

Posudek oponenta rigorózní práce

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

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

Autor zvolil problematiku, která je aktuální z několika důvodů. V červenci 2006 byla přijata Úmluva o rozhodném právním řádu ohledně určitých práv k cenným papírům drženým přes prostředníka („Haagská úmluva“) a v říjnu 2009 byla přijata Úmluva UNIDROIT o ustanoveních hmotného práva upravujících zprostředkované držení cenných papírů („Ženevská úmluva“). Evropská komise se již několik let zabývá problematikou harmonizace práva cenných papírů, přičemž toto úsilí směřuje k přijetí směrnice o právu cenných papírů (Securities Law Directive). Tyto mezinárodní a unijní aktivity jsou reakcí na nutnost vytvoření mezinárodně koordinované a harmonizované právní úpravy nepřímo držených cenných papírů, přičemž tato nutnost je dána existencí globálního finančního trhu. I přes výše uvedené snahy však zatím nebylo dosaženo žádoucí koordinace a harmonizace právní úpravy nepřímo držených cenných papírů nejen v mezinárodním měřítku, ale v mnoha případech ani na národní úrovni. Příkladem takové nedostatečné a nevyhovující právní úpravy nepřímo držených cenných papírů je i český právní řád.

Autor svou rigorózní prací navazuje na svoji dřívější disertační práci „Nepřímá držba cenných papírů (Intermediated Holding of Securities)“, ve které se věnoval tzv. statickému aspektu nepřímé držby cenných papírů, tj. zejména vymezení právní povahy a podstaty nepřímo držených cenných papírů. Ve své rigorózní práci se autor věnuje tzv. dynamickému aspektu nepřímo držených cenných papírů, tj. nakládání s nepřímo drženými cennými papíry, přičemž autor zkoumá převody nepřímo držených cenných papírů a použití nepřímo držených cenných papírů k zajištění. Vedle této problematiky se autor věnuje ještě dalším dvěma relativně samostatným tématům – kolizním normám týkajícím se nepřímo držených cenných papírů a některým právně - politickým aspektům nepřímo držených cenných papírů.

V souladu se zvolenými třemi tématy autor rozdělil rigorózní práci do tří částí. Stěžejní částí je z hlediska obsahu i rozsahu první část práce, věnována dispozicím

s nepřímo drženými cennými papíry (a tato část by sama o sobě obstála jako rigorózní práce, i kdyby autor k ní nepřipojil další dvě části).

Autor se v první části práce nejdříve věnuje převodům nepřímo držených cenných papírů – koupě a prodej, směna cenných papírů, půjčka cenných papírů a smlouva o zpětném odkupu cenných papírů¹. Autor zvolil zajímavou metodu analýzy dané problematiky. Nejdříve se věnuje tzv. funkčnímu pojetí převodu nepřímo držených cenných papírů. Vychází přitom ze Ženevské úmluvy, která je založena na principu funkčního přístupu. Následně provádí analýzu a komparaci právního pojetí převodu nepřímo držených cenných papírů ve vybraných právních rádech (Francie, Belgie, Lucembursko, Německo, Rakousko, Švýcarsko, Spojené státy americké, Anglie a nakonec také Česká republika). Autor přitom zvlášť zkoumá převody při bilaterálně uzavíraných obchodech a vypořádání a zúčtování obchodů uzavíraných na organizovaných trzích, kdy se vypořádání a zúčtování provádí prostřednictvím existujících tržních infrastruktur (Euroclear, Clearstream, Depository Trust & Clearing Corporation, CREST, Centrální depozitář cenných papírů). Obdobný postup (tj. analýza funkčního pojetí dle Ženevské úmluvy a následná analýza právního pojetí ve vybraných právních rádech) autor použil i při analýze použití nepřímo držených cenných papírů k zajištění a při nedobrovolných dispozicích s nepřímo drženými cennými papíry (nedobrovolné zajištění, výkon práv ze zajištění a pořadí uspokojení nároků). V souvislosti s analýzou využití nepřímo držených cenných papírů k zajištění autor věnuje zvláštní pozornost institutu finančního zajištění, který vznikl mimo jiné právě v souvislosti s nepřímo drženými cennými papíry.

