

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Luboš Mazanec**

**Zákonná evidence investičních nástrojů  
v evropské a komparativní perspektivě**

Disertační práce

Školitel: Prof. JUDr. Marie Karfíková, CSc.

Studijní program: Teoretické právní vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 28. 02. 2019

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

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má **583 819** znaků včetně mezer.

Mgr. et Mgr. Luboš Mazanec  
autor disertační práce

V Praze dne 28. 2. 2019

### **Poděkování:**

Na tomto místě bych velmi rád a upřímně poděkoval paní prof. JUDr. Marii Karfíkové, CSc. za cenné rady a všestrannou pomoc, kterou mi poskytovala nejen při tvorbě této práce, ale po celou dobu mého doktorského studia.

Upřímné poděkování patří také mým nejbližším, především pak přítelkyni Barče. Bez její podpory a trpělivosti by tato práce nikdy nemohla vzniknout.

# Obsah

Úvod .....	1
1. Role investičních nástrojů v kontextu systému finančního trhu .....	9
1.1. Finanční trh, kapitálový trh a jejich význam .....	9
1.1.1. Obecný pojem trhu .....	10
1.1.2. Finanční trh a jeho členění .....	11
1.1.3. Legislativní vymezení organizovaných sekundárních veřejných trhů .....	14
1.1.4. Poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu .....	16
1.1.5. Imobilizace, dematerializace a jejich význam pro kapitálový trh .....	18
1.2. Právo kapitálového trhu a evidence investičních nástrojů .....	24
1.2.1. Charakteristika práva kapitálového trhu .....	24
1.2.2. Evropské právo .....	27
1.2.3. Vnitrostátní prameny práva kapitálového trhu .....	30
1.2.4. Další prameny práva .....	33
1.3. Význam regulace kapitálového trhu a dohledu nad kapitálovým trhem .....	34
1.4. Shrnutí .....	38
2. Investiční nástroje, jejich typologie a členění .....	39
2.1. Teoretické vymezení pojmu investiční nástroj .....	39
2.2. Legislativní vymezení investičního nástroje .....	41
2.2.1. Investiční cenné papíry .....	44
2.2.2. Cenné papíry kolektivního investování .....	46
2.2.3. Nástroje peněžního trhu .....	48
2.2.4. Derivátové investiční nástroje .....	48
2.2.5. Povolenky na emise skleníkových plynů .....	52
2.2.6. ICOs a kryptoaktiva .....	53
2.3. Cenné papíry a zaknihované cenné papíry .....	55
2.3.1. Cenné papíry a imobilizované cenné papíry .....	56
2.3.2. Zaknihované cenné papíry .....	58
2.4. Shrnutí .....	61
3. Evidence investičních nástrojů .....	64
3.1. Přístupy ke kategorizaci evidencí investičních nástrojů .....	64
3.1.1. Členění evidencí dle prvku centralizace .....	65
3.1.2. Členění evidencí dle charakteru nepřímé držby .....	66
3.2. Principy fungování evidence investičních nástrojů .....	68

3.2.1. Obecně o evidenci investičních nástrojů .....	68
3.2.2. Majetkové účty .....	74
3.2.3. Charakter evidence a zápisů do evidence .....	85
3.2.4. Samostatně převoditelná práva jakožto předmět evidence .....	95
3.2.5. Výpisy z evidence investičních nástrojů .....	97
3.2.6. Právní povaha vztahů souvisejících s evidencí investičních nástrojů	100
3.2.7. Pozastavení práva nakládat s investičním nástrojem .....	106
3.2.8. Opravy chyb v evidenci investičních nástrojů .....	109
3.2.9. Povinnost uchování evidence a dokumentů .....	110
3.2.10. Poskytování informací .....	111
3.3. Centrální evidence zaknihovaných cenných papírů .....	113
3.3.1. Geneze vývoje centrální evidence .....	113
3.3.2. Principy fungování centrální evidence .....	117
3.3.3. Evidence navazující na centrální evidenci .....	121
3.4. Samostatná evidence investičních nástrojů .....	122
3.5. Základní principy evidencí vedených centrálním depozitářem dle CSDR ..	126
3.5.1. Požadavek na celistvost emise .....	127
3.5.2. Požadavek na oddělení majetku .....	129
3.5.3. Přeshraniční zaevidování emise .....	132
3.6. Shrnutí .....	135
4. Subjekty oprávněné k vedení evidence investičních nástrojů .....	137
4.1. Centrální depozitář cenných papírů .....	137
4.1.1. Vymezení, význam a role centrálních depozitářů .....	138
4.1.2. Legislativní vymezení centrálního depozitáře a jeho činnosti .....	142
4.1.3. Povolení k činnosti centrálního depozitáře dle CSDR .....	148
4.1.4. Požadavky na centrálního depozitáře dle CSDR .....	153
4.1.5. Centrální banka jako centrální depozitář .....	161
4.1.6. Svoboda volby centrálního depozitáře v rámci EU .....	162
4.2. Subjekty oprávněné k vedení evidence navazující na centrální evidenci ....	167
4.3. Subjekty oprávněné k vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidencí navazujících na samostatnou evidenci .....	173
4.3.1. Subjekty oprávněné k vedení samostatné evidence .....	173
4.3.2. Subjekty oprávněné k vedení evidence navazující na samostatnou evidenci .....	178
4.4. Shrnutí .....	179
5. Evidence investičních nástrojů de lege ferenda .....	181

5.1. Zaknihovaný cenný papír a elektronický cenný papír .....	181
5.2. Vymezení investičního nástroje .....	186
5.3. Subjekty oprávněné k vedení evidence .....	189
5.4. Nezařazené majetkové účty .....	191
5.5. Transfer emise investičního nástroje mezi evidencemi .....	192
5.6. Vedení evidence ve formě distribuovaného registr .....	193
Závěr .....	198
Seznam zkratek .....	204
Seznam použitých zdrojů.....	206
Abstrakt a klíčová slova .....	219
Abstract and key words .....	220

# Úvod

Lidská společnost zaznamenala v uplynulých několika desetiletích naprosto bezprecedentní proměny prakticky ve všech oblastech lidské činnosti, jejichž následkem dochází k zásadním reformám zažitých konceptů a institutů. Stejně výrazně se rozšiřují kategorie klíčových zdrojů, které velmi sofistikované a vzájemně propojené ekonomické systémy tvořící nenahraditelný prvek při uspokojování potřeb lidských společenství, potřebují ke svému efektivnímu fungování. Literatura z oblasti společenských věd často užívá označení postmoderní věk, jiní autoři z mého pohledu poměrně trefně poukazují na skutečnost, že současný společenský vývoj může být po obdobích poznamenaných zásadními společenskými zvraty, jimiž byla nejprve revoluce v oblasti zemědělství a o několik století později pak revoluce industriální, označen za epochu třetí revoluce, a to revoluce technologické. Pro tento trend užívají z mého pohledu poměrně příhodné označení „třetí vlna“<sup>1</sup>. Svět se dynamicky mění a nejen lidé, ale celé společnosti a státy mají problém držet s těmito změnami krok. Moderní výpočetní a komunikační technologie představují prvek, bez něhož si nelze představit prakticky žádný významný segment lidské činnosti. Finanční trhy v tomto nejsou výjimkou, spíše platí přesný opak. V případě finančního sektoru, oproti jiným odvětvím, lze identifikovat prakticky bezprecedentní přímou úměru mezi akcelerací rozvoje moderních technologií a nárůstem významu i rozsahu finančních trhů. Moderní technologie zcela zásadně proměnily principy, pravidla i instituty, na nichž byly založeny základy fungování finančních trhů, které přitom bez fundamentálních změn fungovaly v zásadě po několik století<sup>2</sup>.

Protisměrný pohyb dvou kategorií aktiv, peněžních prostředků na straně jedné a finančních aktiv<sup>3</sup> na straně druhé, je přitom samotnou podstatnou trhu s kapitálem, jenž

---

<sup>1</sup> TOFFLER, Alvin, TOFFLER, Heidi. Nová civilizace: třetí vlna a její důsledky, Praha: Dokořán, 2001, s. 15. ISBN 80-86569-00-4.

