

Závěrem

Na rozdíl od jurisdikcí s etablovaným kapitálovým trhem nebylo rozšíření zaknihovaných cenných papírů v České republice výsledkem postupného a přirozeného vývoje, ale produktem specifických podmínek transformující se ekonomiky. Jak zvolená forma zaknihování cenného papíru spočívající v jeho úplné dematerializaci, tak jednočlánekový centrální registr zaknihovaných cenných papírů veřejnoprávní povahy měly především usnadnit realizaci tzv. kupónové privatizace, v rámci níž došlo k vydání několika miliónů nových účastnických cenných papírů. Domnívám se, že historicko-ekonomický kontext vzniku institutu zaknihovaných cenných papírů v českém právu je dobré mít na paměti i při hodnocení platné právní úpravy. Ostatně, jak bych ráda ukázala v následujícím hodnotícím rozboru, dědictví kupónové privatizace nebylo v právní úpravě zaknihovaných cenných papírů i přes nový koncept vedení jejich evidence dosud překonáno.

Jakkoliv jednočláneková struktura centrální evidence zaknihovaných cenných papírů vyhovovala poměrům konstituujícího se kapitálového trhu, v celosvětovém srovnání zůstala netypická, pro zahraniční investory obtížně čitelná a hlavně nekompatibilní s rozvíjejícím se globálním trendem nepřímé držby cenných papírů. Potřeba revize právní úpravy evidence, jež by napomohla zvýšit atraktivitu tuzemských zaknihovaných cenných papírů v soutěži evropských kapitálových trhů, tak byla nasnadě. Před novelizací stávající regulace dal zákonodárce přednost vybudování nové evidence zaknihovaných cenných papírů, do níž se pokusil inkorporovat principy vlastní systémům nepřímé držby cenných papírů. Ačkoliv o potřebě modernizace právní úpravy evidence zaknihovaných cenných papírů nelze pochybovat, je zřejmé, že zákonodárcem zvolené řešení vykazuje zásadní koncepční nedostatky, v důsledku nichž došlo pouze k zdánlivému přiblížení se koncepci nepřímé držby cenných papírů.

Zdá se, že osudným se novému pojetí stala zejména snaha zákonodárce zachovat v co nejvyšší možné míře struktury stávající evidence zaknihovaných cenných papírů vedené Střediskem cenných papírů. Výsledkem snah o maximální kontinuitu právní úpravy však není reglementace, která by spojovala výhody obou koncepcí v harmonický celek, ale často nesourodá ustanovení s jen obtížně předvídatelnými důsledky. Tak v názvu centrálního depozitáře cenných papírů jakoby zákon odkazoval k zahraničním

subjektům stejného jména; inspirace zahraničím je patrná i v konstruování centrálního depozitáře na účastnickém principu či v jemu přiznaném oprávnění provozovat vypořádací systém. I přes zřejmé úsilí se však zákonodárci nepodařilo vymanit se z předchozího chápání vedení evidence zaknihovaných cenných papírů jako činnosti zcela nezávislé na právních vztazích k evidovaným cenným papírům. Princip fungování centrálního depozitáře cenných papírů v pojetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu tak má více společného se Střediskem cenných papírů než s centrálními depozitáři působícími na zahraničních kapitálových trzích.

Ještě názorněji lze problémy vyplývající z často slepé snahy skloubit novou právní úpravu s osvědčenými rysy právní úpravy předchozí demonstrovat na nové konstrukci zaknihování cenného papíru. V zákoně o podnikání na kapitálovém trhu upustil zákonodárce od dosavadní binární konstrukce zaknihování, aby za konstitutivní nadále považoval pouze zápis ve větvi evidence vedené na majetkových účtech. Zároveň však z předchozí právní úpravy převzal osvědčené pravidlo dávající - v případě rozporů v evidovaných údajích - přednost informacím pocházejícím z evidence emise, byť z hlediska konstitutivního charakteru zápisů nyní fakticky právně bezvýznamné.

Teoreticko-právní výtku zaslouží také konstrukce převodu vlastnického práva k zaknihovanému investičnímu nástroji a časový rámeček provádění příslušných zápisů v evidenci. Zatímco k převodu vlastnictví k zaknihovanému cennému papíru dochází v okamžiku zápisu tohoto převodu na zákonem stanovený účet, z hlediska uplatnění práv spojených s nabytým cenným papírem získá příslušný zápis na právní relevanci až k závěrečnému dni. Jinak řečeno, zákon toleruje, aby práva spojená se zaknihovaným cenným papírem byla od svého nosiče - záznamu v evidenci - během dne uměle oddělena a existovala nezávisle na něm, což vzhledem k teoretické podstatě institutu cenného papíru podpořit nelze.

