskou kriminalitu. Za těchto podmínek není rovněž možné nijak odhalit daňové úniky u výběru daně z příjmu z převodu cenných papírů, neboť existenci převodu a změnu vlastníků opět nelze u anonymních listinných akcií nijak dohledat. Krom toho stát si nemůže dovolit poskytovat veřejné peníze anonymním uchazečům. Je to pro něj drahé,

V rovině ekonomické navrhla Národní ekonomická rada vlády (NERV) za účelem potírání korupce a zvýšení konkurenceschopnosti České republiky „*zrušení akcí na dodávatele, které vytváří ideální prostředí pro netransparentní zadávání veřejných zakázek. Firmy, které jsou vlastněné skrze akcie na dodávatele, nemají jasnou vlastnickou strukturu, co umožňuje zadávání veřejných zakázek firmám přímo spřízněným s těmi, co o dané zakázce rozhodují. Je nezbytné, aby se do veřejných soutěží mohly přihlašovat jen ty firmy, které mají jasnou vlastnickou strukturu vystopovatelnou až k fyzickým osobám.*“<sup>1315</sup>

Existují-li na jednu stranu argumenty pro regulaci anonymních korporátních struktur, je nutno se na druhou stranu ptát, zda existující mechanismy českého právního řádu nepostačují k naplnění deklarovaného právně-politického cíle. I za současného právního stavu totiž v České republice existuje určitá možnost dohledat akcionáře akciových společností: má-li akciová společnost jediného akcionáře, musí být tento akcionář uveden v obchodním rejstříku.<sup>1316</sup> Uvedení informace o jediném akcionáři v obchodním rejstříku je však pouze informativní: rozhodující pro určení vlastnictví je v případě listinných akcií na majitele jejich fyzická držba, u listinných akcií na jméno údaj v seznamu akcionářů či údaj na listinné akcii samotné.<sup>1317</sup> Vedle toho mají společnosti jako účetní jednotky povinnost zveřejňovat pravidelně každým rokem v obchodním rejstříku údaje o svých významných společnících, tj. společnících s podílem nad 20%; tato informace o společnících je ovšem rovněž pouze informativního charakteru.

---

nevýhodné a příliš rizikové, neboť v takových případech nemůže nijak kontrolovat korupci a střet zájmů osob přidělujících veřejné zakázky. Stát nemůže dávat nadále veřejné peníze společností, které nesplňují minimální etické požadavky řádné správy společností (corporate governance), tj. společností, které ani neznají své akcionáře.

<sup>1315</sup> Novotný, J., Lichard, T., Palguta, J.: Korupce: Nejen fiskální problém a jeho řešení (Kapitola 4) in Kohout, P. a kol., Sborník textů pracovní skupiny pro boj proti korupci, Národní ekonomická rada vlády, Boj proti korupci, červen 2011, str. 47.

<sup>1316</sup> § 36, písm. d) ObchZ.

<sup>1317</sup> § 156, odst. 2 a 3 ObchZ. Z empirických pokusů prověřit korporátní strukturu akciových společností čerpající veejné prostředky z veřejných zakázek, ať už se jedná o společnosti s listinnými akciemi na majitele či na jméno, na základě dostupných údajů ve sbírce listin obchodního rejstříku vyplývá, že údaje o vlastnících společností nejsou ve zveřejňovaných dokumentech ohledně těchto společností uváděny přesto, že to zákon požaduje, a přesto, že správnost a úplnost těchto údajů je v řadě případů ověřována auditory.

Z uvedeného plyne, že nejenže existují silné důvody pro veřejnoprávní regulaci anonymních akcionářských struktur umožněných existencí přímé držby listinných účastnických cenných papírů, ale že rovněž současné nároky českého právního řádu ohledně zveřejňování akcionářů akciových společností jsou z hlediska potřeb veřejného zájmu nedostatečné.<sup>1318</sup>

Je-li dovozena veřejnoprávní potřeba regulace anonymních korporátních struktur, je nutno se tázat, jak by měla tato regulace konkrétně vypadat, aby byla jak konzistentní, tak účinná. Za první, takováto regulace musí vycházet z analýz nákladů a výnosů transparentních a netransparentních korporátních struktur: existence listinných akcií a netransparentních struktur způsobuje vysoké makro i mikroekonomické ztráty (vyšší ceny u veřejných zakázek, nízká důvěra v podnikatelské prostředí, prostor pro hospodářskou kriminalitu, nízká právní jistota, vysoké transakční náklady). Za druhé, konzistentnosti a účinnosti regulace lze dosáhnout pouze jsou-li jasně definovány potřeby regulace: potřeba zamezit anonymitě korporátních struktur na obecné úrovni vyplývá z nutnosti vyšetřit hospodářskou kriminalitu, zabránit daňovým únikům a zvýšit bezpečnost operací s listinnými cennými papíry, jakož i snížit transakční náklady těchto operací; ve specifických oblastech tato potřeba vyplývá z nutnosti zefektivnění výdajů veřejných rozpočtů či zjištění identity konečných majitelů společností podnikajících v oblastech strategických pro stát. Za třetí, konzistentní a účinná regulace transparentnosti korporátních struktur společností musí reflektovat intenzitu problému anonymních korporátních struktur v ČR: vysoká intenzita problému vyžaduje vysokou intenzitu regulace. Za čtvrté, uvedená regulace transparentnosti korporátních struktur společností musí co nejvíce zvyšovat transakční náklady pro používání nástrojů vedoucích ke korupci, praní špinavých

---

<sup>1318</sup> Informace o významných vlastnících společností by se podle § 39, odst. 1 vyhlášky 500/2002 Sb., v platném znění, měla nacházet v příloze k účetní závěrce, jež mají společnosti zakládat do sbírky listin obchodního rejstříku). Účetní závěrka ovšem nezobrazuje akcionáře společnosti kontinuálně. Krom toho velké množství akciových společností neplní povinnost ukládat účetní závěrku do obchodního rejstříku a řada společností, které povinnost zveřejňovat účetní závěrku plní, informaci o akcionářích s účastí nad 20% v účetních závěrce neuvádí. Konečně účetní závěrky, jsou-li ukládány do obchodního rejstříku v souladu se zákonem v plné verzi, poskytují informativní údaje o akcionářích nad 20% pouze zpětně v nejlepším případě s několika měsíčním zpožděním.

peněz a hospodářské kriminalitě: obejít lze každou právní normu, nicméně jsou-li náklady na obejítí vysoké či velmi vysoké, bude k obcházení docházet jen zřídka a většina škodlivých jevů bude efektivně eliminována.<sup>1319</sup> Konečně za páte, efektivní a konzistentní úprava transparentnosti korporátních struktur by měla spočívat na dvou základních principech: dohledatelnosti a zveřejnění. Princip dohledatelnosti by se měl týkat konečných podílníků-fyzických osob všech společností, jejichž právní vztahy podléhají českému právnímu řádu. Princip zveřejnění korporátních struktur až po konečné podílníky-fyzické osoby by se měl vztahovat na společnosti přijímající veřejné peníze a podnikající ve strategických oblastech.<sup>1320</sup>

Z právně-politického náhledu představuje převod práva inkorporovaného do listinného cenného papíru na majitele pomocí fyzického předání tohoto cenného papíru privilegium přiznané objektivním právem, nikoli inherentní vlastnost tohoto cenného papíru. Přiznalo-li na jednu stranu objektivní právo cennému papíru z určitého důvodu takovéto privilegium – nutnost zajistit fungování trhů s cennými papíry v dobách, kdy se na nich obchodovalo pouze s fyzicky existujícími listinnými cennými papíry – , není na druhou stranu důvodu, proč by objektivní právo nemohlo toto privilegium z legitimních důvodů opět odebrat,

---

<sup>1319</sup> Transparentnost korporátních struktur je jediným prostředkem, jak zajistit, že rozhodování fyzických osob, jež jsou odpovědné za přidělování veřejných prostředků, bude nestranné, tj. že tyto osoby se budou rozhodovat na základě objektivních kritérií a ne na základě osobního finančního prospěchu pramenícího ze zvýšení hodnoty jejich podílu na osobě účastníka v případě, že tento účastník dané veřejné prostředky získá. Aby stát byl schopen efektivně dosáhnout výše uvedených cílů, musí dovolit účast na veřejných zakázkách pouze těm společnostem, které poskytují záruku toho, že mají neoprávněnou výhodu nad ostatními účastníky veřejné soutěže vyplývající z toho, že jsou jak účastníkem soutěže, tak rozhodcem v této soutěži.

<sup>1320</sup> Úplné rozkrytí korporátní struktury by mělo být podmínkou pro přijetí peněz z veřejného rozpočtu či pro udělení povolení pro vykonávání činnosti v určité oblasti, jež je pro stát strategicky důležitá; tento požadavek z důvodu vyšší intenzity veřejného zájmu by se měl vztahovat na všechny společnosti a jejich podílníky, kteří chtějí získávat veřejné prostředky či podnikat ve strategických oblastech bez ohledu na to, zda se jejich vnitřní vztahy řídí českým či zahraničním právním řádem. Přesto, že je možné se legitimně ptát, do jaké míry by pouhé odkrytí celé korporátní struktury až po fyzické osoby bylo účinné, pokud by nezabránilo těmto fyzickým osobám být zároveň osobami, jež rozhodují o přidělení veřejných prostředků či veřejné zakázky, lze na základě behaviorální ekonomie předpokládat, že pouhé odkrytí uvedeného střetu zájmů by představovalo dostatečnou hrozbu, která by byla schopna těmto střetům zájmů zabránit. Přímý zákaz majetkové účasti osob rozhodujících o přidělení veřejných prostředků na právnických osobách, jež se účastní veřejných zakázek či získávají veřejné prostředky, není proto nezbytně nutný.

zejména proto, že důvod přiznání uvedeného privilegia pozbyl svého ekonomického smyslu. Jestliže listinný cenný papír na majitele ztratil funkci prostředku umožňujícího fungování trhů s cennými papíry, proč tento institut nadále udržovat při životě, bylo-li demonstrováno, že to neohrozí podstatu fungování akciové společnosti a že jedinou současnou ekonomickou funkcí přímo drženého listinné akcie na majitele je zakrývání skutečných akcionářů a z toho vyplývající fenomény daňových úniků, legalizaci výnosů z trestné činnosti a korupčních praktik ve veřejném sektoru.

Ve světle předchozích výkladů je zřejmé, že účinná regulace negativních důsledků přímé držby listinných cenných papírů a souvisejícího problému anonymních korporátních struktur společností obsahuje dva aspekty: jednak plné nahrazení přímo držených účastnických listinných akcií nepřímo drženými dematerializovanými cennými papíry (Oddíl 2) a jednak zavedení povinnosti rozkrýt a doložit celou korporátní strukturu až po konečné majitele, jež jsou fyzickými osobami, pro všechny právnické osoby, jež získávají veřejné prostředky (Oddíl 3). Dříve než bude přistoupeno k analýze obou aspektů, je nutno osvětlit, zda zavedení režimu nepřímé držby cenných papírů, bez možnosti paralelní existence přímo držených listinných cenných papírů, lze interpretovat jako povinnost vyplývající pro Českou republiku z jejího členství v Evropské unii (Oddíl 1).

### ***Oddíl 1 – Povinný režim nepřímé držby cenných papírů jako požadavek unijního práva?***

Doporučení Rady Evropské unie ze dne 12. července 2011 k národnímu programu reforem České republiky na rok 2011 a stanovisko Rady k aktualizovanému konvergenčnímu programu České republiky na období 2011–2014 (2011/C 212/02)<sup>1321</sup> uvádí, že „vláda nedávno přijala opatření pro zvýšení transparentnosti zadávání veřejných zakázek. Jeden prvek regulačního rámce, konkrétně určitý druh akcií společností, který umožňuje zcela anonymní převod

---

<sup>1321</sup> Úř. věst. EU C 212/5, 19.7.2011, str. 5.

*majetku, by neměl uniknout pozornosti.*<sup>1322</sup> V samotném textu Doporučení poté Rada Evropské unie požaduje po České republice pro období 2011-2012 *„přijmout nezbytná opatření pro zlepšení kvality veřejných služeb v oblastech se zásadním významem pro podnikatelské prostředí. V této souvislosti urychlit provádění protikorupční strategie v souladu se stanovenými cíli, přijmout služební zákon na podporu stability a efektivity veřejné správy a přijmout příslušná opatření týkající se anonymního držení akcií.*<sup>1323</sup>

Někteří zástupci odborné právní veřejnosti a státní orgány<sup>1324</sup> interpretovali zmíněný bod 5 jako požadavek Evropské unie vůči České republice zrušit anonymní akcie, resp. vyřešit problém anonymních akcií v obchodním zákoníku.<sup>1325</sup> Je ovšem tato interpretace doporučení Rady EU správná?<sup>1326</sup> Žádá Rada Evropské unie po České republice v souvislosti s nápravou systému veřejných zakázek skutečně zrušení anonymních akcií, tedy regulaci, která by zasáhla všechny akciové společnosti bez ohledu na to, zda se účastní veřejných zakázek či nikoli? Může Evropská unie takový požadavek vůči České republice vůbec vznést? Není požadavek na zrušení anonymních akcií mimo její kompetenci? Je zrušení anonymních akcií způsobilé účinně naplnit požadavek zvýšit transparentnost v rámci systému veřejných zakázek?

<sup>1322</sup> Bod 14 preambule Doporučení.

<sup>1323</sup> Bod 5 Doporučení.