<sup>2</sup> Kořeny organizovaných trhů s nástroji, které lze připodobnit k současnému vymezení finančních aktiv, bývají v obdobné literatuře obvykle asociovány se založením a rozvojem organizovaných trhů s cennými papíry v Belgii a Nizozemí během 15. a 16. století. Osobně se nicméně identifikuji s názorem, že při aplikaci přiměřené míry analogie lze organizované veřejné trhy podobné burzám identifikovat již ve starověkém Římě (viz kupříkladu část Exchanges, Brokers, Dealers, Clearinghouses v rámci kurzu prof. Roberta Shillera Financial Markets [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.youtube.com/watch?v=kAl8DezwLAE&list=PL8FB14A2200B87185&index=21>).

<sup>3</sup> V nejširším slova jejich smyslu a užití v odborné i populárně naučné, ale čtenář si místo nich může pro snazší uchopení dosadit spojení, která se obvykle objevují v odborné literatuře, finanční instrumenty či prostě jen cenné papíry.

souborně s peněžním trhem tvoří systém finančního trhu<sup>4</sup>. Investoři poskytují volný kapitál a protihodnotou je jim určité zhodnocení, tedy kupříkladu závazek vrácení investovaných prostředků společně s určitým výnosem, či alternativně možnost participace na finančním růstu emitenta prostřednictvím kapitálového cenného papíru spojená s možností tento zcizit prostřednictvím sekundárního trhu. Pro usnadnění efektivní realizace transakcí pozitivní právo po několik století precizovalo institut souboru práv, v počátcích především práv obligačního charakteru, inkorporovaného do jejich hmotného nosiče. Tento soubor je označen jako cenný papír. V tradičním pojetí, které bylo ještě relativně nedávno bezrozporně přijímanou praxí, má cenný papír charakter určitého práva vtěleného do listiny, která následně plní ve vztahu k předmětnému právu a povinnému z tohoto práva jak roli průkazní, tedy prokazuje existenci určitého práva, tak i roli legitimační, ve smyslu prokázání držitele cenného papíru jakožto osoby z tohoto práva oprávněné. K těm se pak přidává skutečnost, že pozitivní právo standardně umožňuje převádět cenné papíry jako věci movité, tedy jako jakékoliv zboží či nástroje lidské potřeby, a nadstandardně chrání dobrověrného nabyvatele. Variabilita potřeb dynamicky se proměňující reálné ekonomiky i finančních trhů postupně vedly k tomu, že se z tradičních cenných papírů, majících formu jednoduchých obligačních nástrojů či účastí na obchodních společnostech, vyvinula celá řada sofistikovanějších a komplexnějších finančních aktiv. Z původní relativně jednoduché množiny cenných papírů se vykristalizovala množina moderních investičních nástrojů, z nichž cenné papíry představují již pouze fragment, byť velmi významný.

Historií finančních trhů se přímo integrálně prolíná přítomnost různých kategorií prostředníků. I v jejich archaické podobě byla nezbytná existence specializovaného tržiště, kde se strany nabídky a poptávky mohly potkávat za alespoň rámcově standardizovaných podmínek. Jak finanční trhy rostly a stávaly se sofistikovanějšími, narůstal i počet subjektů poskytujících nějaké formy finančních služeb. K tržním platformám, nazvěme je burzy, se tak postupně připojovaly banky, obchodníci s cennými papíry a další zprostředkovatelé, investiční a vzájemné fondy, později pak centrální depozitáře či centrální protistrany. Postupně se profilovala specializace subjektů z jedné kategorie a často i jejich teritoriální zaměření. Prapůvodní jednoduchý model založený na organizaci setkání stran obchodu na vymezeném místě a v určený

---

<sup>4</sup> Uvedené termíny blíže vymezím v části 1.1. této práce. V úvodu tohoto oddílu ovšem bude téma evidence investičních nástrojů pojato v kontextu finančního trhu obecně, nikoliv omezeně v rámci kapitálového trhu jakožto jeho segmentu. A to navzdory skutečnosti, že problematika evidence investičních nástrojů je tématem dominantně souvisejícím s fungováním trhů kapitálových.



čas tak postupně přešel do stavu, kdy transakci zařizovali jejich prostředníci, aby pak evoluce přešla do modelu s více prostředníky na jedné či obou stranách transakce. Až dospěla do stavu, kdy pozitivně-právní model inkorporace práva či souboru práv do jejich nosiče sice fungoval bezvadně, ovšem hmotný charakter nosiče práv, vyžadující skutečné předání tradicí, začal být na obtíž. Právní teorie i praxe proto začaly hledat cesty, jakým způsobem institut cenných papírů zefektivnit a přizpůsobit stále obtížněji předvídatelným a dynamicky se měnícím potřebám finančních trhů. Logickým řešením bylo zakotvit v rámci systému prostředníků na finančním trhu jednoho ústředního schovatele a u něj koncentrovat obchodovatelná finanční aktiva. Po takovém centralizovaném uložení již nebylo potřeba řešit předání cenných papírů v důsledku obchodu, neboť převod lze realizovat snadno změnou záznamů v účetní evidenci tohoto schovatele. Od tohoto ústředního subjektu se pak odvíjí pavučina prostředníků, kteří zprostředkovávají koncovým investorům investice do aktiv primárně uložených u uvedeného schovatele. Následná transformace popsaného legislativně-technického řešení na stav úplné dematerializace, kdy jsou finanční aktiva od samého počátku jejich životního cyklu vydána do evidence příslušného schovatele, už nebyla krokem revolučním, ale spíše evolučním. Odrazem tohoto trendu v pozitivním právu bylo mimo jiné více či méně formální zakotvení osoby ústředního schovatele, centrálního depozitáře či subjektu v obdobném postavení. A tak jako v reálném světě ryby potřebují pro svůj život vodu či vlak pro svůj pohyb železnici, tak ve světě práva mají dematerializované investiční nástroje vymezeno prostředí, které jim umožňuje vznik, existenci i zánik. Tím je evidence investičních nástrojů.

Předkládaná práce se zabývá legislativní úpravou institutu evidence investičních nástrojů v podobě, jak je upravuje unijní i české pozitivní právo, především pak předpisy náležející do oboru finančního práva, respektive jeho užšího podoboru práva kapitálového trhu. Práce si klade za cíl po teoretické stránce vymezit legální institut evidence investičních nástrojů a v návaznosti na to systematicky provést analýzu jeho současného legislativního rámce na tuzemské i unijní úrovni *de lege lata* i *de lege ferenda*, stejně jakož i zhodnotit relevantní aplikační praxi. Tohoto cíle přitom bude dosaženo prostřednictvím rozborů relevantní české, zahraniční i unijní právní úpravy vztahující se ke dvěma stěžejním dílčím prvkům evidence investičních nástrojů. Prvním prvkem je legislativní množina investičních nástrojů, které mohou být předmětem evidence investičních nástrojů, prvkem druhým je množina subjektů oprávněných ke zřízení a provozování (které právní řád nazývá vedením) evidence investičních nástrojů. A to s akcentem na zcela specifický typ subjektu tvořící klíčovou část této množiny, tedy na

centrálního depozitáře. K analýze obou zmíněných množin přitom budu přistupovat s reflexí mnohačetného prolínání prvků soukromého práva do institutů práva veřejného, stejně jako analogických a neméně častých prolínání práva veřejného do institutů a vztahů jinak čistě soukromoprávní povahy. Tato tendence je obecně charakteristická pro obor finančního práva, ovšem u pozitivně-právní úpravy institutu evidence investičních nástrojů ji lze nalézt v rozsahu, který je bezpochyby nadstandardní. Provedená analýza by mi přitom společně s přiměřenou komparací zahraniční právní úpravy měla umožnit identifikovat možné existující mezery a nedostatky v poměrně komplexním právním rámci upravujícím institut evidence investičních nástrojů. Tyto nedostatky přitom lze s ohledem na velmi senzitivní povahu tohoto institutu pro fungování kapitálového trhu a důvěru jeho účastníků (tedy emitentů i investorů) v tento trh považovat za možné bariéry rozvoji kapitálových trhů nejen v České republice, ale i na úrovni unijní. Identifikace těchto nedostatků společně s předložením návrhů na jejím komplexní či dílčí řešení *de lege ferenda*, proto budou sekundárním cílem této práce.