K první části práce lze mít několik dílčích poznámek:

- Na straně 22 autor rozlišuje obchodování s cennými papíry ve dvojím smyslu – širším a užším. Obchodováním s cennými papíry v širším smyslu autor rozumí obchodování na sekundárním trhu. V užším slova smyslu obchodováním s cennými papíry autor rozumí obchodování prostřednictvím kapitálových trhů. Kapitálový trh tvoří spolu s peněžním trhem finanční trh, proto považovat obchodování na kapitálových trzích za obchodování v užším smyslu je poněkud pochybné. Autor zde zřejmě kapitálovými trhy rozumí organizované trhy. Pojem kapitálový trh se však obvykle nechápe jako organizovaný trh, ale jako ta část finančního trhu, na kterém se obchoduje s investičními nástroji se splatností delší než jeden rok. Nepřesné chápání pojmu kapitálového trhu se objevuje také na str. 35, kdy je tento pojem používán ve smyslu regulovaného trhu. Autor zde navíc nezohledňuje skutečnost, že regulované trhy jsou jen jedním z převodních míst (trading venues) upravených zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a směrnicí o trzích finančních nástrojů.

¹ Označení smlouva o zpětném odkupu cenných papírů je poněkud neobvyklé, protože v teorii i praxi se používá výhradně pojem repo obchod nebo repo operace (tyto pojmy používá jak Česká národní banka, tak platné právní předpisy – srov. např. § 2 písm. b) zákona o finančním zajištění, § 75 odst. 1 písm. d) vyhlášky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry atd.)

- Zajímavá je úvaha autora na str. 24 a 25 k otázce, jestli je správné mluvit o převodu nepřímo drženého cenného papíru nebo o převodu práva k němu. Tato úvaha má zjevně obecnější význam a netýká se jen nepřímo držených cenných papírů.
- Na straně 26 autor uvádí, že Ženevská úmluva vyžaduje k převodu nepřímo drženého cenného papíru příkaz převodce. Obdobně na str. 102 se uvádí, že v českém právu se k realizaci převodu vyžaduje příkaz převodce. Autor by se v rámci obhajoby mohl vyjádřit k otázce, jestli je dle Ženevské úmluvy a dle českého práva nutný k převodu nepřímo drženého cenného papíru také příkaz nabyvatele.
- Zajímavá je analýza podmíněných a nepodmíněných systémů, přičemž se autor přiklání k nepodmíněným systémům, typickým v anglo-americké právní tradici. Na straně 28 autor blíže analyzuje koncepce nepodmíněných systémů, v rámci kterých při převodu převáděné cenné papíry zanikají odepsáním z účtu, přičemž připsáním na účet vznikají nové cenné papíry. Autor by se mohl v rámci obhajoby vyjádřit k otázce, jak je v těchto koncepcích řešen vztah k emitentovi takových cenných papírů, protože při převodu cenných papírů dochází k vzniku a zániku cenných papírů bez vědomí a jakékoliv aktivity jejich emitenta.
- Na straně 97 se ne zcela přesně uvádí, že samostatné evidence zahraničních cenných papírů jsou vedeny Burzou cenných papírů Praha, a.s. a RM-System, českou burzou cenných papírů, a.s., protože samostatné evidence zahraničních cenných papírů vedou i obchodníci s cennými papíry.
- Velmi zajímavé jsou výhrady autora k nové úpravě zaknihovaných cenných papírů v novém občanském zákoníku (str. 99) a také charakteristika českého právního řádu jako právního řádu transparentních systémů přímého vlastnictví cenných papírů, ve kterém se nepřímo držené cenné papíry nabývají derivativním způsobem. Zajímavé je také srovnání příkazů k zápisu do evidencí investičních nástrojů s právní úpravou návrhů na vklad do katastru nemovitostí (str. 103).
- Problematické je konstatování autora na str. 111, že trh provozovaný Burzou cenných papírů Praha, a.s. je burzovním trhem, zatímco trh provozovaný RM-System, českou burzou cenných papírů, a.s. je mimoburzovním trhem. Jak Burza cenných papírů Praha, a.s., tak RM-System, česká burza cenných papírů, a.s. provozují regulovaný trh ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu (i směrnice o trzích finančních nástrojů), který má v obou případech zcela stejný právní režim a nelze jeden označovat za burzovní a druhý za mimoburzovní trh. Popis obchodních systémů Burzy cenných papírů Praha, a.s. (AOS, SPAD) na str. 112 a 113 je již neaktuální, protože od 30. 11. 2012 pražská burza používá obchodní systém Xetra.
- Diskutabilní je tvrzení autora o kogentní právní úpravě obsažené v burzovních pravidlech na str. 125. Burzovní pravidla nejsou kogentním právním předpisem, ale mají spíše povahu smluvního ujednání, které se odchyluje od dispozitivních ustanovení právních předpisů. Návrh, aby burzovní převody byly upraveny zvláštním právním předpisem, není příliš odůvodněný.
- Tvrzení na str. 136, že před přijetím směrnice o dohodách o finančním zajištění, se finanční zajištění používalo pouze v souvislosti s operacemi centrálních bank členských států a Evropské centrální banky, neodpovídá zcela skutečnosti.