<sup>1324</sup> Například, vyjádření mluvčí ministerstva pro místní rozvoj Jany Jabůrkové ze dne 8. září 2011, <http://m.ceskapozice.cz/byznys/podnikani-trhy/cesko-ignoruje-doporuceni-eu-ohledne-nepruhlednych-firem>

<sup>1325</sup> Tato interpretace vycházela z původní textace návrhu výše uvedeného doporučení připraveného Evropskou komisí, které uvádělo, že Česká republika musí *„přijmout nezbytná opatření pro zlepšení kvality veřejných služeb v oblastech se zásadním významem pro podnikatelské prostředí“* a *„v této souvislosti urychlit provádění protikorupční strategie v souladu s identifikovanými cíli, [...] a revidovat obchodní zákoník s cílem zrušit anonymní držení akcií.*“ (Bod 5 Doporučení pro Doporučení Rady k národnímu programu reforem České republiky na rok 2011 a pro vydání stanoviska Rady k aktualizovanému konvergenčnímu programu České republiky na období 2011–2014, (SEK(2011) 712 v konečném znění), 7. června 2011).

<sup>1326</sup> Odhlédneme-li od skutečnosti, že doporučení Rady EU není pro Českou republiku závazným unijním aktem, jako jsou například nařízení či směrnice, nelze nevidět, že se jedná o akt nejvyšší politické důležitosti, neboť Rada EU je nejvyšším orgánem Evropské unie. Proto je nezbytné podrobit výše uvedené doporučení České republice detailnímu rozboru stejně jako důsledky, které z ní pro Českou republiku vyplývají, zejména ty týkající se zrušení anonymních akcií a s tím související zavedení nepřímé držby cenných papírů v České republice.



Východiskem pro správnou interpretaci zmíněného doporučení Rady EU je pozapomenutý článek 345 Smlouvy o fungování Evropské unie ukrytý v kapitole závěrečná ustanovení.<sup>1327</sup> Tento článek stanoví, že „*smlouvy* [tj. smlouvy tvořící základ práva Evropské unie, tj. zejména Smlouva o Evropské unii a Smlouva o fungování Evropské unie<sup>1328</sup>] *se nijak nedotýkají úpravy vlastnictví uplatňované v členských státech.*“<sup>1329</sup>

Toto ustanovení je negativním vymezením kompetencí Evropské unie vůči členským státům. Díky němu nemůže žádný z orgánů EU stanovovat, ať už závazně či nezávazně, jakákoli pravidla týkající se režimu vlastnictví v členských státech. Kompetence v této oblasti zůstávají plně v rukou členských států. Využijí-li členské státy této kompetence a upraví či změni režim vlastnictví, musí orgány EU zachovávat neutralitu k takovéto právní úpravě. Neporušuje-li přijatá vnitrostátní úprava jiná ustanovení či zásady unijního práva, například zásadu nediskriminace či volného pohybu, nesmí orgány EU zastávat ani pozitivní ani negativní stanovisko k takovéto úpravě: nemohou se proto vyjadřovat k tomu, zda takto provedené vnitrostátní úpravy byly učiněny kompetentními orgány daného státu<sup>1330</sup> či v jakém vnitrostátním právním předpise by tyto úpravy měly být činěny.

Z hlediska obsahového, tj. zejména v perspektivě otázky, zda se zákaz ingerence EU do režimu vlastnictví týká i práv k cenným papírům - jež v případě cenných papírů mohou být označovány jako vlastnická práva či práva *sui generis* věcného charakteru - , poskytuje jisté vodítko pro správnou interpretaci článek 83 dnes již obsoletní Smlouvy o založení Evropského společenství uhlí a oceli z roku 1951,

---

<sup>1327</sup> Ustanovení článku 345 je součástí unijních smluv v nezměněné podobě od samého počátku – vyskytovalo se již v článku 222 Římské smlouvy o založení Evropského hospodářského společenství z roku 1957.

<sup>1328</sup> Další relevantní Smlouvou tvořící základ primárního práva EU je Smlouva o založení Evropského společenství pro atomovou energii, konsolidované znění, (2010/C 84/01), Úř. Věstník EU, 30. 3. 2010, C 84/1).

<sup>1329</sup> Bývalý čl. 295 Smlouvy o Evropském společenství.

<sup>1330</sup> Megret, J., Waelbroeck, M., Louis, J.-V., Vignes, D., Dewost, J.-L.: *Le droit de la Communauté économique européenne, commentaire du traité et des textes pris pour son application*, Vol. 15 – Dispositions générales et finales, Éditions de l'Université de Bruxelles, 1987, str. 422.

jenž byl základem pro formulaci článku 222 Římské smlouvy (dnes článek 345 Smlouvy o fungování Evropské unie). Tento článek 83 výslovně uvádí, že zřízení Společenství se nijak nedotýká režimu vlastnictví podniků podléhajících ustanovení této Smlouvy.<sup>1331</sup> Na základě tohoto historického výkladu a judikatury Evropského soudního dvora v případech tzv. „zlatých akcií“,<sup>1332</sup> ve kterých Evropský soudní dvůr posuzoval slučitelnost vlastnictví zlatých akcií zajišťujícím kontrolu nad určitými společnostmi veřejnými subjekty s unijními zásadami nediskriminace a volného pohybu, lze s poměrně velkou jistotou dovozovat, že článek 345 pokrývá i režimy vlastnictví či držby akcií, tzn. i práva k účastnickým cenným papírům. Z toho vyplývá, že Evropská unie, ani jakýkoli jiný orgán, nemůže po členských státech, včetně České republiky, požadovat změnu úpravy obecného režimu práv k účastnickým cenným papírům. Orgány Evropské unie musí respektovat stav právní úpravy režimu účastnických cenných papírů, který existoval v České republice v okamžiku jejího přistoupení k EU,<sup>1333</sup> tj. k datu 1. května 2004.<sup>1334</sup>

V důsledku výše uvedeného je nutno považovat argumentaci, že „*zrušení anonymních akcií po nás požaduje Evropská unie*,“ za nesprávnou. Pokud příslušná národní úprava vlastnického režimu práv k cenným papírům neporušuje ostatní požadavky unijního práva, nemůže Evropská unie takovýto požadavek

---

<sup>1331</sup> Art. 83: „*L'institution de la Communauté ne préjuge en rien le régime de propriété des entreprises soumises aux dispositions du présent Traité.*“ (francouzské znění článku je uváděno z důvodu neexistence oficiálního českého znění Smlouvy o založení evropského společenství uhlí a oceli).

<sup>1332</sup> Například rozhodnutí ESD ve věci C-463/00, Komise v. Španělsko; C-367/98, Komise v. Portugalsko; C-483/99 Komise v. Francie; C-503/99, Komise v. Belgie; C-112/05, Komise v. Německo.

<sup>1333</sup> Schwarze, J., Becker, U., Hatje, A., Schoo, J., EU-Kommentar, 2. Auflage, 2008, Nomos, str. 2112.

<sup>1334</sup> Jestliže podle platného českého práva k tomuto datu mohly v České republice existovat listinné akcie na doručitele (majitele), jež mohly mít anonymního vlastníka či majitele nesmí žádný unijní předpis - z důvodu absence kompetence EU v této oblasti - předepisovat České republice způsob úpravy těchto institutů či vyžadovat změnu právní úpravy existující k datu přistoupení České republiky k EU. Změnu úpravy práv k cenným papírům může učinit pouze Česká republika; orgány EU musí k takovéto změně zůstat neutrální.

vznést a ani v tomto ohledu nemůže vydávat jakákoli doporučení, neboť to přesahuje její kompetenci.<sup>1335</sup>

## ***Oddíl 2 – Plné nahrazení přímé držby listinných cenných papírů nepřímou držbou***

Je-li na jednu stranu rozřešení otázek způsobu držby cenných papírů v České republice a transparentnosti korporátních struktur za současného právního stavu plně v kompetenci orgánů České republiky, může se na druhou stranu zvolená úprava korporátních struktur společností týkat pouze území České republiky a jen těch subjektů, jež se na tomto území nacházejí, resp. jsou zde zapsány.<sup>1336</sup> Jinými slovy, řešení problému anonymních korporátních struktur zrušením listinných akcií a jejich povinným nahrazením akciemi nepřímo drženými bude vždy teritoriálně limitováno na akciové společnosti či skupiny společností, jejichž součástí jsou akciové společnosti, které jsou inkorporovány v jurisdikci, na kterou se vztahuje příslušná norma předepisující dematerializovanou podobu jako jedinou dovolenou podobu akcií.<sup>1337</sup>

---

<sup>1335</sup> Změna textace bodu 5 doporučení Komise pro doporučení Rady EU byla proto učiněna správně, neboť původní text doporučení Komise nebyl na rozdíl od finálního znění schváleného Radou EU v souladu s unijním právem.

<sup>1336</sup> Bude-li mít například akciová společnost zapsaná v českém obchodním rejstříku mít akcie v zaknihované podobě vedené v evidenci na účtu v rámci centrálního depozitáře a bude-li jejími akcionáři například pouze společnosti inkorporované v jiných jurisdikcích, nemusí být možné akcionáře posléze uvedených zahraničních společností, a tedy i celou korporátní strukturu prvně uvedené společnosti dohledat - zejména budou-li posléze uvedené zahraniční společnosti inkorporovány v jurisdikcích, kde mohou mít tyto společnosti listinné akcie, jejichž vlastníky (akcionáře) nebude možné dohledat.

<sup>1337</sup> Na druhou stranu nedohledatelnost nebude možná u společnosti ze zemí, kde listinné akcie na doručitele nemohou existovat, jako je například Francie či Itálie; za druhé, v řadě zemí, kde společnosti mohou mít listinné akcie na doručitele, jako je například Velká Británie, existují efektivní způsoby jak dohledat vlastníky listinných akcií na doručitele; za třetí, v řadě států, například v Německu, kde společnosti mohou mít listinné akcie na doručitele, není tato možnost z důvodů ekonomické nákladnosti a nedůvěryhodnosti využívána. Krom toho, jak vyplývá ze zprávy Evropské centrální banky ohledně transparency akcionářských struktur v Evropě (z února 2011) řada států, jako je například Nizozemí, kde listinné akcie na doručitele (na majitele) mohou existovat, a jejich vlastníky tudíž nelze dohledat, hodlá zavést mechanismy k dohledání vlastníků listinných akcií. Z hlediska mezinárodního Úmluva OSN proti korupci dává státům za povinnost zavést účinný regulační rámec pro bankovní, finanční a peněžní instituce, jenž by zajistil identifikaci konečných beneficentů (beneficial owners) služeb těchto institucí za účelem předcházení legalizace výnosů z trestné činnosti. Podle této Úmluvy by státy rovněž měly posoudit zavedení mechanismů k

Na první pohled nejsnadnějším způsobem zavedení systému nepřímé držby účastnických cenných papírů v České republice by bylo stanovení povinnosti akciovým společnostem mající listinné akcie provést přeměnu těchto akcií do zaknihované podoby, tak jak to předvídal věcný záměr zákona obchodních korporací z roku 2001. V podstatě by stačilo, aby zákonodárce stanovil, že akciové společnosti mohou vydávat akcie pouze v zaknihované podobě a na dispoziční s těmito akciemi použít příslušná ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu a zákona o cenných papírech, respektive v budoucnosti nového občanského zákoníku a nového zákona o obchodních korporacích. Z hlediska veřejnoprávních cílů splňuje povinné zaknihování všech akcií nejlépe požadavek objektivní a nezávislé dohledatelnosti jejich majitelů v reálném čase a s tím související zajištění transparentnosti korporátní struktury v rámci České republiky, a to prostřednictvím ustanovení § 115 ZPKT, které zajišťuje předávání informací o údajích o vlastníků cenných papírů vedených v navazujících evidencích. Z hlediska soukromoprávního představuje varianta zaknihování pro účastníky právních vztahů zahrnujících zaknihované cenné papíry největší bezpečnost a právní jistotu, co se týče držby a nakládání s těmito cennými papíry. Vláda však od tohoto záměru při přípravě nového občanského zákoníku a zákona o obchodních korporacích upustila.<sup>1338</sup>

---

zajištění dohledatelnosti přeshraničních převodů peněz a obchodovatelných nástrojů, tj. cenných papírů, včetně akcií. Implementace těchto požadavků Úmluvy umožní zajistit dohledatelnost osob registrovaných u těchto bankovních a finančních institucí mezi všemi státy, jež tuto Úmluvu podepsaly. Navíc je možné předpokládat, že počet zemí, kde vlastníci určitých cenných papírů, jako jsou například listinné akcie na doručitele, budou zcela nedohledatelní, bude v důsledku implementace této Úmluvy postupně klesat. Aby rovněž Česká republika mohla profitovat z režimu zvýšené dohledatelnosti založené touto Úmluvou, je nutné, aby Česká republika tuto Úmluvu ratifikovala.

1338

*„Snaha bránit umístování prostředků do „anonymních“ struktur je snahou chybnou, když takto by se muselo bránit investicím do cehokoliv cenného, u čeho není na první pohled znám vlastník. Navíc, zaknihování cenného papíru dohledatelnost vlastníka neřeší, pouze komplikuje - vícestupňová registrace eviduje pouze vlastníky v první či druhé řadě, nikoliv možné skutečné vlastníky.“ Pojetí akcie na majitele a její převoditelnosti jsou nezměněny. Oproti věcnému záměru se dále nezavádí pravidlo, že akcie na majitele mohou být vydány pouze jako zaknihované cenné papíry. Důvodů pro tuto změnu je více. Především nacházíme jeden v překonání věcného záměru, přijatého v roce 2001. Další, podstatnější, pak v povaze akciové společnosti, coby společnosti soukromé, tedy s možností anonymity akcionářů - soukromá společnost, bez vlivu na kapitálový trh, může svou vlastnickou strukturu vystavit jakkoliv. Posledním důvodem pak je snaha návrhu vytvořit*

Alternativní variantou zavedení systému nepřímé držby účastnických cenných papírů je možnost imobilizace listinných akcií rovněž mimo evidence navázané na centrálního depozitáře. V takovém případě by vlastníci listinných cenných papírů složili s definitivní platností listinné cenné papíry do bank, které těmto vlastníkům vytvořily účty cenných papírů (například v rámci vedení samostatných evidencí investičních nástrojů). Na tyto účty by poté byl připsán takový zůstatek, kolik listinných cenných papírů by bylo danou bankou přijato do úschovy od jejich majitele. Zároveň by bylo právním předpisem stanoveno, že převod práv spojených s takto imobilizovanými cennými papíry by se uskutečňoval pouze záznamem v těchto evidencích, nikoli fyzickým předáním či rubopisem, a že by tyto tato imobilizace byla trvalá.