Pro účely dosažení vytyčených výzkumných cílů se v práci pokusím zodpovědět následující výzkumné otázky:

- 1) Je vymezení pojmu investiční nástroj dostačující pro účely praxe a je relevantní unijní právní úprava odpovídajícím způsobem transponována v České republice?
- 2) Jaké atributy musí investiční nástroj naplnit, aby mohl být předmětem evidence investičních nástrojů?
- 3) Jaké jsou charakteristické znaky evidence investičních nástrojů a čím ji tyto odlišují od jiných obdobných právních institutů?
- 4) Je role evidence investičních nástrojů v kontextu fungování finančních trhů natolik specifická, že si vyžaduje vytvoření komplexního a detailního regulatorního rámce v rámci pozitivního práva?
- 5) Jsou v právním řádu České republiky odpovídajícím způsobem řešeny relevantní soukromoprávní aspekty evidence investičních nástrojů?
- 6) Jakým způsobem je v České republice legislativně vymezen okruh subjektů oprávněných k vedení evidence investičních nástrojů a je toto vymezení dostačující v kontextu právních úprav v jiných evropských zemích?

7) Je stávající legislativní koncepce evidence investičních nástrojů v České republice dostačující praktickým potřebám, anebo praxi naopak omezuje?

Normy regulující evidenci investičních nástrojů jsou v rámci českého právního řádu rozděleny mezi několik právních předpisů, které jsou přitom paradoxně řazeny do více odlišných právních oborů. Její jádro se nachází v zákoně č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále v této práci jen jako „ZPKT“) a několika dalších sektorových právních předpisech, obdobně zásadní povahu má ovšem také několik ustanovení kodexu soukromého práva, tedy zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále v této práci jen jako „OZ“), významné fragmenty lze nalézt rovněž v zákoně č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále v této práci jen jako „ZOK“) a v řadě dalších soukromoprávních předpisů. Předmětné problematiky se rovněž dotýká právní úprava obsažená v několika unijních právních předpisech, u nichž lze dle mého názoru stěží postupovat jinak, než je zařadit mezi právní předpisy veřejnoprávní povahy<sup>5</sup>. Nejvýznamnějším unijním předpisem vztahujícím se k tématu předkládané práce je bezpochyby Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnic 98/26/ES a 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 236/2012 (dále v této práci označováno jen jako „CSDR“).

Problematika evidence investičních nástrojů, jakkoliv ji považuji za právní úpravu veřejnoprávní spadající do oboru finančního práva, kterou lze dále zařadit do podmnožiny práva kapitálového, i přesto tuto svou povahou stojí na pomezí světů práva veřejného a soukromého. To samozřejmě nevnímám jako problém z hlediska metodologie předkládané práce a už vůbec ne jako problém praktický. Naopak to plně odpovídá obecnější a stále dominantnější tendenci v rámci tuzemské doktríny finančního práva, prosazující se zcela logicky do jeho dílčích podoborů, dle níž konkrétní instituty a otázky práva finančního (dominantně náležejícího do oblasti práva veřejného) je nezbytné posuzovat rovněž též ve světle relevantní úpravy práva soukromého, respektive jeho relevantních dílčích oborů. Tento přístup ostatně plně odpovídá

---

<sup>5</sup> Zahraniční odborná literatura přitom velmi často činí tento teoretický problém irelevantním tím, že jako relevantní soubornou množinu právních norem vytváří plnohodnotný obor práva kapitálového trhu (tj. capital markets law v anglosaském prostředí, respektive Kapitalmarktrecht v prostředí německém). Srovnej například LUTTER, Marcus, BAYER, Walter, SCHMIDT, Jessica. Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, Berlin: De Gruyter, 2012, 1779 s. ISBN 978-89949-056-5 či VEIL, Rüdiger (eds.). European Capital Markets Law, Second Edition, Oxford: Hart Publishing, 2017, 791 s. ISBN 978-1-78225-652-6. Jedná se nicméně o přístup širší, který se neomezuje pouze na tyto práce.

i trendům v zahraniční odborné literatuře a lze logicky dovést, že i v související praktické aplikaci.

Zmíněný dualismus soukromoprávní a veřejnoprávní úpravy se ostatně ve vztahu k tématu evidence investičních nástrojů, která je ze své povahy problematikou s dominancí pravidel práva veřejného, projevuje tím, že je přímo integrálně spojena s problematikou tzv. nepřímých držení cenných papírů, která z logiky věci zahrnuje soukromoprávní aspekty téhož problému. Obě přitom nejsou tématy v tuzemské odborné literatuře opomíjenými. Otázky vedení evidence investičních nástrojů v širším kontextu jsou předmětem poměrně obsáhlého zpracování v literatuře komentářové, a to jak v publikacích věnovaných předpisům práva finančního<sup>6</sup>, tak paradoxně především v publikacích zaměřených na oblast práva soukromého<sup>7</sup>, jakkoliv i zde se této problematice velmi často věnují autoři specializující se obecně spíše na relevantní veřejnoprávní aspekty. Předkládané problematice se významným způsobem věnují rovněž dvě dosud publikované odborné monografie<sup>8</sup>, velmi kvalitní, byť nepublikované práce akademické<sup>9</sup> a jejím dílčím aspektům rovněž několik článků v odborných periodících, které jsou nicméně spíše staršího data vzniku. Je ovšem potřeba doplnit, že zmíněná komentářová literatura i monografie s ohledem na dobu jejich vzniku nereflktují řadu zásadních legislativních změn, které proběhly po jejich vydání. Institut evidence investičních nástrojů je ryze národní povahy, byť je v dílčích aspektech ovlivněn právem unijním. Zahraniční literaturu, jakkoliv z ní budu v předkládané práci v široké míře vycházet a pracovat s ní, proto nelze považovat za plně relevantní odbornou reflexi daného tématu. Stav poznání předkládané problematiky lze hodnotit jako relativně vysoký, ovšem dominantně zaměřený na otázky z oblasti soukromého práva, či specificky na problematiku zaknihovaných cenných papírů. Troufám si proto vyslovit názor, že

---

<sup>6</sup> Tedy publikace HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>7</sup> Zde je výběr velmi rozmanitý, byť jednotlivé publikace se ve vztahu k problematice evidence investičních nástrojů značně liší co do přístupu i rozsahu zpracování. Jedná se nicméně o publikace LAVICKÝ, Petr a kol. Občanský zákoník I. – Obecná část, Praha: C.H. Beck, 2014, 2400 s. ISBN 978-80-7400-529-9, MAREK, Radan, JEŽEK, Václav. Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2013, 462 s., ISBN 978-80-7400-466-7, MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, 1264 s. ISBN 978-807502-003-1, PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, 3053 s. ISBN 978-80-7400-653-1 a ŠVESTKA, Jiří a kol. Občanský zákoník. Komentář, Svazek I., Praha: Wolters Kluwer, 2014, 1736 s. ISBN 978-80-7478-370-8.

<sup>8</sup> PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, 424 s. ISBN 978-80-7552-421-8 a VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, 393 s. ISBN 978-80-87284-43-8.

<sup>9</sup> MATYÁŠOVÁ, Eva [online]. Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů, UK Praha – disertační práce, 2012, 181 s. vedoucí práce Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zpp/download/140020118>.

ucelený rozbor institutu evidence investičních nástrojů s dominantním zaměřením na aspekty veřejnoprávní, který je předmětem předkládané práce, zatím v rámci české právní vědy absentuje, neboť takto komplexně s tématem žádná ze zmíněných publikací nepracuje.