Za zásadní nedostatek nové právní úpravy vedení evidence zaknihovaných cenných papírů bývá často označována již sama výchozí koncepce zákona o podnikání na kapitálovém trhu upravující obecně zásady vedení evidence stanovených investičních nástrojů bez ohledu na povahu jejich předmětu. S tímto názorem nezbývá než souhlasit. Jakkoliv lze přivítat, že zákonodárce přistoupil k právní reglementaci zásad vedení také jiných evidencí než registru zaknihovaných cenných papírů, měl při volbě konkrétních legislativních prostředků brát v potaz zásadní rozdíl v povaze evidence zaknihovaných

a nezaknihovaných investičních nástrojů. Zvolené řešení, kdy specifický charakter evidence zaknihovaných investičních nástrojů reflektuje pouze několik ustanovení, nelze ani při nejlepší vůli považovat za dostačující. Nemluvě o tom, že v zájmu zachování přehlednosti a kompaktnosti právní úpravy upravil zákonodárce řadu otázek souvisejících s vedením evidence investičních nástrojů pouze rámcově, ponechávaje podrobnější regulaci podzákonnému právnímu předpisu – to v případě samostatné evidence investičních nástrojů – či provoznímu řádu centrálního depozitáře cenných papírů v případě jím vedených evidencí. Provozní řád i jeho změny podléhají ze zákona schválení České národní banky, dozor nad jeho obsahem je tedy zákonem zaručen. Přesto se domnívám, že by v zájmu zvýšení právní jistoty investorů byla výraznější ingerence zákonodárce de lege ferenda opodstatněná a žádoucí, a to zejména v otázkách vydávání zaknihovaného cenného papíru či způsobu vedení evidence emise.

Nemožnost zřizování nominee účtů byla praxí velmi postrádána, jejich právní zakotvení lze proto pokládat za jeden z pozitivních přínosů zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Vzhledem k malým zkušenostem s institutem nominee účtů v českém právu do jisté míry rozumím zřejmě zdrženlivosti zákonodárce co do povolení řetězení evidencí navazujících na centrální evidenci cenných papírů. Přesto nelze ignorovat fakt, že chce-li český kapitálový trh obstát v mezinárodní soutěži, měl by nabídnout takovou evidenci, jež umožní zahraničním subjektům jednoduše investovat do tuzemských zaknihovaných cenných papírů. Současná dvoučlanková struktura může stačit domácím investorům, ve vztahu k zahraničí však bude limitující. Z toho důvodu se připuštění vzniku víceúrovňové centrální evidence cenných papírů v blízkém časovém horizontu jeví jako nezbytné.

Zakotvení zásady nepřímé komunikace s centrálním depozitářem patří bezpochyby k těm změnám nové právní úpravy, jejíž dopady pocítí zejména vlastníci zaknihovaných cenných papírů. Ke konstruování centrálního depozitáře na účastnickém principu přikročil zákonodárce motivován snahou zvýšit bezpečnost centrální evidence cenných papírů. Jakkoli je omezený přístup charakteristický i pro zahraniční centrální depozitáře, zvolený model vzbuzuje nejednu pochybnost. Domnívám se, že k dosažení uvedeného cíle by bylo účelnější, kdyby centrální depozitář vedl pouze účty zákazníků. V takovém případě by pouze majitelé těchto účtů byli oprávněni komunikovat s centrálním depozitářem, čímž by se dosáhlo kýženého zúžení přístupu do evidence.

Mnoho by se nezměnilo ani pro vlastníky zaknihovaných cenných papírů evidovaných v evidenci vedené Střediskem cenných papírů, jejichž účty centrální depozitář převezme. Pouze místo smlouvy s účastníkem centrálního depozitáře o předávání příkazů by byli povinni uzavřít smlouvu s majitelem účtu zákazníků o úschově.

Má-li český kapitálový trh obstát v globální soutěži o tuzemské i zahraniční investory, musí být schopen nabídnout jak standardní a kompatibilní infrastrukturu, tak odpovídající legislativní rámec poskytující dostatečnou právní jistotu účastníkům trhu. Platná právní úprava zaknihovaných cenných papírů a vedení jejich evidence zatím vykazuje větší či menší nedostatky v obou zmiňovaných ohledech. Centrální evidence cenných papírů nevyhovuje pro všechny problémy podrobně rozebrané v této práci, zejména pak pro již překonané pojetí vedení evidence zaknihovaných cenných papírů. Z hlediska přiblížení se standardům vyspělých kapitálových trhů se proto jako perspektivnější jeví samostatná evidence investičních nástrojů, kterou vedou oprávněné osoby nikoliv ze zákona, nýbrž na základě specifického právního vztahu k určitému investičnímu nástroji. Domnívám se, že právě její konstrukce umožní, aby i v tuzemských podmínkách časem vznikly vícestupňové evidence cenných papírů fungující na principu nepřímé držby cenných papírů v podobě, v jaké existují v zahraničí.

Úprava kolizních otázek práva cenných papírů dosud zůstávala stranou legislativního zájmu, proto nepřekvapí, že uspokojivý není ani platný právní rámec ochrany nároků investorů ve vztazích s mezinárodním prvkem. Ačkoliv se o zaknihovaných cenných papírech v pojetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu dosud nedá bez dalšího hovořit jako o cenných papírech držných prostřednictvím zprostředkovatele, poměrně široké formulace tohoto pojmu v komunitárních a mezinárodních harmonizačních předpisech jsou na české zaknihované cenné papíry aplikovatelné již nyní. V tomto ohledu se domnívám, že přijetí příslušných kolizních norem je podmínkou sine qua non konkurenceschopnosti tuzemského kapitálového trhu a mělo by patřit k aktuálním legislativním prioritám.