Tato varianta by se ovšem musela vypořádat se dvěma problémy: za prvé by bylo nutno nastavit systém tak, aby počet akcií emitovaných společnostmi odpovídal počtu akcií připsaných na účty akcionářů, a za druhé, by bylo nutné zajistit objektivní a nezávislou dohledatelnost majitelů imobilizovaných akcií v reálném čase. Zajištění efektivní kontroly nad tím, aby počet akcií emitovaných akciovými společnostmi odpovídal počtu akcií připsaných na účty akcionářů, je základním pilířem jakéhokoli systému nepřímo držených akcií. Bez takovéto kontroly se jakýkoli systém držby nepřímé držby cenných papírů rychle zhroutí.<sup>1339</sup> Právní úprava imobilizovaných cenných papírů by proto musela specifikovat, že imobilizované cenné papíry lze na rozdíl od zaknihovaných cenných papírů převádět pouze mezi účty depozitáře, u kterého byly listinné akcie složeny. Alternativně je možné stanovit, že prostředníci jsou povinni si fyzicky posílat

---

*konkurenceschopnou regulaci, která při srovnání se zahraničím ob stojí. Důvody pro zavedení regulace, tkvící v transparentnosti a snaze bránit praní špinavých peněz apod., jsou jistě legitimní, ale nejsou věcí soukromoprávní regulace." (Důvodová zpráva k návrhu zákona o obchodních korporacích).*

<sup>1339</sup> Například společnost S složí svých 1000 emitovaných akcií k prostředníkovi X a její jediný akcionář A si u tohoto prostředníka zřídí účet vlastníka, na který mu bude připsáno 1000 upsaných akcií. Tento akcionář bude poté chtít imobilizované akcie prodat osobě B, která bude mít ovšem účet u prostředníka Y. K tomu, aby osoba B mohla nabýt uvedených 1000 akcií, bude si muset zřídit účet u prostředníka X. Nebude a nesmí být možné, aby osoba B nabyla uvedených 1000 akcií připsáním na účet u prostředníka Y, neboť prostředník Y si nebude moci být jist, že ekvivalent 1000 akcií společnosti S, které připsal na účet osobě B, se nachází v imobilizované listinné podobě u prostředníka X, tj. že počet emitovaných akcií společnosti S odpovídá počtu akcií připsaných na účet akcionáře.

imobilizované listinné cenné papíry, tak aby se neustále reflektovaly převody „z účtu na účet“ mezi klienty jednotlivých prostředníků.<sup>1340</sup>

Pokud jde o splnění požadavku objektivní a nezávislé dohledatelnosti akcionářů v reálném čase, bylo by v kontextu posléze uvedeného modelu třeba, aby prostředník, kde se nachází účet majitele nepřímo držených imobilizovaných akcií, byl uveden v obchodním rejstříku. Povinnost uvést jméno prostředníků v obchodním rejstříku by zajišťovala ekvivalentní kontrolu dohledatelnosti majitelů imobilizovaných akcií, jako je tomu u majitelů zaknihovaných akcií v centrálním depozitáři, neboť u zaknihovaných akcií mají prostředníci zákonnou povinnost sdělit na žádost centrálního depozitáře identitu konečných majitelů účtů. Bude-li veřejný orgán u akciových společností s takto imobilizovanými akciemi chtít zjistit identitu jejich akcionářů, vyhledal by si tento orgán jméno prostředníka v obchodním rejstříku u údajů o dané akciové společnosti, a přímo by se dotázal u dotčeného prostředníka na identitu vybraného akcionáře, který má u tohoto prostředníka veden účet.<sup>1341</sup>

Obě uvedené varianty zavedení povinného systému nepřímé držby účastnických cenných papírů nicméně vykazují zásadní nedostatek, neboť ponechávají bez úpravy určitý ekonomicky významný typ nepřímo držených cenných papírů označené výše názvem „zaknihované cenné papíry.“ O pokrytí těchto cenných papírů a zajištění ochrany těm občanům, kteří si zakoupili uvedené „zahraniční

---

<sup>1340</sup> Popsané nastavení systému imobilizovaných akcií by za určitou dobu – na základě historických zkušeností ze zemí, kde imobilizace cenných papírů již proběhla – zřejmě dalo samovolně vzniknout jakémusi „lehčímu“ alternativnímu centrálnímu depozitáři. To by umožnilo převody imobilizovaných akcií mezi jednotlivými prostředníky a nabyvatelé imobilizovaných akcií by si nemuseli vytvářet účet u prostředníka převodce či nechat zasílat svému prostředníkovi listinné akcie od prostředníka převodce. Vzhledem k tomu, že by na takovémto vývoji měli zájem všichni účastníci tohoto systému držby akcií, vytvoření „lehčího“ alternativního centrálního depozitáře by zřejmě netrvalo dlouho a bylo by dobrovolně financováno samotnými prostředníky. To by mohlo mít pozitivní efekt na kvalitu a cenu služeb poskytovaných současným centrálním depozitářem, neboť by mu rostla konkurence. Není rovněž vyloučeno, že existující centrální depozitář by sám měl zájem na vytvoření uvedeného „lehčího alternativního systému“ imobilizovaných akcií.

<sup>1341</sup> Relevantní část výpisu z obchodního rejstříku by akciových u společností s imobilizovanými akciemi by mohla vypadat například následovně:  
*Společnost XY vydala 1000 akcií na majitele vedených na účtu u Účet vlastníka(ů): Česká spořitelna a.s., Rytířská ulice, Praha 1*

cenné papíry,“ se nicméně snaží pojetí „nelistinných“ cenných papírů jako nepřímě držených cenných papírů.

K právní definici nehmotných cenných papírů lze v podstatě přistoupit dvojím způsobem: buď „umocněním“ fikce inkorporace práva v listině, kdy k této fikci přidáváme fikci, že elektronická informace v paměti počítače představující záznam o existenci zaknihovaného cenného papíru se považuje za „listinu“ inkorporující práva společníka vůči emitentovi, která se dále považuje za „věc“ tj. jakási fikce „na druhou.“ Tento přístup založený na „formě“ dematerializovaného cenného papíru ovšem nebude fungovat v případě, kdy není možné legálně stanovit, ve kterých centrálních evidencích či navazujících evidencích se budou nacházet „záznamy,“ které zákon považuje za zaknihované cenné papíry.<sup>1342</sup>

K definici dematerializovaného cenného papíru je ovšem rovněž možno přistoupit tak, že se nejdříve „odmocní“ současné vymezení cenného papíru, tj. že je v prvním kroku v souladu s realitou odmítnuta u dematerializovaných cenných papírů teorie inkorporace, neboť u těchto cenných papírů neexistuje fyzická listina, a tudíž není do čeho inkorporovat práva spojená s cenným papírem. V druhém kroku je jako základ pro definici nehmotného cenného papíru použit, nikoli formální prvek, tj. listina či záznam v evidenci, ale prvek materiální, tj. „práva vůči emitentovi.“ Ve třetím kroku jsou tato „práva vůči emitentovi“ kvalifikována tím, že se jedná o „práva vůči emitentovi, jež jsou evidována prostředníkem v podobě záznamu na účtu cenných papírů“ a zároveň je stanoveno, že je lze převádět pouze „z účtu na účet,“ aby bylo možné vyhnout se u těchto převodů režimu cese pohledávky. Tímto procesem lze dojít k legislativní definici „nepřímě drženého cenného papíru.“ V posledním kroku je třeba stanovit,

---

<sup>1342</sup> Tento přístup vtělený do současně platných právních předpisů upravujících zaknihované cenné papíry stejně jako v novém občanském zákoníku a v zákonu o obchodních korporacích je nekompatibilní s trendem internacionalizace vlastnických řetězců nepřímé držby stejně jako s přístupem Evropské komise snažící se otevřít možnost registrace emitovaných cenných papírů kapitálových společností u centrálního depozitáře či jiného prostředníka z jakéhokoli členského státu EU, tedy nejen toho centrálního depozitáře či prostředníka vedoucí evidence ve stejné jurisdikci, kde je emitent registrován. Podrobněji k aktivitám Evropské komise v tomto ohledu Clifford Chance, The Securities Law Directive, Briefing Note, November 2010.

že tyto „nepřímo držené cenné papíry“ nejsou součástí majetkové podstaty prostředníka a nejsou k dispozici věřitelům prostředníka v případě jeho insolvence.<sup>1343</sup> Tento postup byl úspěšně použit při přípravě Ženevské úmluvy UNIDROIT z roku 2009 stejně jako při přípravě nového švýcarského zákona o nepřímo držených cenných papírech, jež vstoupil v účinnost 1. ledna 2010. Jelikož právní podstata „práv vůči emitentovi“ je v kontinentálních právních řádech víceméně identická,<sup>1344</sup> lze tento model bez problému použít i v českém právním řádu, a to s mnohými výhodami.<sup>1345</sup>

Bylo-li v prvním oddílu dovozeno, že listinné cenné papíry způsobují určité transakční náklady, a působí jisté, byť obtížně kvantifikovatelné, ekonomické ztráty a pravděpodobně rovněž přispívají ke zneužívání veřejných prostředků, střetu zájmů, daňovým únikům a praní špinavých peněz, a tedy existuje důvod k zásahu ze strany zákonodárce, je třeba rovněž posoudit, jaké ekonomické přínosy by přineslo úplné nahrazení listinných cenných papírů nepřímo drženými cennými papíry a s tím související zprůhlednění korporátních struktur společností v České republice některým z výše nastíněných způsobů.

Při porovnávání nákladů na držbu listinných a zaknihovaných cenných papírů je však v každém případě mělo brát v úvahu skutečnost, že náklady na držbu listinných cenných papírů jsou nenulové a že je nutno vedle nákladů na držení zaknihovaných cenných papírů v centrálním depozitáři či v navazující evidenci stavět náklady na držbu listinných cenných papírů bankovní úschově. Jelikož výše poplatků za držbu v centrálním depozitáři závisí na řadě různých faktorů, činí se srovnání nákladů držby zaknihovaných a listinných cenných papírů obtížné.

---

<sup>1343</sup> Nepřímo držené akcie by zcela nahradily listinné akcie na majitele (doručitele), pokud jde o právní dispozice s nimi. Model nepřímo držených akcií by se nedotkl právních poměrů zaknihovaných akcií, ani jejich fungování v režimu centrálního depozitáře a navazujících evidencí.

<sup>1344</sup> Vondráček O.: op. cit. pozn.č. 8, str. 119 an.

<sup>1345</sup> Tento model právní definice dematerializovaného cenného papíru vycházející z jeho materiální podstaty má oproti předchozímu modelu vycházející z jeho formální podstaty tři zásadní výhody: (i) je srozumitelný pro obchodníky, kteří s ním pracují, neboť odpovídá realitě, kterou znají, (ii) není právně „překombinovaný“, tj. dvojí fikce neodpovídající realitě, (iii) pokrývá veškeré dematerializované cenné papíry bez ohledu na to, v jaké evidenci jsou zaknihované a rovněž je schopen pokrýt cenné papíry imobilizované.



V každém případě lze ovšem předpokládat, že v případě povinného vedení cenných papírů v zaknihované podobě v rámci systému centrálního depozitáře, by se současná výše poplatků za vedení cenných papírů na účtech v rámci systému centrálního depozitáře radikálně snížila.<sup>1346</sup>

Co se týče nákladů na provedení převodu zaknihovaných cenných papírů, tyto cenné papíry lze jednoduše převést z účtu na účet jako bezhotovostní peníze. K převodu elektronicky evidovaných cenných papírů postačí na jednu stranu jednoduchý příkaz depozitáři k odepsání takových cenných papírů z účtu a jejich připsání na účet nabyvatele, na druhou stranu je třeba za provedení převodu zaplatit zpravidla určitý poplatek, který ovšem není nijak velký. V porovnání s reálnými náklady na uskutečnění převodu listinných cenných papírů popsanými výše, by transakční náklady pro uskutečnění převodu zaknihovaných cenných papírů byly celkově nižší.<sup>1347</sup> V neposlední řadě je nutno elektronicky evidovaným cenným papírům přičíst k dobru skutečnost, že jejich obligatorní zavedení by přispělo ke zvýšení právní jistoty účastníků obchodů s cennými papíry, neboť nepřímé držené cenné papíry nelze ztratit, zfalšovat ani ukrást.