Předkládaná práce představuje výstup mé několikaleté akademické činnosti v rámci doktorského studia, stejnou měrou ovšem reflektuje mou činnost profesní. S ohledem na uvedené a v souladu se standardními principy vědecké činnosti proto práce navazuje na dílčí výstupy, které byly před jejím dokončením publikovány buď v odborných periodících, nebo v podobě příspěvků na odborných konferencích. Tam, kde to bude relevantní, na tuto skutečnost upozorním v poznámkovém aparátu. Stejným způsobem bude provedena odpovídající reflexe tam, kde jsem na základě dalšího studia předmětné problematiky došel k dílčím závěrům odlišným od těch, které jsem již v minulosti publikoval. Vlastní publikace budou rovněž uvedeny v seznamu použitých pramenů a literatury. Při tvorbě předkládané práce bylo použito standardních vědeckých metod relevantních pro oblast právní vědy, konkrétně tedy metody analýzy a syntézy<sup>10</sup>, metody deskriptivní a spíše dílčím způsobem metody komparativní, navzdory skutečnosti, že je na tento přístup odkazováno i v názvu předkládané práce. Metoda deskriptivní je relevantní ve vztahu ke zpracování obsahu příslušných ustanovení národních i unijních právních předpisů, jakož i souvisejících rozhodnutí orgánů soudních i správních. Z této deskripce bude vycházet užití metody analýzy, která bude aplikována právě především v rámci částí věnovaných rozboru relevantních unijních i českých právních předpisů, jakož i soudních rozhodnutí a dalších pramenů práva. Metodou syntézy naopak bude přistoupeno ke zpracování a reflexi částečných i ucelených zpracování v odborné literatuře, výkladových stanoviscích, jakož i dalších relevantních dokumentech nelegislativní povahy. Metoda komparativní pak bude aplikována v části práce věnované srovnání úzkého okruhu relevantních institutů ve vybraných zahraničních právních řádech s jejich úpravou v právním řádu České republiky.

Práce bude rozčleněna do několika částí. Vedle úvodu a závěru bude obsahovat celkem šest dalších kapitol. V první kapitole bude čtenáři předložena základní analýza institutu finančního trhu a role investičních nástrojů v tomto systému. Kapitola druhá se bude věnovat rozboru pojmu investiční nástroj, a to především v kontextu jeho legislativní definice. Třetí

---

<sup>10</sup> Ze zahraničních autorů k tomuto blíže SMITS, Jan M. *The mind and method of the legal academic*, Cheltenham: Edward Elgar, 2012, 192 s. ISBN 978-0-85793-654-7 či STELMACH, Jerzy, BROŽEK, Bartożs. *Methods of legal reasoning*, Dordrecht: Springer Netherlands, 2006, 236 s. ISBN 978-1-4020-4936-1, v rámci právní vědy tuzemské pak KNAPP, Viktor. *Vědecká propedeutika pro právníky*, Praha: Eurolex Bohemia, 2003, 233 s. ISBN 80-86432-54-8.

kapitola, kterou lze označit za stěžejní část práce, se bude věnovat legislativnímu i materiálnímu vymezení institutu evidence investičních nástrojů a jejím dvěma základním typům – centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů a samostatné evidenci investičních nástrojů. Ve čtvrté kapitole pak bude předložen rozbor množiny subjektů oprávněných k vedení evidence investičních nástrojů s tím, že důraz bude kladen na subjekt centrálního depozitáře. A konečně v kapitole páté budou předloženy návrhy a doporučení *de lege ferenda* vztahující se k právní úpravě, jejíž rozbor je předmětem předkládané práce.

Text práce vychází ze znění právních předpisů, které je účinné ke dni 28. 2. 2019, pokud není v textu výslovně uvedeno jinak. Vybrané části se budou v přiměřené míře věnovat rovněž dřívějším zněním právních předpisů. Vždy však za účelem poskytnutí kontextu či výkladu platné a účinné právní úpravy, respektive pro účely aplikace historické či teologické metody výkladu obsahu relevantních právních předpisů. V kapitole věnované hodnocení právní úpravy *de lege ferenda* rovněž nastíním mé názory na předpokládaný legislativní vývoj v oblasti evidence investičních nástrojů, a to jak na úrovni české, tak i unijní.

# 1. Role investičních nástrojů v kontextu systému finančního trhu

Jak trefně poznamenávají jiní autoři<sup>11</sup>, investiční instrumenty<sup>12</sup> jsou krví a samotnou podstatou systému finančních vztahů v rámci ekonomiky. Technologická řešení pro evidenci těchto instrumentů pak při rozvinutí této analogie představuje oběhový systém, v jehož rámci mohou tyto existovat a plnit svůj účel. Ačkoliv tedy stěžejní část předkládané práce bude věnována analýze právní úpravy evidence investičních nástrojů, než k ní přistoupím, zaměřím se v míře nezbytné na rozbor institutů a pojmů úzce souvisejících s tématem této práce. V této kapitole se proto budu postupně zabývat vymezením pojmů finanční trh a kapitálový trh, dále pak tématem práva kapitálového trhu a jeho pozicí v rámci členění právních oborů a ve třetí části pak ve stručnosti problematikou regulace kapitálového trhu a dohledu nad kapitálovým trhem.

## 1.1. Finanční trh, kapitálový trh a jejich význam

Ekonomika je klíčovým systémem pro redistribuci hodnot v rámci každého státu. Při reflektování vysoké míry globalizace a mezinárodní provázanosti, které jsou signifikantním znakem současného světového uspořádání, je kontext ekonomiky vhodnější uvažovat spíše v rámci přeshraničních vazeb a regionálních celků organizovaných na více či méně formalizované bázi nežli v intencím národních států. V tržní ekonomice (a nejen zde) vždy existuje stav, kdy určitá skupina subjektů disponuje přebytkem volných zdrojů a jiná skupina jejich relativním nedostatkem. Zprostředkování vztahů, jejichž cílem je oboustranně přínosná redistribuce, je odnepaměti smyslem trhů<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekonstrukci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 107. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>12</sup> V této kapitole budu ve spojení s transakcemi odehrávajícími se na kapitálových trzích užívat především obecný pojem investiční instrument, který je vlastní ekonomické teorii. Pokud bude užit výraz investiční nástroj, bude to v případech, kdy je daná problematika relevantní pouze ve vztahu k těm instrumentům, které naplňují legální definici investičního nástroje. Rozdíl mezi oběma pojmy je předmětem částí 2.1. a 2.2. této práce.

<sup>13</sup> V tomto kontextu je vhodné upozornit na skutečnost, že relativně vyspělé formy finančních trhů či trhů s cennými papíry nejsou výdobytkem moderních civilizací, ale lze je nalézt již ve středověku. Jsou tedy integrálně spjaty s určitou úrovní organizace a obchodní výměny v rámci společnosti. K tomuto například MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002, s. 13-20. ISBN 80-86119-55-6.