Ujednání o finančním zajištění se běžně používala na finančních trzích minimálně od poloviny 90. let minulého století (např. ISDA již v roce 1995 vydala svůj vzorový Credit Support Annex). Jinou otázkou samozřejmě byla vymahatelnost těchto ujednání v insolvenčních řízeních. Právě kvůli této právní nejistotě vyvíjely finanční trhy tlak na legislativní úpravu tohoto institutu, vyústěním kterého pak bylo přijetí směrnice o dohodách o finančním zajištění.

- Zajímavé jsou úvahy autora o nemožnosti zřízení plovoucí zástavy v rámci finančního zajištění (str. 164 a 165).
- V souvislosti s použitím nepřímo držených cenných papírů k zajištění by bylo přínosné, pokud by autor provedl analýzu těchto otázek z hlediska úpravy zajištění v novém občanském zákoníku. Také u analýzy zajišťovacího převodu práva lze postrádat analýzu tohoto institutu v novém občanském zákoníku.
- Konstatování o možnosti sjednání výkonu práv ze zajištění propadnutím či započtením hodnoty cenných papírů v rámci ujednání o závěrečném vyrovnání, není zcela srozumitelné (str. 213). Je možné, že zde došlo k záměně pojmu „ujednání o finančním zajištění“ pojmem „ujednání o závěrečném vyrovnání“.
- Z hlediska budoucí právní úpravy je důležitý závěr autora o tom, že v českém právu chybí zákaz obstavení na vyšší úrovni (str. 219).
- Závěr autora, že by bylo žádoucí sladit českou právní úpravu se Ženevskou úmluvou (str. 105), je pochopitelný, nicméně v praxi lze spíše očekávat, že český zákonodárce vyčká s úpravou problematiky nepřímo držených cenných papírů na připravovanou směrnici o právu cenných papírů a že do českého právního řádu bude transponována tato unijní právní úprava. V této souvislosti lze podotknout, že je poněkud překvapující, že se autor soustředil na úpravu obsaženou v Ženevské úmluvě, zatímco problematiku připravované směrnice o právu cenných papírů opomenul. Přitom úprava, která bude obsažena v připravované směrnici, přímo ovlivní právní úpravu v České republice a ostatních členských zemích EU, zatímco Ženevská úmluva zůstane z hlediska českého práva jen poněkud vzdálenou inspirací transponované směrnice. Proto i praktické využití návrhu zákona o nepřímo držených cenných papírech, který autor zařadil do Přílohy 1 práce, a který je inspirovaný primárně Ženevskou úmluvou, bude zřejmě poměrně omezené. Přesto je nutné ocenit zpracování návrhu tohoto zákona. Je však diskutabilní, jestli má být tato problematika upravena v samostatném zákoně (obdobně jak je tomu ve Francii), nebo jestli by tato problematika neměla být zařazena do kodexu soukromého práva. Zdůvodnění (v pozn. č. 490 na str. 110), že problematika nepřímo držených cenných papírů „bude vyhrazena vždy pouze specializovaným právníkům a advokátům“ a že „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“, není příliš přesvědčivé (obdobně zdůvodnění autor uvádí i v závěru práce na str. 318), protože podobné argumenty by bylo možné vznést k celé řadě jiných právních institutů obsažených v novém občanském zákoníku. Navíc s problematikou nepřímo držených cenných papírů se již dnes setkává prakticky každý, kdo investuje na kapitálových trzích.