Přejdeme-li od „soukromoprávních“ transakčních nákladů a přínosů k veřejnoprávním, pokud by byl systém nepřímé držby zaveden v České republice povinně tak, že by zcela nahradil listinné cenné papíry, byl by tento systém schopen téměř kompletně eliminovat daňové úniky způsobené nemožností monitorovat fyzické převody listinných cenných papírů a (ne)oznamování příjmů z těchto převodů. Před českými daňovými orgány by nebylo možno skrýt jakýkoli převod nepřímé držených cenných papírů, neboť tyto veškeré převody nepřímé držených cenných papírů jsou registrovány prostředníky na účtech cenných papírů. Jelikož tyto prostředníci podléhají v rámci předpisů proti legalizaci výnosů z trestné činnosti povinností

---

<sup>1346</sup> Podle informací šéfa centrálního depozitáře Koblíce by se náklady na vedení cenných papírů v rámci systému centrálního depozitáře mohly snížit až o 80%, zejména vzhledem k tomu, že současná výše poplatků u centrálního depozitáře je zapříčiněna nutností hradit dluhy zbylé po právním předchůdci PVT.

<sup>1347</sup> Jak bylo uvedeno výše převody přímo držených listinných cenných papírů jsou oproti nepřímé drženým značně logisticky náročné.

identifikace majitelů účtů cenných papírů a kontrole Finančního analytického útvaru Ministerstva financí, je nemožné, aby jakýkoli převod nepřímo držených cenných papírů zůstal před finančními úřady skryt. V rámci dané jurisdikce by veškeré převody cenných papírů byly dohledatelné, díky čemuž by bylo možné ověřit správnost jakéhokoli daňového přiznání týkajícího se příjmů ze zisků z převodu cenných papírů.<sup>1348</sup>

Co se týče praní špinavých peněz, je nepochybné, že obligatorní zavedení systému nepřímé držby a s tím spojená registrace všech převodů cenných papírů by zcela eliminovaly nedohledatelnost fyzických převodů cenných papírů. Nicméně, aby toto opatření přineslo očekávané pozitivní účinky, je třeba, aby byla souběžně uložena akciovým společnostem povinnost vyplácet dividendy akcionářům pouze na bankovní účty, resp. na účty vedené subjekty, kteří podléhají povinnosti kontroly klienta podle předpisů proti praní špinavých peněz.

Bylo-li výše dovozeno, že existence listinných účastnických cenných papírů a možnost jejich anonymního vlastnictví velmi pravděpodobně přispívá k ekonomickým ztrátám pramenícím z plýtvání veřejných prostředků a korupci, které fenomén listinných účastnických cenných papírů umožňuje,<sup>1349</sup> je třeba ovšem rovněž zkoumat, zda by zrušení těchto listinných cenných papírů a

---

<sup>1348</sup> Na druhou stranu nelze vyloučit, že někteří akcionáři se nerozhodnou k prodloužení korporátní struktury, tak že akcionářem české akciové společnosti učiní zahraniční akciovou společnost, ze země, kde se kapitálové příjmy nedaní vůbec nebo kde lze převody cenných papírů skrýt a díky tomu zamlčet příjmy z těchto převodů. Nicméně z hlediska behaviorální ekonomické analýzy práva se lze domnívat, že takovéto chování nebude příliš pravděpodobné, a to nejméně ze tří důvodů: za prvé, cenné papíry společností, které často přecházejí z jedné osoby na druhou, se obvykle obchodují na regulovaných trzích a tyto převody jsou dohledatelné; za druhé, v případě účastnických cenných papírů společností, které mají listinnou podobu a mění majitele pouze zřídka, by náklady na „prodloužení“ korporátní struktury nastíněným způsobem do jiné jurisdikce a na udržování této konstrukce velmi pravděpodobně převyšovaly přínosy spojené s „únikem“ před daní z kapitálových zisků do v tomto ohledu přívetivější daňové jurisdikce; konečně za třetí, lze předpokládat, že společnosti či akcionáři, kteří by uvedenou daňovou „optimalizací“ mohli získat určitý benefit, zmíněnou konstrukci již vytvořili a lze se tedy domnívat, že pouhé zvýšení dohledatelnosti daňových úniků u daně z kapitálových příjmů by nebylo samo o sobě dostatečnou pobídkou k útěku před touto dohledatelností do jiných jurisdikcí pomocí zmíněného „*prodlužování*“ korporátních struktur směrem ven z České republiky.

<sup>1349</sup> Výše oddíl 1 prvního dílu této části.

jejich nahrazení nepřímo drženými cennými papíry bylo schopno tyto ztráty eliminovat.

### ***Oddíl 3 – Pravidlo transparentnosti korporátních struktur pro právnické osoby čerpající veřejné prostředky***

Má-li zrušení přímé držby účastnických listinných cenných papírů jakkoli přispět ke zmírnění ztrát pramenících z plýtvání veřejných prostředků způsobené korupčními praktikami a střetem zájmů, musí být podpořeno doplňujícím pravidlem, které bude schopné odkrýt korporátní strukturu právnických osob čerpajících veřejné prostředky i v situacích, kdy tato struktura bude sahat mimo území České republiky. Tímto doplňujícím pravidlem je požadavek, aby právnické osoby, jež vstupují do právních vztahů se státem či podnikají ve strategických oblastech, měly plně transparentní vlastnickou strukturu až po konečné podílníky, jež jsou fyzickými osobami, bez ohledu na to, kde se tyto osoby nacházejí a aby pravdivost informací o této vlastnické struktuře bylo možno kdykoli objektivně a nezávisle ověřit.<sup>1350</sup>

---

<sup>1350</sup> Efektivitu povinnosti odhalit a prokázat celou korporátní strukturu osoby, jež přijímá peníze z veřejných rozpočtů, lze názorně demonstrovat pomocí analýzy existující povinnosti účastníků soutěže o veřejné zakázky zveřejnit seznam vlastníků akcií, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota přesahuje 10 % základního kapitálu, jedná-li se o akciovou společnost. Zákon o veřejných zakázkách zavedl od 1. ledna 2011 požadavek, že součástí nabídky v soutěžích o veřejné zakázky musí být aktuální seznam vlastníků akcií, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota přesahuje 10 % základního kapitálu, má-li potenciální dodavatel formu akciové společnosti (§ 53, odst. 1, písm. l) zákona o veřejných zakázkách. Toto ustanovení nicméně z hlediska prevence korupce, střetu zájmů a zabránění zneužívání veřejných zakázek k praní špinavých peněz mnoho neřeší. Rovněž velmi diskutovaná novela zákona o veřejných zakázkách č. 55/2012 Sb., účinná od 1. dubna 2012 nepřinesla nic nového, jen posunula uvedenou povinnost dodavatele-akciové společnosti předkládat seznam více jak desetiprocentních akcionářů do § 68, odst. 3, písm. b) zákona o veřejných zakázkách. Důvody neúčinnosti uvedeného ustanovení jsou trojí: za prvé, bude-li mít společnost ucházející se o veřejnou zakázku listinné akcie na majitele, nebude nijak možné ověřit, zda vlastníci uvedení v požadovaném seznamu, jenž má být součástí nabídky, jsou skutečnými konečnými podílníky dané akciové společnosti. Za druhé, podílníkům společnosti mající listinné akcie na majitele nic nebrání v tom, aby v okamžiku, kdy společnost veřejnou zakázku získá, převedla své akcie a s nimi i kontrolu nad vítěznou společností na jiné osoby. Tyto osoby již ve zmíněném seznamu akcionářů figurovat nebudou, neboť zákon o veřejných zakázkách nestanoví vítězné společnosti povinnost aktualizovat seznam akcionářů tak, aby neustále odpovídal realitě. V důsledku toho nebude možné ověřit, zda poté, co daná společnost získala veřejnou zakázku a stát ji za poskytnuté služby začal platit, se nestala skrytým akcionářem této společnosti a konečným

Aby bylo možno zabránit veřejným činitelům, aby korupčním jednáním získávaly přes majetkové podíly na osobách získávajících peníze z veřejných prostředků, musí být stát schopen zjistit, které fyzické osoby jsou konečnými beneficienty veřejných prostředků vyplaceným právnickým osobám.<sup>1351</sup> Aby tato kontrola byla efektivně vykonatelná musí být korporátní struktura právnických osob získávajících veřejné prostředky plně transparentní, neboť pouze takto plně transparentní právnické osoby poskytují záruku toho, že jsou „pouze účastníky veřejné soutěže“ o veřejnou zakázku či dotaci, a nikoli rovněž osobami spjatými se zadavatelem či osobami rozhodujícími o vítězné nabídce.<sup>1352</sup>

Efektivní řešení problému netransparentnosti korporátních struktur právnických osob získávajících veřejné prostředky a z toho vyplývající možnosti úspěšného zakrývání střetů zájmů a korupce představuje norma, která by umožňovala získávat veřejné prostředky pouze subjektům, jejichž koneční podílníci či členové, jež jsou fyzickými osobami, jsou objektivně dohledatelní, jedná-li se o soukromoprávní korporace.<sup>1353</sup> Toto pravidlo vyžadující transparentnost

---

beneficientem veřejných prostředků osoba, jež o zadávání veřejné zakázky rozhodovala či osoba, jež je podezřelá z praní špinavých peněz. Za třetí, vzhledem k tomu, že akcionáři velkého množství společností jsou jiné právnické osoby, z uvedeného seznamu, jenž má být součástí nabídky při zadávání veřejných zakázek, nebude zřejmé, jaká fyzická osoba skutečně kontroluje korporátní strukturu společnosti ucházející se o veřejnou zakázku a je v případě vítězství v soutěži o veřejnou zakázku finálním beneficiem veřejných peněz. Informace o tom, kdo je „akcionářem akcionáře“, zejména jaká fyzická osoba stojí na konci korporátního řetězce společnosti ucházející se o veřejnou zakázku, není součástí předkládaného seznamu vlastníků akcií podle zmíněného vládního návrhu novely zákona o veřejných zakázkách. Z uvedeného je zřejmé, že očekávané přínosy ohlašovací povinností akcionářů s podílem 10% a vyšším jsou v podstatě nulové, neboť tuto povinnost lze velice snadno obejít. Náklady účastníků na splnění této povinnosti jsou sice nízké, ale v konečném výsledku bude ekonomická hodnota tohoto pravidla - nulové přínosy mínus nízké náklady - záporná.

<sup>1351</sup> Z hlediska veřejného zájmu má stát právo se účinným způsobem přesvědčit, že subjekty, jímž poskytuje peníze z veřejných rozpočtů neslouží pouze jako prostředky ke krytí střetu zájmů nebo korupce.

<sup>1352</sup> Osoba jednající jménem zadavatele nesmí mít majetkový podíl na osobě, jež zvítězila v soutěži o veřejnou zakázku: fyzická osoba, jež se podílela na přidělení zakázky (zpracování zadání, rozhodování o vítězi), nesmí vlastnit jakýkoli majetkový podíl na společnosti, jež získala veřejnou zakázku, ani na přímém či nepřímém subdodavateli takové společnosti, jehož subdodávka má hodnotu nad určitou částku. Osoba jednající jménem zadavatele rovněž nesmí rozhodovat o přidělení zakázky, o niž soutěží společnost, kterou vlastní osoba jemu blízká.

<sup>1353</sup> *A contrario* právnické osoby s neprůhlednou korporátní strukturou by se nesměly účastnit veřejných zakázek, neboť díky této své neprůhlednosti neumožňují kontrolu toho, zda na

korporátních struktur až po konečné podílčníky či členy, jež jsou fyzickými osobami, bez ohledu na to, kde sídlí, by se dotýkalo především obchodních společností, neboť u právnických osob založených za neziskovým účelem lze jednak poměrně snadno zjistit, kdo je jejich členem. U státu a obdobných veřejnoprávních korporací, jako je například obec či kraj, otázka podílnictví či členství vůbec nepřipadá v úvahu.<sup>1354</sup> U obchodních společností, včetně zahraničních společností či zahraničních podílníků českých společností,<sup>1355</sup> jež se účastní veřejných zakázek či jsou přímým či nepřímým podílníkem či členem právnické osoby, jež čerpají veřejné prostředky, by toto pravidlo vyžadovalo, aby tyto společnosti měly účastnické cenné papíry pouze v podobě nepřímo držených cenných papírů, jedná-li se o společnosti na akcie, včetně akciových společností, protože pouze v takovém případě budou koneční podílníci-fyzické osoby takových společností na akcie či skupin společností s takovými společnostmi na akcie objektivně dohledatelní.

Odkrytí korporátní struktury právnických osob čerpajících veřejné prostředky by mělo být doprovázeno doložením pravdivosti informací o této korporátní struktuře z informačních zdrojů poskytovaných třetími osobami, jež jsou buď veřejnými subjekty, například od osob vedoucí výpisy z obchodních či jiných veřejných rejstříků, či soukromými subjekty, jež jsou ovšem podřízeny vysokým

---

nich nemají majetkový podíl osoby ve střetu zájmů, a neslouží tak jako nástroje pro korupční jednání.

<sup>1354</sup> Příklad: Vězeňská služba je organizační složkou státu a z její podstaty na ní tedy nikdo nemůže mít „podíl, účast či členství“ jako v případě soukromých společností. Z tohoto důvodu Vězeňská služba, stejně jako jakákoli jiná organizační složka státu či osoba zcela vlastněná státem, splní požadavek absence majetkové účasti osoby vyloučené vždy zcela automaticky, neboť jediný, kdo na takové osobě má „podíl či účast“ bude stát, a ten nemůže být nikdy osobou vyloučenou. Tento požadavek splní osoba „vlastněná“ veřejným subjektem stejně jako Vězeňská služba pomocí prohlášení, neboť absenci „účasti“ osoby vyloučené na subjektu, jako je například Vězeňská služba, nelze prokázat výpisem z jakéhokoli rejstříku.