### 1.1.1. Obecný pojem trhu

V ekonomické teorii<sup>14</sup> je jako trh nazýván prostor (v abstraktním slova smyslu) představující sumu zúčastněných subjektů, instrumentů a hmotných i nehmotných složek, na němž dochází ke střetávání nabídky a poptávky po určitém statku a jeho následné směně, tedy alokaci a redistribuci. Vzájemným působením nabídky a poptávky dochází k více či méně objektivnímu určení hodnoty určitého statku, tedy jeho tržní ceny. V případě efektivně fungujícího trhu je tržní cena proměnlivou veličinou, která reaguje na změny nabídky i poptávky a často nabídku či poptávku přímo stimuluje. Pokud je určité aktivum či artikl nedostatkový, subjekty na straně nabídky zpravidla mohou požadovat za tento vyšší cenu, a to do okamžiku, kdy tento růst nenarazí na mantinely na straně poptávajících, které mohou vzniknout prostým omezením užívání daného aktiva, ale také vytvořením či rozvinutím trhu jeho substitutů. Obdobně trh reaguje na pokles poptávky po určitém statku, kdy související snížení ceny může následně resultovat v omezení produkce daného statku a související omezení jeho nabídky. Teorie dále rozlišuje jednak několik základních kategorií účastníků trhů – podnikatele a firmy, domácnosti/spotřebitele a státy – a rovněž i několik základních kategorií obchodovaných statků – práci, služby, půdu a přírodní zdroje a v neposlední řadě kapitál (ve smyslu peněžních prostředků; viz dále)<sup>15</sup>. V rámci fungování trhů rozlišuje ekonomická teorie několik základních toků: a) toky zboží a služeb k subjektům koncové spotřeby; b) toky plateb spotřebitelských jednotek za zboží a služby; c) tok výrobních faktorů (práce, půdy, kapitálu); d) tok plateb produkčních jednotek za výrobní faktory. Teoretické role jednotlivých subjektů nelze vnímat rigidně. V praxi totiž dochází k velmi rozmanitým interakcím mezi jednotlivými kategoriemi účastníků trhu, a to i mimo nastíněný teoretický rámec. Podnikatel tedy může být zároveň vůči jinému podnikateli koncovým spotřebitelem, domácnosti si mohou vzájemně poskytovat zboží a služby apod.

---

<sup>14</sup> Lingvistický význam slova trh je bezpochyby širší, neboť zahrnuje jak uvedený imaginární prostor, tak zcela logicky rovněž fyzicky existující místo (tržiště), kde dochází k určitému prodeji.

<sup>15</sup> Tato kategorizace statků následně slouží ke členění trhů fungujících v rámci ekonomiky právě dle toho, které statky jsou na nich obchodovány.



### 1.1.2. Finanční trh a jeho členění

Finanční trh<sup>16</sup> je určen pro obchodování jednoho z výše uvedených statků – kapitálu, tedy finančních prostředků. Lze jej definovat jako „*systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmisťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky*“<sup>17</sup>. V rámci finančního trhu probíhají interakce mezi subjekty s přebytkem (suficientní) a subjekty s nedostatkem (deficientní) volných peněžních prostředků. První z nich vyhledávají možnost uložení svých volných zdrojů oproti jejich zhodnocení, ti druzí naopak poptávají zdroje pro uspokojení potřeb nejrůznější povahy. U obou kategorií může být předmětný záměr krátkodobé, střednědobé i dlouhodobé povahy. Vedle nich působí v rámci finančního trhu také neméně významný okruh zprostředkovatelů a subjektů poskytujících služby související s transakcemi na finančním trhu<sup>18</sup>. Jejich role spočívá v usnadnění realizace transakcí na finančním trhu, přičemž s narůstající propojeností globálních finančních trhů narůstá i význam a sofistikovanost těchto poskytovatelů služeb. Finanční trh napomáhá efektivní alokaci volných finančních prostředků v rámci ekonomiky<sup>19</sup>, jejich mobilizaci a rozšíření možností jejich využití, a to při souběžné snaze o minimalizaci transakčních nákladů. Dochází zde rovněž k určení hodnoty volných peněžních prostředků. Subjekty tržní infrastruktury pak mají význam pro zefektivnění fungování finančního trhu ve smyslu urychlení toku finančních prostředků, snížení transakčních nákladů, zajištění likvidity, snížení rizika protistrany obchodu a také do procesů přinášejí prvek odbornosti.

Finanční trh je v teorii (právní i ekonomické) dále dělen na další segmenty. Z pohledu zaměření této práce lze považovat za nejvýznamnější členění podle předmětu obchodů, dle něj lze finanční trh dále členit na:

---

<sup>16</sup> V některých publikacích (viz například CARMICHAEL, Jeffrey, POMERLEANO, Michael, *The Development and Regulation of Non-Banking Financial Institutions*, Washington: The World Bank, 2002, 250 s. ISBN 0-8213-4839-6, v případě tuzemské literatury KARFÍKOVÁ, Marie a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, 356 s. ISBN 978-80-7552-935-0.) se lze setkat také s označením finanční systém (tedy anglicky *financial system*), které se nicméně po obsahové stránce v zásadě shoduje s tím, jak užívá tuzemská odborná literatura termín finanční trh. Proto bude v této práci užíváno označení finanční trh či finanční trhy.

<sup>17</sup> BAKEŠ, Milan, KOTÁB, Petr. *Základní finančněprávní instituty*. In BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 102. ISBN 978-80-7400-440-7.

<sup>18</sup> Různé formy zprostředkovatelů, prostředníků a poskytovatelů služeb zcela přirozeně působí i v rámci ostatních uvedených druhů trhů.

<sup>19</sup> Blíže k funkcím finančního trhu v tržní ekonomice například REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, 4. aktualizované a rozšířené vydání, Praha: Grada Publishing, 2014, s. 40-41. ISBN 978-80-247-3671-6 či VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*, 2. aktualizované vydání, Praha: ASPI, 2011, s. 20-21. ISBN 978-80-7357-647-9.

1) *Peněžní trh* – jenž je výlučně trhem krátkodobých instrumentů, které mají splatnost maximálně 1 rok či kratší. Volné finanční zdroje zde mohou být poptávány či nabízeny se splatností v řádech hodin, dnů, týdnů či měsíců. Předmětem obchodování na peněžním trhu jsou nástroje peněžního trhu, mezi které lze zařadit i krátkodobé cenné papíry (pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, ale i směnky). Pro peněžní trh je s ohledem na charakter transakcí signifikantní relativně vysoká likvidita a relativně nízké riziko, jenž je ovšem spojeno s nižšími výnosy. Cena finančních prostředků na peněžním trhu je velmi často určována prostřednictvím tzv. referenčních úrokových sazeb.

2) *Kapitálový trh* – jenž je trhem střednědobých a dlouhodobých instrumentů, neboť zde dochází k transakcím s dluhovými instrumenty se splatností delší než 12 kalendářních měsíců a také s majetkovými cennými papíry či obdobnými aktivy. Spektrum hodnot obchodovaných na kapitálovém trhu je velmi pestré, zahrnuje instrumenty účastnické (akcie, podílové listy atd.), obligační (dluhopisy, hypoteční zástavní listy atd.) a především v posledních desetiletích bylo rozšířeno o celou řadu inovativních nástrojů (různé druhy derivátů)<sup>20</sup>. Obchodování na kapitálovém trhu je integrálně spojeno s větší mírou rizika, od níž se přirozeně odvíjí i vyšší výnosy z poskytnutých finančních prostředků. Likvidita instrumentů obchodovaných na kapitálovém trhu je značně individuální, nicméně pro její zajištění jsou využívány tzv. sekundární trhy s finančními nástroji.

3) *Trh s cizími měnami* – jenž je trhem, kde se obchoduje s likvidními pohledávkami v cizích měnách a s různým horizontem splatnosti. Tento lze dále členit na trhy devizové, kde dochází k bezhotovostnímu obchodování cizích měn, a na trhy valutové, určené pro operace s hotovostními formami cizích měn. Z pohledu cenotvorby (tj. směnných kurzů) jsou nicméně významné především trhy devizové.