Druhá část práce je věnována problematice kolizních norem týkajících se nepřímo držených cenných papírů. Autor zde provádí analýzu Haagské úmluvy i důvodů, pro které tato úmluva nebyla nakonec členskými státy Evropské unie akceptována. Za přínosnou považují zejména analýzu vývoje úpravy kolizních norem týkajících se nepřímo držených cenných papírů v českém právu, který byl poměrně chaotický, a který nadále postrádá jednotnou koncepci.

Třetí část práce je věnována problematice anonymity akcionářské struktury akciových společností. Autor poukazuje na negativní společenské a právně-politické souvislosti této anonymity. Lze souhlasit se závěrem autora, že identifikace akcionářů je slučitelná s podstatou akciových společností a že anonymita akcionářů již v současnosti není pojmovým znakem akciové společnosti, protože není nutná k efektivním převodům akcií. Naopak anonymita akcionářů se ukazuje být neodůvodněným privilegiem ve vztahu k jiným typům obchodních společností (str. 291). Autor provádí také komparaci některých zahraničních právních řádů z hlediska omezení anonymity akcionářů. Jako řešení autor navrhuje zavedení povinné nepřímé držby cenných papírů v případě akciových společností (str. 295 a násl.). Za přínosné lze považovat také návrhy autora na zvýšení transparentnosti korporátních struktur u právnických osob čerpajících veřejné prostředky a povinnosti zveřejňovat korporátní strukturu až po konečné vlastníky (str. 307). Na třetí část práce navazuje Příloha 2, která obsahuje konkrétní legislativní návrhy pro pravidla transparentnosti korporátních struktur právnických osob čerpajících veřejné prostředky v rámci veřejných zakázek. Příloha 3 pak obsahuje grafické znázornění organizačního provedení pravidel transparentnosti korporátních struktur uvedených osob.

Přestože předmětem práce není statický aspekt nepřímé držby cenných papírů, nelze se k otázce právní povahy nepřímo držených cenných papírů nevrátit. Autor vymezuje nepřímo držené cenné papíry v poznámce pod čarou č. 8 na str. 15 rigorózní práce takto: „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 elektronicky vedeném účtu cenných papírů a převoditelný pouze změnou záznamu na takovém účtu, ať už v podobě zaknihované, imobilizované nebo jinak dematerializované.“ Je zde vidět určitý posun oproti definici nepřímo drženého cenného papíru, který autor ve své výše uvedené disertační práci definoval jako „autonomní pohledávku vůči emitentovi či prostředníkovi s investičním účelem evidovatelnou na účtu cenných papírů, jíž právo umožňuje, aby mohla být převedena z osoby na osobu změnou záznamu na tomto účtu“ (str. 122 disertační práce). V rámci obhajoby by autor mohl vysvětlit důvody a smysl této změny definice nepřímo držených cenných papírů. K diskuzi se nabízí také otázka, jestli se autorem v rigorózní práci vymezený pojem nepřímo drženého cenného papíru nějak liší od pojmu zaknihovaný, resp. dematerializovaný cenný papír. Nový občanský zákoník vymezuje zaknihované cenné papíry v ustanovení § 525 odst. 1 takto: “Je-li cenný papír nahrazen zápisem do příslušné evidence a nelze-li jej převést jinak než změnou zápisu v této evidenci, jedná se o zaknihovaný cenný papír.“ Autor by v rámci obhajoby mohl objasnit, jestli vidí nějaký věcný rozdíl mezi pojetím zaknihovaného