<sup>1355</sup> Bez odkrytí korporátních struktur zahraničních společností či českých společností se zahraničními podílčníky by povinnost odkrýt a doložit celou korporátní strukturu bylo schopno generovat pouze zanedbatelné ekonomické přínosy, resp. nebylo by schopno účinně eliminovat ekonomické ztráty způsobené existencí anonymních korporátních struktur založených na listinných cenných papírech u společností, jež získávají prostředky z veřejných zdrojů, a jejichž korporátní struktura končí v zahraničí.

regulatorním požadavkům, tj. jako jsou například centrální depozitáři či prostředníci poskytující výpisy z účtů cenných papírů.<sup>1356</sup>

V případě akciových společností, jež mají listinné akcie na doručitele, ovšem není možné jejich vlastníka nijak zjistit.<sup>1357</sup> Aby tyto společnosti s listinnými akciemi nebyly vyloučeny z čerpání veřejných prostředků, mohly by své přímo držené listinné akcie uložit do úschovy u osoby, jež je oprávněna poskytovat službu úschovy cenných papírů a jež je povinnou osobou podle předpisů proti praní špinavých peněz. Tato osoba, jež by přijala listinné akcie do úschovy, by vydala dané osobě potvrzení (výpis) o trvalém uložení těchto akcií do úschovy. Tento výpis by plnil funkci dokladu o vlastnictví těchto akcií.<sup>1358</sup> V případě změny osob

<sup>1356</sup> Korporátní struktura právnické osoby čerpající veřejné prostředky je v zásadě zjistitelná ze dvou zdrojů. Prvním takovým zdrojem jsou veřejné rejstříky, jež umožňují identifikaci osob, jež jsou vlastníky, podílíky či členy jiných právnických osob. Těmito rejstříky jsou zejména obchodní rejstříky, rejstříky zaznamenávající údaje o osobách s neziskovým účelem či jiné obdobné rejstříky podle zahraničního práva. Údaje uvedené v těchto rejstřících zpravidla podléhají presumpci správnosti. Druhým zdrojem informací o korporátní struktuře právnické osoby čerpající veřejné prostředky – zejména u akciových společností se zaknihovanými akciemi, u nichž identitu akcionářů nelze zjistit z obchodního rejstříku – jsou výpisy z účtů cenných papírů vedených osobami vedoucími evidence zaknihovaných cenných papírů či investičních nástrojů (centrální depozitář, osoby vedoucí evidenci navazující na evidenci centrálního depozitáře, osoby vedoucí samostatné evidence či evidence navazující na tyto samostatné evidence). Tyto evidence umožňují doložit pravdivost a správnost informací o vlastnictví zaknihovaných akcií, neboť se má za to, že osoba, na jejíž jméno je účet cenných papírů zřízen, je vlastníkem akcií registrovaných na takovém účtu. Uvedené osoby mají v rámci povinnosti hloubkové kontroly podle zákona č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu, v platném znění, povinnost zjistit a nechat si prokázat identitu osob zřizujících si u těchto osob účty cenných papírů a rovněž vyžadovat od takových osob sdělení, zda jednají na svůj či cizí účet. Uvedené osoby vedoucí evidence zaknihovaných cenných papírů a investičních nástrojů jsou vedle toho podřízeny doзору Finančního analytického útvaru Ministerstva financí, jemuž mají kromě jiného povinnost hlásit každou podezřelou transakci. Navíc osoby vedoucí evidenci zaknihovaných cenných papírů navazující na evidenci centrálního depozitáře mají povinnost sdělit centrálnímu depozitáři na jeho žádost identitu osob, pro něž tyto osoby vedou účty cenných papírů. V důsledku toho je možno výpisy z účtů cenných papírů vydávané osobami oprávněnými vést evidence investičních nástrojů a zaknihovaných cenných papírů považovat za vysoce důvěryhodné zdroje informací a umožnit tak na základě těchto údajů prokázání korporátní struktury osoby čerpající veřejné prostředky.

<sup>1357</sup> V případě listinných akcií na jméno lze vlastníka zjistit ze seznamu akcionářů vedených společností, nicméně zda jsou údaje v tomto seznamu akcionářů vedené danou společností pravdivé a úplné, nelze nijak nezávisle ověřit.

<sup>1358</sup> Pokud bude vlastník akcie uvedený na akci (v případě akcií na jméno) či na rubopisu akcie odlišný od osoby, jíž osoba, u níž byly akcie uschovány, vydala potvrzení o trvalém uschování akcií, je třeba, aby tato skutečnost byla buď uvedena na potvrzení (výpisu) od této osoby nebo stvrzena prohlášením.

v rámci dané korporátní struktury by vydání jeho aktualizované podoby a předložení veřejnému orgánu umožňovalo kontinuální ověřování identity osob, jež by kdykoli po dobu trvání právního vztahu s veřejným subjektem vstoupily do korporátní struktury takovéto společnosti.

Bude-li osoba s přímým či nepřímým podílem na právnické osobě čerpající veřejné prostředky pocházet z jiného členského státu Evropské unie, mohla by tato osoba prokázat svou korporátní strukturu výpisy od osob vykonávajících činnost uvedenou bodu 1 Přílohy B směrnice o trzích s finančními nástroji<sup>1359</sup> (úschova a správa finančních nástrojů na účet klientů včetně svěřenecké správy a souvisejících služeb, jako je správa hotovosti nebo zajištění).<sup>1360</sup> Pokud jde o výpisy z účtů cenných papírů vedených osobou vedoucí evidence cenných papírů v jiných státech než ve státech Evropské unie, bylo by umožněno přijímání takových výpisů od osob, jež jsou podřízeny doзору veřejných orgánů ze států, jež ratifikovaly Úmluvu OSN proti korupci z roku 2005.<sup>1361</sup>

Uvedená pravidla by se netýkala společností čerpajících veřejné prostředky, jejichž akcie jsou kotovány na regulovaných trzích či akciích nabytých prostřednictvím mechanismů kolektivního investování. Tyto společnosti a akcie

<sup>1359</sup> Úř. věst. L 145, 30.4.2004, str. 1.

<sup>1360</sup> Vzhledem k tomu, že se na tyto osoby vykonávající činnost podle uvedené směrnice o trzích s finančními nástroji rovněž vztahuje směrnice 2005/60/ES o předcházení zneužití finančního systému k praní peněz a financování terorismu, byly by tyto osoby podřízeny stejné povinnosti hloubkové kontroly klientů jako osoby vedoucí evidence investičních nástrojů a cenných papírů v ČR. Tyto osoby vedoucí evidence cenných papírů v členských státech EU budou dozorovány úřadem s ekvivalentními kompetencemi jako Finanční analytický útvar Ministerstva financí ČR. Údaje z výpisů z účtů cenných papírů vedených v evidencích těchto osob by tak byly vysoce důvěryhodné a jejich správnost a pravdivost by byla ověřitelná veřejným orgánem členského státu, kde provozují svou činnost. Příslušný orgán České republiky by si mohl moci prostřednictvím tohoto zahraničního orgánu ověřit pravdivost a správnost údajů uvedených na výpisech z účtů vedených v evidencích těchto osob.

<sup>1361</sup> Tato Úmluva předvídá požadavky na vedení evidencí cenných papírů, regulaci osob vedoucích tyto evidence, intenzitu státního dozoru nad těmito osobami a mezinárodní kooperační mechanismy umožňující výměnu informací, jež zajišťuje dostatečnou kontrolu důvěryhodnosti údajů na výpisech z účtů cenných papírů poskytnutých těmito osobám z těchto států, včetně možného vyžádání si těchto informací příslušnými orgány České republiky. Podle údajů OSN přijalo tuto Úmluvu doposud 154 států. Úmluva OSN proti korupci vstoupila v platnost 14. prosince 2005. Tato Úmluva byla podepsána Českou republikou dne 22. dubna 2005, avšak doposud nebyla ratifikována. Její ratifikace je ovšem součástí Protikorupční strategie vlády a proto její ratifikaci lze brzy očekávat.

nabývané prostřednictvím mechanismů kolektivního investování jsou dostatečně regulovány veřejnoprávními pravidly vztahujícími se k regulovaným trhům či mechanismům kolektivního investování.<sup>1362</sup> Stejně tak vzhledem k poměrně striktní regulaci bank a pojišťoven, která vyžaduje nejen rozkrytí korporátní struktury vůči orgánu veřejného dohledu a dohled tohoto regulátora nad tím, zda na bance či pojišťovně nemá přímou či nepřímou účast nedůvěryhodná osoba, by bylo rovněž možné uvažovat nad tím, že by takto regulované subjekty neměly povinnost zasílat a dokládat seznam podílníků, který předložily České národní bance v rámci licenčního řízení. Pokud by banka či pojišťovna čerpala veřejné prostředky postačovalo by zveřejnění seznamu akcionářů a dokladů prokazujících korporátní strukturu, jež se nachází u České národní banky.<sup>1363</sup>

V případě, že by příjemce veřejných prostředků nebyl z objektivních důvodů a při vynaložení veškerého úsilí schopen prokázat identitu některého či některých ze svých přímých či nepřímých společníků, jejichž celkový podíl na zisku či hlasovacích právech na osobě uchazeče nepřesahuje 5%, učinil by takový příjemce prohlášení o této skutečnosti. V takovém případě by byl povinen doložit pomocí účetních dokumentů, kterým osobám, na jaké účty a v jaké výši byl vyplácen rozdělený zisk.

---

<sup>1362</sup> Důvodů k tomuto vyloučení je několik: za prvé, kotované společnosti, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaných trzích, podléhají silnému veřejnoprávnímu dohledu; za druhé, nabytí akcií přes regulované trhy osobou se střetem zájmů bude dohledatelné a takové nabytí bude zpravidla představovat porušení pravidel o zneužívání informací (insider trading) či naplnění skutkové podstaty některého z trestných činů úplatkářství; za třetí, z důvodu fungování regulovaných trhů je nemožné pro jakoukoli společnost ovlivnit, kdo nabude její akcie; jakýkoli dodavatel v dobré víře by se proto nemohl nijak ujistit, že na něm v jakémkoli stupni nenabyla účast přes regulovaný trh osoba ve střetu zájmů; za čtvrté, bez této výjimky by osoba ve střetu zájmů mohla nákupem akcií osoby čerpající veřejné prostředky znemožnit libovolné osobě čerpat veřejné prostředky; konečně, za páté, je-li společnost kotovaná na regulovaném trhu je obvykle natolik velká, že čerpání veřejných prostředků v podstatě nemůže zvýšit cenu jejích akcií a tak umožnit osobě se střetem zájmů získat nabytím akcií takové společnosti jakýkoli ekonomický prospěch.

<sup>1363</sup> Aby jakákoli banka mohla dostat bankovní licenci, musí podle zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, v platném znění, prokázat, že na bance nemá přímou či nepřímou účast tzv. nezpůsobilá osoba a musí prokázat průhlednost skupiny osob s úzkým propojením s bankou (§ 4, odst. 5, písm. c) a g), tj. musí regulátorovi – České národní bance –rozkrýt svou korporátní strukturu.



Má-li být doplňující pravidlo transparentnosti korporátních struktur příjemců veřejných prostředků účinné, musí být kontrola absence majetkové účasti osob se střetem zájmů na právnických osobách získávající veřejné prostředky prováděna kontinuálně: transparentnost korporátních struktur až po konečné podílňíky, jež jsou fyzickými osobami, musí být verifikována od okamžiku zahájení čerpání veřejných prostředků až do vyplacení poslední platby a i určitou dobu poté. Zároveň se v případě veřejných zakázek musí vztahovat rovněž na subdodavatele, jež vítěz veřejné zakázky k realizaci dané zakázky použije, neboť oni jsou rovněž konečnými beneficienty veřejných prostředků.<sup>1364</sup>

Náklady osob čerpajících veřejné prostředky na splnění povinnosti odkrýt a doložit celou korporátní strukturu nebudou nulové. Náklady na dokumentaci korporátní struktury budou vyšší u těch subjektů, jejichž korporátní struktura bude zasahovat do zemí, kde jsou výpisy z obchodních či jiných veřejnoprávních rejstříků zpoplatněny v porovnání se subjekty přítomné v zemích, kde jsou tyto výpisy poskytovány zdarma. Povinnost odkrýt a doložit celou korporátní strukturu by ovšem byla hlediska dopadu na jednotlivé účastníky proporční:

---

<sup>1364</sup> Povinnost zveřejňovat korporátní strukturu až po konečné podílňíky – fyzické osoby by se měla týkat i každého přímého či nepřímého subdodavatele, jehož subdodávka v rámci zakázky přesahuje určitou částku, včetně dílčích subdodávek, jejichž souhrnná hodnota během trvání zakázky přesáhne tuto částku. Z ekonomického hlediska, jestliže určitý subjekt činí podání v soutěži o veřejnou zakázku, aby mohl odhadnout, zda se mu realizace zakázky vůbec vyplatí a zda se má soutěže vůbec účastnit, musí vědět v okamžiku zpracování podání, jakou část zakázky bude sub-kontrahovat. Rovněž ve většině případů musí znát svého sub-kontrahenta a mít s ním určitý způsobem nastavený smluvní vztah, tak aby měl jistotu v tom, že cena předpokládané subdodávky se později zásadním způsobem nezmění v jeho neprospěch. Absence znalosti identity subdodavatele, zejména takového subdodavatele, jenž realizuje určitou významnou část zakázky, tak bude spíše výjimečná. Na druhou stranu je třeba brát v potaz situace, kdy hlavní dodavatel skutečně nebude znát v okamžiku podání nabídky, který sub-dodavatel tu či onu část zakázky uskuteční. V takovém případě by majetková struktura sub-dodavatele byla předkládána v okamžiku započetí existence smluvního vztahu mezi hlavním dodavatelem a sub-dodavatelem či sub-dodavatelem subdodavatele, a to u těch subdodavatelů, u kterých by část zakázky, kterou provádějí, přesahovala určitou procentní hranici s dolním fixním limitem ve výši určité minimální částky. Nebude-li požadováno zveřejnění korporátní struktury rovněž u subdodavatelů, nebudou navrhovaná opatření z hlediska prevence korupce efektivní, neboť tato opatření bude možno přes vlastnictví společností subdodavatelů snadno obcházet. V praxi není výjimkou, že celé zadávací řízení je řízeno (rozuměj: manipulováno) subdodavatelem hlavního dodavatele, přes kterého jsou peníze z veřejné zakázky tzv. „vylity“ a následně poslány zpět osobám, jež jsou vlastněny osobami, které na straně zadavatele přidělení zakázky dodavateli určeného zmíněným sub-dodavatelem, zařídily.

jelikož náklady na doložení korporátní struktury porostou s ekonomickou velikostí příjemce veřejných prostředků či velikostí dotace či zakázky, budou nulové či velmi nízké pro malé společnosti a malé dotace a zakázky a mírně vyšší pro velké společnosti a velké dotace a zakázky.<sup>1365</sup>

Ani pro veřejné subjekty by kontrola korporátních struktur příjemců veřejných prostředků neměla představovat zvýšené administrativní náklady. Úkolem veřejného subjektu by totiž bylo pouze zveřejnit korporátní strukturu příjemce veřejných prostředků, a její případné aktualizace, na internetu. Budou-li tyto informace dostupné pro veřejnost, budou moci občané sami kontrolovat, zda příjemci veřejných prostředků plní své povinnosti ohledně zveřejňování své korporátní struktury.