4) *Trhy reálných aktiv* – tedy trh určený pro obchodování s reálnými aktivy. Těmi jsou nejčastěji drahé kovy, komodity, mohou jimi být ale i nemovitosti či věci movité odlišné od již uvedených (např. umělecké předměty, starožitnosti, známky apod.). Obchodování s reálnými aktivy je nicméně spojeno s relativně komplikovanou cenotvorbou, nižší

---

<sup>20</sup> K tomuto blíže viz část 2.2. této práce.

likviditou těchto aktiv a často s relativně vysokými transakčními náklady. Proto má tento trh relativně nižší význam oproti ostatním uvedeným.<sup>21</sup>

Alternativní přístup, který lze v odborné literatuře nalézt, spočívá v dělení finančního trhu na segmenty dle kategorií obchodovaných aktiv, tedy na: 1) dluhové trhy, 2) akciové trhy, 3) komoditní trhy, 4) devizové trhy<sup>22</sup>. V zahraniční odborné literatuře lze také narazit na alternativní možnosti klasifikace finančního trhu založené na povaze obchodovaných instrumentů ve smyslu jejich druhů, a to konkrétně na 1) peněžní trh; 2) kapitálový trh; 3) trh cizích měn (exchange market); a 4) derivátový trh (který je velmi úzce spojen s trhem kapitálovým)<sup>23</sup>. Toto třídění není ve svém důsledku příliš odlišné.

V ekonomické teorii jsou finanční trhy klasifikovány rovněž dle dalších kritérií, která jsou nicméně z pohledu této práce méně zásadní. Zmíníme je proto pouze stručně. Podle toho, zda dochází k prvotnímu prodeji instrumentu (tj. od emitenta k investorovi), anebo k druhotnému obchodování již vydaných instrumentů (tj. k převodům mezi investory) jej lze dělit na a) primární trh; b) sekundární trh. Primární i sekundární trhy lze v obou případech dále dělit na veřejné a neveřejné, a to s ohledem na rozsah okruhu subjektů, kterým jsou předmětné instrumenty nabízeny či s nimi obchodují. Samotné veřejné sekundární trhy pak mohou být členěny na trhy organizované<sup>24</sup> a trhy neorganizované. V odborné literatuře se také objevují i další varianty kategorizace finančních trhů, a to na trhy promptní a termínové (dle doby dodání předmětu obchodu) a také na trhy národní a mezinárodní.<sup>25</sup>

Z pohledu tematického zaměření této práce je významný především druhý z výše uvedených segmentů, a to trh kapitálový. Proto se v dalších částech této podkapitoly zaměříme prakticky téměř na témata související s kapitálovým trhem a jeho regulací. V jeho rámci totiž dochází k transakcím s instrumenty, které jsou legislativně vymezeny jako investiční nástroje. Zároveň ovšem lze konstatovat, že naprostá část předmětné deskripce je relevantní i k ostatním segmentům finančního trhu.

---

<sup>21</sup> VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích, 2. aktualizované vydání, Praha: ASPI, 2011, s. 25-26. ISBN 978-80-7357-647-9.

<sup>22</sup> JÍLEK, Josef. Finanční trhy, Praha: Grada Publishing, 1997, s. 39. ISBN 80-7169-453-3.

<sup>23</sup> Srovnej VEIL, Rüdiger (eds.). European Capital Markets Law, Second Edition, Oxford: Hart Publishing, 2017, s. 104. ISBN 978-1-78225-652-6.

<sup>24</sup> K těmto více viz část 1.1.3. této práce.

<sup>25</sup> VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích, 2. aktualizované vydání, Praha: ASPI, 2011, s. 23-25. ISBN 978-80-7357-647-9.

### 1.1.3. Legislativní vymezení organizovaných sekundárních veřejných trhů<sup>26</sup>

Význam evidencí investičních nástrojů úzce souvisí s rozvojem organizovaného obchodování na kapitálových trzích. Organizované sekundární veřejné trhy (v ekonomické literatuře jsou tyto často, byť ne zcela přesně, označovány také jako burzy a mimoburzovní trhy), které lze při jisté míře zjednodušení označovat pouze jako organizované trhy, jsou často především laickou veřejností asociovány s kapitálovým či dokonce finančním trhem obecně. Z členění představeného v předchozí kapitole jasně vyplývá, že jsou pouze jednou ze složek kapitálového, byť se ve srovnání se segmenty s nižší úrovní organizace jedná nepochybně o složku nejvýznamnější. Vnášejí do celého systému prvek likvidity, který má pro investory mimořádný význam. V případě trhů peněžních není význam organizovaných sekundárních trhů tak zásadní, neboť zde likvidita do velké míry vychází ze samé jejich podstaty, tedy je založena na kratším časovém úseku, po němž jsou peněžní prostředky poskytovány.

Na organizovaných trzích probíhá pravidelné a rozsáhlé obchodování. Proto mohou nabídnout likviditu, relativně nízké transakční náklady a snadné vypořádání obchodů oproti trhům neorganizovaným. To vše resultuje ve stav, kdy jsou na organizovaných trzích uskutečněny každodenní transakce dosahující v globálním měřítku bilionů dolarů. A proto prakticky v každé vyspělé zemi podléhají komplexní veřejnoprávní regulaci. Segment organizovaných sekundárních trhů je integrálně spojen s oblastí úschovy a evidence investičních nástrojů i vypořádání obchodů, který představují především centrální depozitáře, respektive subjekty v obdobném postavení. Jakkoliv to nemusí být na první pohled patrné, obě uvedené regulované činnosti na sobě významně závisí a zároveň se doplňují<sup>27</sup>. Odborná literatura proto často ve vztahu k organizovaným trhům hovoří o segmentu *tradingu*, zatímco segment vypořádání, clearingů a úschovy investičních nástrojů bývá souhrmně označován jako *post-trading*. Umožnění organizovaného sekundárního obchodování je navíc často zásadní motivací k tomu, aby emitent investičních instrumentů využil možnosti tyto imobilizovat či dematerializovat u centrálního depozitáře či jiného dostatečně kvalifikovaného subjektu.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup> Problematice organizovaných veřejných trhů jsem se věnoval obsáhleji v samostatném článku; viz MAZANEC, Luboš. „Neregulované trhy“ dle směrnice MiFID II a nařízení MiFIR, *Obchodněprávní revue*, 2015, roč. 10, č. 9, s. 260-266. ISSN 1803-6554.

<sup>27</sup> Zde samozřejmě záleží na nastavení vztahů mezi jednotlivými entitami. Na některých trzích realizují vypořádání obchodů přímo organizátoři tržních platformů či jejich dceřiné společnosti, na jiných tuto činnost vykonávají centrální depozitáře či jiné nezávislé subjekty.

<sup>28</sup> V rámci EU bude dokonce na základě požadavků Článku 3 odst. 1 CSDR dematerializace či imobilizace nezbytnou prerekvizitou veřejné obchodovatelnosti u významné kategorie investičních nástrojů, konkrétně tedy

Neorganizované složky kapitálového trhu mají naopak velmi často tendenci omezovat či přímo vyloučit využití systémů nepřímé držby finančních aktiv a služeb s ním souvisejících, a to především s ohledem na náklady, jež jsou s nimi spojeny. Segment organizovaných veřejných trhů byl v době relativně nedávné doménou nízkého počtu subjektů, které navíc velmi často disponovaly dominantní pozicí v rámci určitého státu či území, v řadě případů dokonce přímo legislativním monopolem na poskytování tohoto druhu služeb, která v mnoha zemích byla či stále je doplněna o významnou majetkovou účast státu. V průběhu posledních tří desetiletí nicméně tento sektor doznal mnoha změn, a to především v důsledku uvolnění legislativních omezení. Došlo k jeho výrazné fragmentaci a nárůstu počtu převodních míst, kterých tak v současnosti jsou jen v rámci Evropské unie (dále jen „EU“) stovky.<sup>29</sup> Vyšší konkurence mezi trhy s sebou bezpochyby přinesla výhody pro většinu účastníků trhu, zároveň ale došlo k roztržštění likvidity mezi více platformami a ke vzniku problémů nových. Zmíněná fragmentace také přinesla zásadní výzvy i pro subjekty spadající do segmentu *post-tradingu*. Vyžádala si větší míru flexibility a otevřenosti, protože je integrálně spojena s nutností vypořádávat transakce uzavírané na mnohem více platformách, které navíc často mají značně rozdílné technologické zázemí. Fragmentace segmentu organizovaných trhů v rámci EU se nicméně neodrazila v obdobnou míru fragmentace trhu u subjektů poskytujících služby *post-tradingu*. Klíčovým limitem bylo bezpochyby nastavení regulatorních pravidel v jednotlivých zemích, nicméně osobně se domnívám, že významným faktorem je i to, že tento segment je s ohledem na svou povahu mnohem citlivější na úroveň stability a důvěryhodnosti poskytovatelů služeb.