cenného papíru dle nového občanského zákoníku a svým pojetím nepřímo držených cenných papírů, a pokud ano, v čem spatřuje rozdíly. V Příloze 1 rigorózní práce autor uvádí návrh zákona o nepřímo držených cenných papírech a v § 3 odst. 1 návrhu tohoto zákona definuje nepřímo držené cenné papíry jako „práva účasti na osobě emitenta, která odpovídají následujícím podmínkám: a. jsou připsána na účet cenných papírů vedených depozitáři; b. majitel účtu s nimi může nakládat v souladu s ustanoveními tohoto zákona, a c. nejedná se o zaknihované cenné papíry.“ Tato definice nepřímo držených cenných papírů se podstatně odchyľuje definice uvedené na str. 15 rigorózní práce. Autor by v rámci obhajoby mohl objasnit důvody tohoto rozdílu. Jen pro úplnost lze uvést, že Ženevská úmluva definuje nepřímo držené cenné papíry v čl. 1 písm. b) takto: „(b) “intermediated securities” means securities credited to a securities account or rights or interests in securities resulting from the credit of securities to a securities account;“, což je poněkud odlišná definice od definice uvedené v Příloze 1 rigorózní práce.

Z hlediska terminologického je k diskuzi také obsah pojmu „nepřímá držba cenných papírů“ a vztah tohoto pojmu k pojmu „nepřímo držené cenné papíry“.

Z formálního hlediska práce splňuje všechny požadavky kladené na rigorózní práce. Svým o rozsahem (354 stran) práce dokonce vysoce překračuje tyto požadavky. Práce obsahuje jen malé množství tiskových chyb. Práce je vybavena rozsáhlým poznámkovým aparátém (1366 poznámek pod čarou). Na některých místech jsou však do poznámek pod čarou zařazeny příliš rozsáhlé části textu (přitom někdy i podstatné části). Autor pracoval s dostupnou českou i zahraniční literaturou (včetně dokumentů Evropské unie a dalších organizací). Přehled literatury uvedený na 13 stranách je skutečně úctyhodným a komplexním přehledem. Autor se detailně seznámil i s právní úpravou v několika zahraničních právních řádech.

Přes výše uvedené dílčí poznámky, které chápu spíše jako podnět k další diskuzi a úvahám, než jako kritické výhrady, lze konstatovat, že předložená rigorózní práce spolu s dřívější disertační prací autora, kterou jsem měl možnost také oponovat, představuje nejkomplexnější zpracování tématu nepřímo držených cenných papírů v české jurisprudenci.² Rigorózní práce představuje významný přínos pro rozvoj teorie nepřímo držených cenných papírů v české právní vědě a může být také dobrým východiskem pro budoucí legislativní úpravu nepřímo držených cenných papírů v českém právu. Rigorózní práci, kterou ve všech ohledech považuji za nadprůměrnou, doporučuji k obhajobě.

V Praze dne 7. ledna 2013

.....
JUDr. Štefan Elek, Ph.D., LL.M.

² Viz také autorův článek „Nepřímá držba cenných papírů – právní pojetí cenných papírů vedených v podobě záznamu na účtu“, publikovaný v časopise Právník č. 5, 2012.