Byly-li by náklady na administraci pravidla transparentnosti korporátních struktur s největší pravděpodobností velmi nízké, lze naproti tomu předpokládat, že předpokládaná hodnota přínosů tohoto pravidla by mohla být velmi vysoká, a to v řádech jednotek či desítek miliard korun, tj. v částkách, o které by bylo možné snížit korupční toky z rozpočtů veřejných subjektů v ČR.<sup>1366</sup> V konečném výsledku lze proto očekávat, že ekonomická hodnota popisovaného doplňujícího pravidla transparentnosti korporátních struktur by byla vysoce kladná.

---

<sup>1365</sup> Přesto, že náklady na získání výpisů či potvrzení dokumentujících korporátní strukturu subjektů získávajících veřejné prostředky budou vyšší v případě větších subjektů s komplexnější přeshraniční strukturou, lze na druhou stranu předpokládat, že výše těchto nákladů bude částečně mírněna úsporami z rozsahu: pro větší společnosti bude v konečném důsledku méně nákladné získat příslušnou dokumentaci korporátní struktury z jiných jurisdikcí, neboť tyto subjekty budou zpravidla mít v těch jurisdikcích, kde existují části jejich korporátní struktury, osoby schopné příslušnou dokumentaci opatřit.

<sup>1366</sup> Na druhou stranu nelze tvrdit, že by toto pravidlo nešlo obcházet: například, pokud by veřejné prostředky vyplacené soukromým subjektům byly vyváděny z těchto společností na smluvní bázi prostřednictvím různých konzultačních služeb ve prospěch osob, jež „zajistili“ poskytnutí těchto veřejných prostředků. Zda jakékoli služby byly ve skutečnosti poskytnuty či zda šlo jen o „provizi“ je téměř nemožné prokázat stejně jako identitu beneficienta „konzultační“ smlouvy – na rozdíl od podílníka, beneficienta dividend.

## ZÁVĚR

Jsou-li aspekty nakládání s nepřímo drženými cennými papíry jako je například okamžik účinnosti převodu či zřízení zajištění vůči třetím stranám či pojetí a rozsah možnosti nabytí těchto cenných papírů od nevlastníka, vnímány na první pohled jako otázky čistě soukromoprávního charakteru, hlubší zkoumání těchto otázek odhalí mnohem komplexnější realitu, jež je silně determinována strukturálními východisky vyplývající z veřejného zájmu.

Příkladem může být stanovení okamžiku účinnosti vůči třetím stranám. Anglický a český právní řád čímž sice zabraňují prostředníkovi zneužívat prodlení mezi učiněním zápisu na zákaznickém a vlastnickém účtu, na druhou stranu však způsobuje právní nejistotu pro konečné majitele účtu, neboť ti se nemohou dozvědět přesný okamžik nabytí svého práva jinak než se zpožděním. Proto naopak jiné právní řády, jako například Francie, Švýcarsko či Spojené státy, upřednostňují navázání účinku převodu vůči třetím stranám na okamžik zápisu na účet konečného majitele (vlastníka) s tím, že kontrola toho, aby prostředník v mezičase nezneužil své postavení je pro ně otázkou kvality veřejnoprávního dohledu.

Obdobně problematika pojetí nabytí nepřímo držených cenných papírů v dobré víře od nevlastníka v sobě skrývá rozhodnutí zákonodárce, jakou skupinu účastníků trhu zvýhodní nastavením podmínek tohoto způsobu nabytí podle toho, na koho – zda na nabyvatele (Spojené státy americké) či převodce (Německo, Rakousko) – uvalí důkazní břemeno prokázání, zda podmínky nabytí v dobré víře byly splněny. Toto určení bude mít rovněž do určité míry vliv na snadnost obchodování na kapitálových trzích dané jurisdikce, neboť bude-li zvýhodňovat nabyvatele bude zároveň podněcovat k nákupům na kapitálových trzích, protože pro nabyvatele bude takový nákup zcela bezpečný bez obavy z možných nároků jakýchkoli třetích stran.

Obdobně problematika dovolených způsobů zřízení zajištění, možnosti zřízení vícenásobného zajištění k týmž nepřímo drženým cenným papírům, řešení konfliktu mezi *ex lege* či automaticky zřízeným zajištěním ve prospěch prostředníka a zajištěním ve prospěch zajištěného věřitele nebo otázky dovolených způsobů realizace práv ze zajištění, jehož předmětem jsou nepřímo držené cenné papíry – odpovědi na všechny tyto otázky nutí zákonodárce zvýhodnit či znevýhodnit tu či onu skupinu majitelů, čímž dochází k přesahu z čistě soukromoprávních úvah do úvah právně-politických.

Nastíněná rozličnost způsobů řešení uvedených otázek v jednotlivých zkoumaných právních řádech nutí nebrat domácí právní koncepty jako neměnná dogmata a umožňuje širší pohled na tematiku nepřímé držby a nastavení jejího fungování. V tomto kontextu lze říci, že na mezinárodní úrovni našla Ženevská úmluva UNIDROIT kompromis mezi pojetími nepřímé držby v různých právních řádech a načrtla pravidla umožňující efektivní koexistenci různých způsobů nakládání s nepřímo drženými cennými papíry v rámci určitého právního řádu či v přítomnosti přeshraničních elementů.

Nahlížíme-li na nepřímou držbu optikou jednotlivých právních řádů, lze vidět trend snažící se postihnout realitu elektronizace cenných papírů a její internacionalizace. Rovněž lze pozorovat trend směřující ke specializaci spočívající ve zvláštní právní úpravě nakládání s nepřímo drženými cennými papíry mimo obecné principy převodů, zřizování zajištění či způsobů nuceného výkonu práv ze zajištění. Důvodem pro tuto specializaci je jednak komplexnost prostředí, v němž se dispozice s nepřímo drženými cennými papíry odehrávají, a to zvláště v případech, že tyto dispozice probíhají prostřednictvím infastruktur regulovaných trhů a jednak odlišná ekonomická racionalita dispozic s nepřímo drženými cennými papíry na rozdíl od převodů fyzicky existujících movitých věcí.

Oblast norem mezinárodního práva soukromého se díky užší vazbě na fenomén internacionalizace a propojování tržních infrastruktur jednotlivých právních řádů

dostala dříve do popředí zájmu právní komunity. Rovněž v této oblasti je problematika soukromoprávního charakteru kolizních norem pro dispozice s nepřímo drženými cennými papíry silně determinována právně-politickými aspekty. Chladný přístup členských států Evropské unie k ratifikaci Haagské úmluvy vyplýval ze značné části z obavy, že nastavením kolizních norem způsobem, jež předvídá Haagská úmluva, by mohlo dojít k použití jiných právních řádů než právních řádů evropských, zejména k použití právního řádu státu New York a možnosti tímto způsobem obcházet některé veřejnoprávní požadavky stanovené evropskými právními řády.

Pokud jde o normy českého právního řádu v oblasti nakládání s nepřímo drženými – zaknihovanými - cennými papíry, lze konstatovat, že na rozdíl od úspěšné systémové konvergence proběhla formální konvergence uvedených českých norem s víceméně globálním modelem inkorporovaným do ustanovení Ženevské úmluvy UNIDROIT a Haagské kolizní úmluvy pouze v posléze uvedené oblasti, a to ještě ne zcela důsledně. Důsledky absence formální konvergence českého právního řádu s novým pojetím nepřímo drženého cenného papíru založeného na jeho materiální a nikoli formální podstatě se projevují při nakládání s těmito cennými papíry v několika rovinách. Za prvé, normy českého právního řádu nepostihují značnou část tržní reality konkrétně tzv. „zahraniční cenné papíry“: tato skupina nehmotných cenných papírů, jež nejsou zaknihovanými ani imobilizovanými cennými papíry a tvoří cca 50 – 60% titulů obchodovaných na pražské burze se nachází v určitém právním vakuu, které značně snižuje předvídatelnost režimu nakládání s těmito cennými papíry. Za druhé právní úpravu týkající se té části tržní reality, kterou pokrývá, tj. úpravu nakládání se zaknihovanými cennými papíry, je nutno hodnotit jako vnitřně nekonzistentní a matoucí, neboť dispozitivní ustanovení zákonné úpravy – ať už současné uvedené v zákoně o cenných papírech a obchodním zákoníku či budoucí uvedené v novém občanském zákoníku – jsou v praxi zcela pohlcena podrobnější kogentní právní úpravou uvedenou v burzovních pravidlech a pravidlech systému vypořádání,

takže žádné z dispozitivních ustanovení použitelných soukromoprávních předpisů nelze v reálné situaci účinně použít.

Řešení uvedených problémů spočívá ve vytvoření jasných pravidel pro dispozice s nepřímo drženými cennými papíry činěné jak v rámci tržních infrastruktur, tak mimo ně. Vzhledem k tomu, že z podstaty věci budou pravidla ošetřující problematiku nakládání s nepřímo drženými cennými papíry vždy velmi komplexní, díky čemuž budou obtížně uchopitelná pro velkou část laické i odborné veřejnosti s výjimkou expertů v této oblasti, je lépe nezařazovat je do obecných předpisů soukromého práva. Z hlediska právní jistoty osob provádějících dispozice s nepřímo drženými cennými papíry je lepší alternativou řešit tuto problematiku v rámci zvláštního předpisu týkajícího se nepřímo držených cenných papírů. Ten si může dovolit řešit specifické situace týkající se nakládání s nepřímo drženými cennými papíry, jak obecně, tak ve vztahu k převodům cenných papírů uskutečněných prostřednictvím tržních infrastruktur.

Po analýze dopadů přímé držby listinných účastnických cenných papírů a z ní vyplývající netransparentnosti korporátních struktur byla vznesena otázka, zda by povinné zavedení nepřímé držby cenných papírů, tj. povinnost držet účastnické cenné papíry pouze přes prostředníky na elektronicky vedených účtech bylo schopno zamezit či alespoň výrazně omezit výskyt některých negativních fenoménů, jako je například korupce, střet zájmů veřejných činitelů, daňové úniky či legalizace výnosů z trestné činnosti. V této souvislosti je řešena otázka, zda anonymita akcionářů akciové společnosti je pojmovým znakem této společnosti bez které by akciová společnost nebyla již akciovou společností. Je-li na jednu stranu dovozeno, že tom tak není, je na druhou stranu nutno konstatovat, že samotné povinné zavedení nepřímé držby účastnických cenných papírů by nebylo s to plně vymýtit zmíněné negativní společenské fenomény, byť by k tomuto vymýcení mohlo do určité míry přispět. Aby tohoto cíle dosáhlo, muselo by být navíc doplněno pravidlem plné transparentnosti korporátních struktur právnických osob získávajících veřejné prostředky, a to až po fyzické osoby, jež jsou konečnými podílčníky, účastníky či členy těchto právnických osob.

## **BIBLIOGRAFIE**

### **I. MONOGRAFIE**

Apathy, P., Iro, G., Koziol, H.: Österreichischesbankvertragsrecht, Band VI: Kapitalmarkt recht, Springer, 2. přepracované vydání, 2007, Wien/New York

Benjamin, J.: Interests in Securities – A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets, Oxford, 2000

Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: The Law of Global Custody, 2. vydání, Butterworths LexisNexis, 2002

Couret, A., Nabasque, H. Le. et autres: Droit financier, 2ème éd., Dalloz, 2012

Dědič, J., a kol.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu, Prospektrum, 2000, Praha

Chabas, F., Mazeaud, H. a L., Mazeaud, J.: Leçons de droit civil - Tome 1 / Premier volume - Introduction à l'étude du droit, 11<sup>ème</sup> édition, 1996

Chabas, F., Mazeaud, H. a L., Mazeaud, J.: Leçons de droit civil - Tome 2 / Deuxième volume - 8<sup>ème</sup> édition, 1995, str. 192 – 193, 241 a 277.