Pokud jde o legislativní definici, tak unijní pozitivní právo označuje organizované trhy v článku 4 odst. 1 bod. 24) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (dále jen jako „MiFID II“) jakožto tzv. obchodní systémy<sup>30</sup>. V daném případě se přitom jedná výlučně o organizované trhy s legislativně vymezenými investičními nástroji<sup>31</sup>. Unijní zákonodárce

---

u tzv. převoditelných cenných papírů. A to s účinností od 1. 1. 2023 pro nové emise, respektive od 1. 1. 2025 pro stávající emise.

<sup>29</sup> Detailně a velmi výstižně tuto problematiku popisuje například GERANIO, Manuela. *Evolution of the Exchange Industry - From Dealers' Clubs to Multinational Companies*, Basilej: Springer, 2016, s. 2 a násl. ISBN 978-3-319-21026-1.

<sup>30</sup> Anglické znění MiFID II užívá označení „*trading venue*“, německé znění hovoří o „*Handesplatz*“ a francouzské o „*plate-forme de négociation*“. Z nich lze vyčíst mnohem větší akcent na sepetí s určitým místem či infrastrukturou. Jako vhodný český překlad by mohl sloužit termín převodní místo, tento ale užívá § 2 odst. 3 ZPKT jakožto legislativní definici s širším významem.

<sup>31</sup> V předchozích částech této kapitoly byl zatím užíván obecnější termín instrumenty, jež je množinou nadřazenou množině investičních nástrojů vymezených pozitivní definicí v platném právu. Této problematice se blíže věnují části 2.1. a 2.2. této práce.

(a v návaznosti na něj i zákonodárce český v § 2 odst. 2 ZPKT) rozlišuje tři základní druhy obchodních systémů: a) evropský regulovaný trh; b) mnohostranný obchodní systém (tzv. MTF); c) organizovaný obchodní systém (tzv. OTF). Odlišují se od sebe jednak v míře regulace, které podléhá jejich fungování a emitenti investičních nástrojů přijatých k obchodování na těchto trzích, a také v druzích investičních nástrojů na nich obchodovaných. Podstatná je rovněž skutečnost, že organizovaný sekundární trh fungující na území EU může mít výlučně formu jednoho z výše uvedených obchodních systémů. Po legislativní stránce tak mají organizované trhy vymezenou množinu možných forem fungování, pokud nebereme v potaz subjekty případně vykonávající danou činnost v rozporu s pozitivním právem. Detailnější rozbor problematiky organizovaných veřejných trhů v unijním i českém právu, které prakticky v plné míře přebírá právní úpravu evropskou, není pro potřeby této práce relevantní. Existuje také řada jiných prací<sup>32</sup>, které se tomuto tématu odpovídajícím způsobem věnují.

#### **1.1.4. Poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu**

Jakkoliv se na kapitálovém trhu střetávají primárně zájmy subjektů s nedostatkem peněžních zdrojů, které jsou emitenty finančních investičních instrumentů, a zájmy investorů (soukromých investorů i tzv. investorů institucionálních), efektivně fungující kapitálové trhy nicméně vyžadují také přítomnost dvou dalších skupin subjektů. Jedná se jednak o subjekty poskytující služby na kapitálovém trhu (tytéž subjekty či jim podobné operují i v rámci dalších segmentů finančního trhu), specificky tedy služby souvisejí s poradenstvím, zprostředkováním investic či převodů, přijímáním aktiv (tj. peněžních prostředků i finančních instrumentů) a jejich úschovou, službami souvisejícími s vydáním a správou emise apod.<sup>33</sup> Čtvrtou skupinu subjektů působících na kapitálových trzích pak tvoří orgány vykonávající regulatorní a dohledovou

---

<sup>32</sup> Srovnej například FERRARINI, Guido, SAGUATO, Paolo. Governance and Organization of Trading Venues. In: BUSCH, Danny, FERRARINI, Guido. Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR, Oxford: Oxford University Press, 2017, s. 285-314. ISBN 978-0-19-876767-1 či VEIL, Rüdiger (eds.). European Capital Markets Law, Second Edition, Oxford: Hart Publishing, 2017, 791 s. ISBN 978-1-78225-652-6 či VEIL, Rüdiger (eds.). European Capital Markets Law, Second Edition, Oxford: Hart Publishing, 2017, s. 104-105. ISBN 978-1-78225-652-6.

<sup>33</sup> V některých publikacích se lze rovněž setkat s tím, že tato obecná kategorie poskytovatelů služeb je dále dělena na finanční prostředníky, kteří přímo zprostředkovávají transakce na finančním trhu (klasicky banky, obchodníci s cennými papíry, burzy atd.), a na samostatnou množinu poskytovatelů podpůrných služeb a informací (registry obchodů, poskytovatelé služeb hlášení údajů, prodejci či distributoři dat, ratingové agentury, poradenské společnosti atd.), přičemž z mého pohledu lze oba přístupy považovat za odůvodněné. Srovnej STRUMEYER, Gary, SWAMMY, Sarah (eds.). The Capital Markets: Evolution of the Financial Ecosystem, Hoboken: Wiley, 2017, s. 27. ISBN 978-1-119-22054-1.

činnost, či obecněji aktivity související s vynucováním dodržování pozitivního práva relevantního pro oblast kapitálového trhu.

Subjekty ze třetí uvedené skupiny jsou standardně osobami podnikajícími dle soukromého práva, podmínky jejich činnosti, respektive činností souvisejících s kapitálovým trhem, jsou nicméně významně svázány mantinely práva veřejného. Rozdělení jejich rolí a pravidla pro jejich výkon se vyvíjejí po řadu desetiletí. V sektorových předpisech tak lze nalézt vymezení celé řady specializovaných subjektů, které mohou vykonávat pouze velmi omezený okruh činností. Lze je označit jakožto poskytovatele služeb na kapitálovém (či obecně finančním) trhu<sup>34</sup> a každý z nich má svůj význam v rámci systému, který lze souhrnně označit jako tržní infrastruktura. Toto souhrnné označení je toliko definicí obecnou užívanou v sektorových dokumentech nelegislativní povahy<sup>35</sup> či v odborné literatuře<sup>36</sup>, nejedná se o definici legislativní. Smyslem popsanych omezení je oddělení výkonu určitých druhů regulovaných činností od jiných (ale často i od výkonu většiny jiných podnikatelských činností) s cílem prevence možnosti, že výkon určitých činností bude mít negativní dopad na výkon jiných<sup>37</sup>. Mezi součásti již zmíněné tržní infrastruktury patří nejen banky, obchodníci s cennými papíry a specializovaní zprostředkovatelé, investiční a penzijní společnosti, burzy a organizátoři veřejných trhů, ale také provozovatelé vypořádacích systémů a centrální deponitáři. Spíše podpůrné role pak vykonávají další subjekty, jako jsou ratingové agentury, subjekty poskytující služby v oblasti transparency a hlášení obchodů, ale také neregulované subjekty, jako jsou poradenské, právní, účetní či auditorské společnosti. Zvláštní subjekty veřejného práva rovněž plní roli pojistek proti dílčím selháním v rámci finančního systému, tedy tzv. garančních fondů či systémů. Subjekty veřejného práva na kapitálové trhy samozřejmě vstupují rovněž v rolích emitentů i investorů.<sup>38</sup>

---

<sup>34</sup> KOHAJDA, Michael, KOTÁB, Petr. Subjekty finančního trhu. In BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 453. ISBN 978-80-7400-440-7

<sup>35</sup> Viz například IOSCO and Bank for International Settlements [online] Principles for financial market infrastructures [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.bis.org/cpmi/info\\_pfmi.htm](https://www.bis.org/cpmi/info_pfmi.htm).