Collart Dutilleul, Fr., Delebecque, Ph.: Contrats civils et commerciaux, 7. vydání, 2004, Dalloz

Davies, P., L.: Gower and Davies Principles of Modern Company Law, Limited Liability and Lifting the Veil at Common Law, 7th edition, London Sweet & Maxwell, 2003

Eisenhardt, U.: Gesellschaftsrecht, 4. überarbeitete Auflage, C.H. Beckische Verlagsbuchunhandlung, München 1989,

Eliáš K., Bartošíková, M., Pokorná, J. a kol.: Kurs obchodního práva – Právnícké osoby jako podnikatelé, 5. vydání, C.H. Beck, 2005

Fabre-Magnan, M.: Les obligations, 1. vydání, Presses Universitaires Françaises, 2004, Paris

Faldyna, F. a kol.: Obchodní právo, ASPI (Meritum), 2005

Germain, M.: Traité de droit commercial (G. Ripert/G. Roblot), Tome 1 – Volume 2 – Les sociétés commerciales, 18ème éd., L.G.D.J., 2002

Haentjens, M.: Harmonisation of Securities Law – Custody and Transfer of Securities in European Private Law, Kluwer Law International, 2007, Netherlands

Hoffman-Becking, M.: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4. Aktiengesellschaft, C.H. Beckische Verlagsbuchandlung, 1989

Jeantin, M., Cannu, P. Le: Droit commercial – Entreprises en difficulté, 7ème éd, Dalloz, 2007

Jhering, J. von: Beiträge zur Lehre vom Besitz (1868)

- Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kolektiv autorů: Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů, 4. vydání, C.H. Beck, 2005
- Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P., a kolektiv autorů: Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů, 5. vydání, C.H. Beck, 2008
- Lassalas, Ch.: L'inscription en compte des valeurs, la notion de propriété scripturale, L.G.D.J., 1997
- Lucas, F.X.: Les transferts temporaires des valeurs mobilières, L.G.D.J.
- Malovský-Wenig, A.: Příručka obchodního práva, Československý kompas v Praze, 1947
- Micheler, E.: Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Springer, Wien/New York, 2004
- Musílek, P.: Trhy cenných papírů, EKOPRESS, 2002
- Müller, A.-C.: Droit des marchés financiers et droit de contrats, Economica, 2007, str. 220
- Neuville, S.: Droit de la banque et des marchés financiers, Presses Universitaires Françaises, 2005, Paris
- Nizard, F.: Titres négociables, Economica, Paris, 2003
- Občanské právo hmotné, kolektiv autorů, svazek I., CODEX 1997
- Pelikánová, I. a kol.: Obchodní právo, 1. a 2. díl, 2. přepracované vydání, CODEX BOHEMIA, 1998
- Pontavice, E. du, Dupichot, J.: Traité de droit commercial, Deuxième volume : Les sociétés, 3ème édition, Montchrestien, 1982
- Potok, R.: Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws, London 2002
- Savigny, C. Fr. von: Das Recht des Besitzes (1803)
- Simler, Ph., Delebecque, Ph.: Droit civil – Les sûretés La publicité foncière, 6ème éd., Dalloz, 2012
- Terré, F., Simmler, Ph.: Droit civil – Les biens, 7. vydání, 2006, Dalloz
- Teubner, G.: Law as an Autopoietic System, Oxford, 1993
- T'Kint, Fr.: Sûretés, 4ème éd., Larcier 2004
- Wirth, G., Arnold, M.: Corporate Law in Germany, Verlag C.H. Beck München 2004

## **II. KOMENTÁŘE, DŮVODOVÉ ZPRÁVY**

- Dědič, J.: Obchodní zákoník, Komentář, Polygon, 2002
- Dossiers pratiques, La fiducie – mode d'emploi, Editions Francis Lefebvre 2009



Důvodová zpráva k návrhu Úmluvy o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů („*Explanatory report to the Draft Convention on Substantive Rules concerning Intermediated Securities*“), UNIDROIT, CONF. 11 - Doc. 4, únor 2008

Důvodová zpráva k návrhu nového občanského zákoníku

Důvodová zpráva k návrhu zákona o obchodních korporacích

Důvodová zpráva k návrhu zákona č. 408/2009 Sb. o finančním zajištění

Důvodová zpráva k návrhu zákona transponující směnci 2002/47/ES , Říšská rada (Bundesrat), tisk 563/03

Goode, R., Kanda, H., Kreuzer, K.: Důvodová zpráva k Haagské úmluvě o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených přes prostředníka, Stálá kancelář Haagské konference mezinárodního práva soukromého, 2006

Hüffer, U.: Aktiengesetz, Beckische Kurz-Kommentare, Band 53, Verlag C.H. Beck München, 2010

Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M. a kol.: Občanský zákoník – komentář, 8. vydání, C.H. Beck, 2003

J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, C.H. Beck Verlag, Mnichov

Megret, J., Waelbroeck, M., Louis, J.-V., Vignes, D., Dewost, J.-L.: Le droit de la Communauté économique européenne, commentaire du traité et des textes pris pour son application, Vol. 15 – Dispositions générales et finales, Éditions de l'Université de Bruxelles, 1987

Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů („*Draft of the Official Commentary on the draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities*“), CONF. 11/2 - Doc. 5, 3. července 2009

Pauly, J.: Komentář k zákonu o cenných papírech, ORAC, 1998

Pelikánová I., Komentář k obchodnímu zákoníku, 2. díl, LINDE Praha, 1995

Rouček, F., Sedláček, J.: Komentář k Československému obecnému zákoníku občanskému, Nakladatelství Linhart, 1937, Praha, str. 140.

Schwarze, J., Becker, U., Hatje, A., Schoo, J., EU-Kommentar, 2. Auflage, 2008, Nomos

Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol.: Obchodní zákoník – komentář, 8. vydání, C.H. Beck, 2003

Zákon o úschově cenných papírů, návrh a komentář švýcarské bankovní asociace, Crone, C. von der, Kessler, F. J., Gersbach, A. („*Wertpapierverwahrungsgesetz (WVG), Entwurf und Kommentar an die Schweizerische Bankiervereinigung*“), 6. ledna 2003

Zpráva technické pracovní skupiny ustanovené ministerstvem financí [švýcarské] konfederace k návrhu spolkového zákona o nepřímo držných cenných papírech a k ratifikaci Haagské úmluvy („*Bericht der vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten technischen Arbeitsgruppe zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz) und zur Ratifikation des Haager Übereinkommens über die auf bestimmte Rechte an Intermediärverwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung (Haager Wertpapier übereinkommen)*“)

### **III. ČLÁNKY**

Aymeric, N.-H.: Essai sur une théorie générale du compte en droit privé, dizertační práce (2003), Université Panthéon-Assas Paris II (knižní vydání: Editions Panthéon-Assas, Coll. Thèses, 2008)

Afrell, L., Wallin-Norman, K.: Direct or Indirect Holdings – a Nordic Perspective, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 277 an.

Bebchuk, L., A., Roe, M., J.: A theory of path dependence in corporate ownership and governance, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 131, November 1999, Social Science Network Electronic Paper Collection: [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=192414](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=192414), str. 1.

Benjamin, J.: Sources of Legal Risk for Financial Institutions, (2004) JIBFL zvláštní vydání - duben 2004, str. 18 an.

Bourrin, Ph., Droits et obligations du banquier dépositaire des titres in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier

Brügger, D.: Das neue Bucheffektengesetz, 26. února 2009, <http://www.kpmg.ch/Themen/14339.htm>

Brzobohatý, T.: Povaha cenného papíru jako předmětu soukromoprávního vztahu, *Právní praxe v podnikání*, str. 1998, č. 7, ASPI LIT8277CZ

Burke J.A.J., Ostrovskiy, A.: The intermediated securities system: Brussels I Breakdown, *The European Legal Forum – Forum iuris communis Europae*, 5-2007

Carvalho, C. H. de: Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Prerequisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspectives, HWWA Discussion Paper 287, červenec 2004

Chany, N., Getmansky, M., Haas, Sh., M., Lo, A. W.: Systemic Risk and Hedge Funds, Working Paper 4535-05, MIT Sloan School of Management, Social Science Network Electronic Paper Collection, únor 2005

Černá, S.: Zaknihované akcie a anonymita akcionáře v české, francouzské a německé úpravě, *Právní praxe v podnikání*, 2/94

Dědič, J., Čech P.: Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci, Právní zpravodaj, 2004, č. 6, str. 1 – 7 (LexData)

Deguée, J.-P., Devos, D.: La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002; Revue de Droit Commercial Belge, 2006, č. 1, str. 5

Děrgel, M.: Deriváty v praxi, Účetnictví v Praxi, ASPI 2002, č. 4 (ASPI č. LIT19513CZ)

Deschamps, M.: Les sûretés sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire en droit canadien, Revue de droit uniforme, 2005-1/2

Devos, D.: Legal Protection of Payment and Securities Settlement Systems and of Collateral Transactions in European Union Legislation, Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., 23. – 27. října 2006, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/dd.pdf>

Einsele, D.: The Book-Entry As Linchpin for Further Discussions in the UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: "Legal Risk and Market Efficiency", únor 2004

Einsele, D.: Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance?, Revue de droit uniforme – Uniform Law Review, 2005-1/2, str. 251 an.

Elek, Š.: Cenné papíry držené skrze prostředníky, Právní rozhledy, 21/2005

Elek, Š.: Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů, Právní rozhledy, 8/2002

Elek, Š.: Právní podstata cenných papírů, Právník 10/2001

Elek, Š.: Vlastnické právo k cenným papírům, Právník, č. 4/2002

Elek, Š.: Výkon rozhodnutí postižením cenných papírů, Právní rozhledy, 10/1996

Germain, M., Kessedjian, C.: La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de la Haye de décembre 2002, Revue critique de droit internationale privé, leden – březen 2004

Gilson, R. J.: Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 192; and Columbia Law and Economics Working Paper No. 174, May 2000, Social Science Network Electronic Paper Collection

Girsberger, D.: Rechte an entmaterialisierten Wertpapieren und Bucheffekten international im Wandel; Recht, 2003, No 1

Hakes, R. A.: UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of the Day, Loyola of Los Angeles Law Review, Vol 35:661

Hoss, Ph.: Santer, P., Le contrat fiduciare en droit luxembourgoise in Droit bancaire et financier au Luxembourg, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier

Ježek, T.: Anonymní akcie nelze bránit, <http://hn.ihned.cz/c1-40899690-anonymni-akcie-nelze-branit>

Kokeš, J.: Lze směnku považovat za investiční nástroj, Právní rozhledy, 2/2005

Krampe, Ch.: L'obligation comme bien, droit français et allemand, in L'obligation, Arch. Phil. dr., Dalloz, 2000

Kronke, H.: The Draft Unidroit Convention on Intermediated Securities: Transactional Certainty and Market Stability, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., 23. – 27. října 2006

Kříž, R.: Úvaha na téma opuštění listinných a zaknihovaných akcií, 2010, Právní fórum, č. 1, ASPI č. LIT34864CZ

Kuhn, P.: Úvod do ekonomické analýzy společenského práva, Praha, Common Law Review, 2008

Lwowski, H.-J.: Sicherungszweckerklärung – ausgewählte Fragen aus der Praxis, in in Ekkenga, J., Hadding, W., Hammen, H. (Hrsg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2003

Maffei, A.: De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiaires en droit français, Revue de droit uniforme – Uniform Law Review, 2005-1/2

Micheler, E.: Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence : The Case of Investment Securities, Social Science Research Network Collection, 31. ledna 2006

Micheler, E.: The Legal Nature of Securities – Inspirations from Comparative Law, Social Science Research Network Collection, 1. října 2009

Mooney, Ch., W. Jr.: Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan, and the UNIDROIT Draft Convention, Discussion Paper No. 2008-E-7, Institute for Economic and Monetary Studies (Bank of Japan), Tokyo

Morton, G.: Legal Risk and Its Impact on Market Efficiency, in on the UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: "Legal Risk and Market Efficiency", únor 2004

Mousel, P.: Fayot, F., La circulation des titres in Droit bancaire et financier au Luxembourg, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier

Nabasque, H. Le, Reygrobellet, A.: L'inscription en compte de valeurs mobilières, Revue de Droit Bancaire et Financier, červenec-srpen 2000

Pelikánová, I., Dědič, J., Čech, P.: Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba, Právní zpravodaj, č. 1/2004

Pihera, Vl.: K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům, Právník 1/2004

- Pihera, Vl.: Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, *Právní rozhledy*, č. 1/2005
- Pihera, Vl.: Trust. Vybrané aspekty, *Obchodní rádce*, č. 7/2009
- Potok, R.: The Hague Securities Convention – closer and closer to a reality, (2004) 15 *JBLFP* 204
- Prussen, Y.: Le régime des titres et instruments fongibles in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 3, *ALJB*, 2004, Larcier
- Raban, P.: Konosamenty, *Právní rozhledy*, 9/2003
- Rayroux, F.: Securities Lending in *Journée 2002 de droit bancaire et financier*, Bern 2003
- Reitz, C. R.: Reflections on the Drafting of the 1994 Revision of Article 8 of the US Uniform Commercial Code, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2
- Reuschle, F.: Grenzüberschreitender Effektengiroverkehr, die Entwicklung des europäischen und internationalen Wertpapierkollisionsrechts; *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht*, 2004, No 4, str. 687
- Rogers, S.J.: Conflict of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries, *Boston College Law School Faculty Papers*, 2005, Paper 108
- Rogers, S. J.: Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8, 43 *UCLA Law Review* 1431 (1996)
- Rocks, S. M.: Remarks of Sandra M. Rocks on the U.S. Commercial Law Response to the Development of Intermediated Securities Holding Systems, *Current Developments in Monetary and Financial Law* Washington, D.C., October 23-27, 2006,
- Rocks, S., M.: U.S. perspective on the UNIDROIT project in light of industry experience under U.C.C. article 8 and related law, in on the UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: "Legal Risk and Market Efficiency", February 2004
- Schefold, D.: Intermediary Approach und Europäisches Kollisionsrecht, in Ekkenga J., Hadding, W., Hammen (Hrsg.): *Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung*, Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2003
- Schwarcz, S., L.: Systemic Risk, *Duke Law School Legal Studies, Research Paper Series*, Research Paper No. 163, March 2008, Social Science Network Electronic Paper Collection
- Schwarcz, S., L., Benjamin, J.: Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities, 12 *Duke J. of Comp. & Int'l L.*
- Siems, M. M.: The Foundations of Securities Law, *European Business Law Review*, Vol. 20, 2009, Social Science Network Electronic Paper Collection

Taylor, A.: What Is Basel II and Why Has It Got Three Pillars?, (2004) 08 Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law

Than, J.: Neue Rechtsentwicklungen für den grenzüberschreitenden Effekten giroverkehr in Ekkenga, J., Hadding, W., Hammen, H. (Hrsg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2003

Than, J.: The Preliminary Draft UNIDROIT Convention and Capital Market Practice in Germany, Revue de droit uniforme – Uniform Law Review, 2005-1/2,

Thévenoz, L.: Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law, Duke Law School Legal Studies Paper No. 170, September 2007, Social Science Network Electronic Paper Collection:

Thévenoz, L.: New Legal Concepts regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction – The Swiss Draft Act, Revue de droit uniforme – Uniform Law Review, 2005-1/2

Vauplane, H. de, Bloch, P.: Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de la Haye, Mélanges AEDBF-France IV

Wittig, A.: Die Verwertung verpfändeter Aktien, in Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2003

### **III. STUDIE, ZPRÁVY, POZIČNÍ DOKUMENTY:**

#### **Banka pro mezinárodní vypořádání (BIS)**

„Zpráva o « dodání proti zaplacení » v systémech vypořádávání obchodů s cenných papírů,“ (v ang. „Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems“), Basilej, 1992

Report on International Payments and Arrangements (CPSS Red Book), 2003

#### **Evropská komise**

Shrnutí posouzení dopadů připojené k návrhu směrnice Evropského Parlamentu a Rady kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a úvěrové pohledávky [COM(2008)213 final SEC(2008)491]

Sdělení Komise – Implementace rámce pro finanční trhy: akční plán („Communication from the Commission - Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan“), COM (1999) 232, 11. května 1999

Sdělení ohledně zúčtování a vypořádání v Evropské unii: Hlavní politické problémy a budoucí výzvy („Communication on clearing and settlement in the European Union: Main Policy Issues and Future Challenge“), COM 2002(257) final

Zúčtování a vypořádání v Evropské unii – Cesta vpřed („*Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*“), COM(2004)312 final

Evropská komise - Skupina právní jistoty, Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU („*EU Clearing and Settlement - Questionnaire, Legal Certainty Group – European Commission*“), MARKT/G2/MNCT D(2005), 24. dubna 2006

- Federální rezervní banka New York (Federal Reserve Bank of New York), Odpověď na Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU připravený Evropskou komisí a Skupinou právní jistoty, 6. března 2006

Hodnoticí zpráva týkající se směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování (EU 25), Zpráva Evropské komise, (2005)657 v konečném znění, 15. prosinec 2006,

Hodnoticí zpráva týkající se směrnice o dohodách o finančním zajištění (2002/47/EC), Zpráva Evropské komise Radě a Evropskému Parlamentu, KOM(2006)833 v konečném znění, 20. prosinec 2006

Zpráva o zúčtování a vypořádání („*EU Clearing and Settlement*“), Evropská komise, MARKT/G2/MNCT D(2005), Brusel

Návrh směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů společností, jež mají své zapsané sídlo v členském státě a jejichž akcie jsou připuštěny k obchodování na regulovaných trzích a jež mění směrnici 2004/109/ES – Posouzení vlivů, KOM(2005) 685 v konečném znění, 5. leden 2006

Příloha k návrhu směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů společností, jež mají své zapsané sídlo v členském státě a jejichž akcie jsou připuštěny k obchodování na regulovaných trzích a jež mění směrnici 2004/109/ES – Posouzení vlivů (KOM(2005) 685 v konečném znění) („*Commission staff working document - Annex to the Proposal for a Directive on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC - Impact assessment*“) (COM(2005) 685 final), SEK/2006/0181, 17. únor 2006

### **Haagská konference mezinárodního práva soukromého**

Zpráva prvního sekretáře Stálé kanceláře Haagské konference mezinárodního práva soukromého Christopha Bernasconiho: „*Právo použitelné na dispoziční úkony s cennými papíry drženými v rámci systému nepřímé držby*“, předběžný dokument č. 1 z listopadu 2000 pro účely pracovní skupiny z ledna 2001 („*La loi applicable aux actes de disposition des titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte*“), úvodní dokument č.1 z 1. listopadu 2000

### **OECD**

OECD, Bueb, J.-P., Ehlermann-Cache, N., Inventory of Mechanisms to Disguise Corruption in the Bidding Process in Fighting Corruption and Promoting Integrity in Public Procurement, OECD Publishing

OECD, Bribery in Public Procurement: Methods, Actors and Counter Measures, ISBN 978-92-64-01394-0, OECD Publishing, 2007

OECD 2010 OECD Report: Tax-Co-operation: Towards a Level Playing field

### **Právní komise (Velká Británie)**

Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držенých cenných papírů, Další doplněná rada Ministerstvu financí Jejího Veličenstva, („*The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, Further Updated Advice to HM Treasury*“), květen 2008

Projekt Právní komise ohledně nepřímo držенých cenných papírů: První seminář – Cíle společného právního rámce („*Law Commission Project on Intermediated Investment Securities: First Seminar – Objectives of a Common Legal Framework*“), 22. březen 2006

Projekt Právní komise ohledně nepřímo držенých cenných papírů: Druhý seminář – Problémy týkající se majitelů účtů a prostředníků („*Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, Second Seminar – Issues affecting Account Holders and Intermediaries*“), 23. června 2006

Projekt Právní komise ohledně nepřímo držенých cenných papírů: Třetí seminář seminář – Problémy týkající se nabyvatelů nepřímo držенých cenných papírů („*Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, Third Seminar – Issues affecting Transferees of Intermediated Securities*“), 27. července 2006

Devátý program právních reforem Právní komise, Zpráva Parlamentu Spojeného království („*The Law Commission Ninth Programme of Law Reform, Report to the UK Parliament*“), březen 2005, Law Com No 293, HC 353

### **Právní výbor pro finanční trhy (Financial Market Law Committee, Velká Británie)**

Věcná práva k nepřímo držенým cenným papírům, analýza potřeby legislativy týkající se věcných práv k nepřímo držенým cenným papírům a jejich povahy s vyjádřením zásad pro legislativní statut pro nepřímo držенé cenné papíry, problém č. 3 („*Property Interests in Investment Securities, Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in indirectly held investment securities, with a statement of principles for an investment securities statute, Issue 3*“), 3. července 2004

Věcná práva k nepřímo držенým cenným papírům, Zpráva o analýze revizí článku 8 jednotného obchodního zákoníku, problém č. 3 („*Property Interests in Investment Securities, Report on Research into the 1994 Revisions to Article 8 of the Uniform Commercial Code, Issue 3*“), 3. července 2005

### **Skupina G-10**

Cross-Border Securities Settlements, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, March 1995



## **Skupina G-30**

Zpráva o systémech zúčtování a vypořádání na světových trzích cenných papírů (*„Report on Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Market“*), 1989

## **UNIDROIT**

Zpráva neformální pracovní skupiny pro systémy zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry, (*„Report of the Informal Working Group on Securities Clearing and Settlement Systems Including Rules of Central Securities Depositories“*), UNIDROIT, Studie LXXVIII, CONF. 11 – Doc. 6, únor 2008

Komentář vlády Spojených států amerických – Poznámky o derivátech obchodovaných na organizovaných trzích a mimo tyto trhy (*„Comments by the Government of the United States of America - Observations on Exchange-Traded and Over-the-Counter Derivatives“*), Studie LXXVIII – Doc. 45 (g), 6/15. listopadu 2010

Overview of payment, clearing and settlement systems, UNIDROIT, Studie LXXVIII C (S78C) - Doc. 7, září 2011, str. 4 an

Poziční dokument Studijní skupiny UNIDROIT pro harmonizaci hmotněprávních norem týkajících se nepřímo držených cenných papírů (*„Position paper of the UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities“*), Studie LXXVIII - Dok. 1, srpen 2003

„Právní riziko a efektivita trhu“, Seminář UNIDROIT o harmonizovaných hmotněprávních normách týkajících se cenných papírů držených u prostředníka (*„Legal Risk and Market Efficiency“ UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary“*), Řím, 12. listopad 2003

Studie UNIDROIT LXXVIII – Doc. 95, srpen 2007

Studie UNIDROIT LXXVIII – Doc. 58, březen 2007

Studie UNIDROIT LXVVIII – Doc. 8, srpen 2003

## **Ostatní instituce**

Euroclear/Clearstream/ICSMA, Operational guidelines and Frequently Asked Questions for issuance and processing of international debt global note securities deposited with International Central Securities Depositories (ICSDs), issued by issuers subject to U.S. tax law, as from 19 March 2012 (Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA), Section 502 – Repeal of certain foreign exceptions to registered bond requirements), březen 2012

Evropská centrální banka, Zpráva o transparentnosti korporátních struktur v Evropě (v ang.: *„Market Analysis of Shareholder Transparency Regimes in Europe“*), , 11. února 2011,

[http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/st\\_analysis\\_regimes.pdf?530bfb9b8ae49fc963368560ed5ea9ca](http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/st_analysis_regimes.pdf?530bfb9b8ae49fc963368560ed5ea9ca).

Evropská skupina právníků finančních trhů, (EFMLG), Zpráva EFMLG: Harmonizace právního rámce pro práva evidovaná v podobě záznamu k některým finančním nástrojům v Evropské unii („*Harmonisation of the legal framework for rights evidenced by book-entries in respect of certain financial instruments in the European Union*”), červen 2003

Giovanniniho skupina, Způsoby přeshraničního zúčtování a vypořádání v Evropské unii („*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*”), tzv. „První Giovanniniho zpráva“, listopad 2001, Brusel

Giovanniniho skupina, Druhá zpráva o způsobech zúčtování a vypořádání v EU („*Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*”), tzv. „Druhá Giovanniniho zpráva“, listopad 2003, Brusel

Lamfalussyho výbor moudrých mužů, Závěrečná zpráva výboru moudrých mužů o regulaci evropských trhů s cennými papíry („*Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*”), tzv. „Lamfalussyho zpráva“, 15. února 2001, Brusel

Mezinárodní advokátní asociace (IBA), Zpráva o sympoziu Mezinárodní advokátní asociace o právním riziku („*Report on the International Bar Association Symposium on Legal Risk*”), Londýn, 20. října 2003, JIBFL zvláštní vydání - duben 2004, str. 1 an.

NERV, Kohout, P.: Jak ušetřit desítky miliard ročně a získat přízeň voličů, in Kohout, P (ed.). a kol., NERV - Sborník textů pracovní skupiny pro boj proti korupci, Boj proti korupci,

NERV, Novotný, J., Lichard, T., Palguta, J.: Korupce: Nejen fiskální problém a jeho řešení (Kapitola 4) in Kohout, P. a kol., NERV - Sborník textů pracovní skupiny pro boj proti korupci, Boj proti korupci, červen 2011

Skupina právní jistoty („*Legal Certainty Group*“), Druhá rada Skupiny právní jistoty, Řešení právních překážek týkajících se post-tradingových činností v EU („*Legal Certainty Group – Second Advice of Legal Certainty, Solutions to Legal Barriers relating to Post Trading within EU*“), srpen 2008

Skupina právní jistoty („*Legal Certainty Group*“), Projekt EU a Skupiny právní jistoty, Priority pro skupinu právních expertů, BNP Paribas, služby týkající se cenných papírů, („*EU Legal Certainty Project, Priorities for the Legal Expert Group, BNP Paribas – Securities Services*“)

Technical Committee of the International Organization of Securities Commission (IOSCO)/Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), Securities Lending Transactions: Market Development and Implications, 1999

World Economic Forum, 2012, Global Competitiveness Report, Czech Republic Country Profile

zIndex, Případová studie „Ziskovost firem s listinnými akciemi na majitele ve veřejných zakázkách“, [www.zindex.cz](http://www.zindex.cz)

#### **IV. OSTATNÍ**

Black's Law Dictionary, West Publishing Co., 7. zkrácené vydání, 2000

Clifford Chance, The Securities Law Directive, Briefing Note, November 2010

Dictionnaire de la culture juridique, sous la direction de Denis Alland et Stéphane Rials, Quadrige/Lamy-PUF, 1. vydání, 2004, Paris

Eurozone payment and securities settlement systems interdependence: Will consolidation initiatives lead to contagion; who is accountable?, reGEN Policy Paper, únor 2004

Madaus, S.: Unternehmensinsolvenz, Vorlesungsmaterialien

MonitEUr, PriceWaterhouseCoopers - Ambruz & Dark, 4/2007

Patria Online: <http://www.patria.cz/FondyDerivaty/Warranty/Popis.html>

The Economist, 21. ledna 2012: Corporate anonymity – Light and Wrong, The Ultimate Privilege

Tisková zpráva agentury ČEKIA ze dne 16. prosince 2010  
<http://www.cekia.cz/cz/archiv-tiskovych-zprav/198-tz101216>