<sup>36</sup> Viz například FRANĚK, Michal. § 100. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 605. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>37</sup> V praxi samozřejmě dochází k prolínání rolí jednotlivých subjektů, takže tentýž subjekt může být poskytovatelem investičních služeb a zároveň emitentem investičního nástroje, stejně tak subjekty veřejného práva mohou působit v roli dohledového orgánu a zároveň investora apod.

<sup>38</sup> Více k tématu kategorizace subjektů finančního trhu obecně například KOHAJDA, Michael, KOTÁB, Petr. Subjekty finančního trhu. In BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 452-502. ISBN 978-80-7400-440-7 či s akcentem na

Současné kapitálové trhy jsou systémem výrazně globálně propojeným, proto i celá řada subjektů poskytujících služby v rámci kapitálových trhů má globální, regionální či alespoň přeshraniční charakter působnosti. Velmi často jsou součástí podnikatelských uskupení s velmi rozsáhlou sektorovou i teritoriální oblastí působnosti. Globalizace i europeizace regulace subjektů poskytujících služby v rámci kapitálových trhů se rovněž výrazně odráží v národních právních rádech, kdy v rámci těchto dochází ve velké míře ke standardizaci a přibližování pozitivního práva cestou přejímání právní úpravy či alespoň věcné inspirace. Tato tendence je motivována nejen snahou národních či nadnárodních zákonodárců o zefektivnění fungování vlastních kapitálových trhů, ale také soutěží o zájem nejvýznamnějších globálních investorů i emitentů a z něho resultující ekonomický profit. S ohledem na význam institutu evidence investičních nástrojů či obecněji s ohledem na význam aspektů související s úschovou a nepřímou držbou aktiv obchodovaných na kapitálovém trhu, není nikterak překvapivé, že právě oblast regulace centrálních deponitářů, subjektů vedoucích evidence investičních nástrojů či subjektů v obdobných rolích je jednou z těch, do nichž tato tendence promlouvá velmi výrazně. Tento fenomén je ostatně potřeba vnímat i v kontextu skutečnosti, že samotný institut jakéhosi obecně akceptovaného schovatele cenných papírů je konstruktem, který byl do naprosté většiny národních právních řádů (právní řád ČR samozřejmě není výjimkou) převzat na základě inspirace již existující právní úpravou v jedné či několika jurisdikcích.

### **1.1.5. Imobilizace, dematerializace a jejich význam pro kapitálový trh**

Jak výstižně poznamenává jiný autor na jiném místě<sup>39</sup>, téměř celá historie fungování finančních trhů je neodlučitelně spjata s existencí investičních aktiv v jejich fyzické podobě. Především tedy s existencí (listinných) cenných papírů. Koncept dvojí právní fikce, založený na vtělení práva či sumy práv do hmotného nosiče a přiznání statutu věci movité tomuto nosiči, umožnil především v 19. století do té doby bezprecedentní mobilizaci finančních zdrojů, jejich koncentraci a využití pro financování podnikatelských projektů v oblasti industrializace či dopravy, byť tomu tak bylo především v západní Evropě a Spojených státech. Ve svém důsledku tak přispěl nejen k výraznému rozmachu finančních trhů, ale i k rozmachu prakticky všech

---

aspekty ekonomické teorie REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy, 4. aktualizované a rozšířené vydání, Praha: Grada Publishing, 2014, s. 73-142. ISBN 978-80-247-3671-6.

<sup>39</sup> PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, s. 120. ISBN 978-80-7552-421-8.



ostatních odvětví ekonomiky<sup>40</sup>. Jakkoliv byly fyzicky existující cenné papíry prakticky od paměti předmětem úschovy<sup>41</sup>, poměrně dlouhou dobu nebylo jejich uschování motivováno snahou o usnadnění změny vlastníka, ale o přesný opak, tedy jejich bezpečné a obvykle dlouhodobé uložení. Model imobilizace cenných papírů v podobě, jak je v podstatě aplikován dodnes, tedy cestou hromadné úschovy a následného převádění prostřednictvím změn účetních záznamů, je nicméně znám velmi dlouho a byl úspěšně užíván již v 70. letech 19. století v rámci činnosti Wiener Giro- und Kassen-Verein<sup>42</sup>. Lidský pokrok bezpochyby pozměnil jeho charakter, princip však zůstal zachován.

Akcelerující technologický rozvoj a nárůst užívání výpočetní techniky výrazně poznamenal všechny oblasti lidské činnosti. Kapitálové trhy nebyly výjimkou a uvedené fenomény se staly hybnou silou při rozvoji cenných papírů v elektronické podobě. Ekonomický růst, kterého se 50. a 60. letech 20. století dočkaly Spojené státy, doprovázený neustále narůstajícím propojením globálního finančního systému<sup>43</sup>, vedl k bezprecedentní míře akumulace finančních zdrojů u domácností, firem i institucionálních investorů. Ty byly následně investovány v rámci kapitálových trhů. K této tendenci se navíc přidal i trend další, a to výrazný nárůst objemu transakcí s cennými papíry majících krátkodobou povahu. Jednalo se především o spekulativní obchody na růst či pokles tržní ceny cenných papírů, které je přitom potřeba zasadit do obecného odklonu části investorské veřejnosti (nejen ve Spojených státech) od dlouhodobé držby investičních aktiv ke strategiím založeným na krátkodobém investování a aktivním obchodování. Na relativně rychlou proměnu v přístupu zákazníků přitom tehdejší finanční sektor nebyl připraven. Masivní nárůst transakcí s cennými papíry<sup>44</sup> měl za následek vznik tzv. krize vypořádání<sup>45</sup>, kdy stávající personální, organizační a technické zázemí finančních institucí na Wall Street přestalo dostačovat rozsahu transakcí uskutečňovaných

---

<sup>40</sup> VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, 57 s. ISBN 978-80-87284-43-8.

<sup>41</sup> Jednalo se přirozeně nejen o úschovy u bank či profesionálních finančních institucí, ale také u notářů, advokátů či osob v obdobném postavení, osob vykonávajících veřejné funkce, ale také o neformální formy úschovy u blízkých osob.

<sup>42</sup> DONALD, David C. [online]. Disintermediating Securities Settlement, 2008, s. 2 [cit. 28. 2. 2019] Dostupné z WWW: <https://ssrn.com/abstract=1154850>.

<sup>43</sup> S nímž souvisí tzv. Brettonwoodský měnový systém zformovaný na konci druhé světové války a integrálně také rozvoj mezinárodních finančních institucí, jako je Mezinárodní měnový fond a skupina Světové banky, které byly bezpochyby významnými faktory v rozvoji globálního finančního trhu ve druhé polovině 20. století.

<sup>44</sup> Dle dobových analýz došlo mezi lety 1960-1968 k více jak čtyřnásobnému nárůstu denního počtu zobchodovaných akcií, a to z počtu 3 milionů kusů denně na více jak 13 milionů kusů (DONALD, David C. [online]. Disintermediating Securities Settlement, 2008, s. 9. [cit. 28. 2. 2019] Dostupné z WWW: <https://ssrn.com/abstract=1154850>).

<sup>45</sup> V zahraniční literatuře je označována jako *paperwork crisis* či *back-office crisis*.

s listinnými cennými papíry. To rezultovalo ve významný nárůst selhání prodávajících stran při dodání cenných papírů a související rozsah škod způsobených ztrátami či zničením cenných papírů, stejně jako zpronevěrami či podvody, které do značné míry pramenily z popsaného přetížení struktur odpovídajících za vypořádání obchodů. V důsledku vzniklé situace postupně došlo ke krachu řady *brokerských* firem, jež se odrážely ve ztráty na straně investorů, kteří byli jejich zákazníky. Tato situace vedla k omezení obchodních hodin na burzách a rovněž k prodloužení lhůt pro vypořádání obchodů. To však byla zcela evidentně pouze přechodná řešení. *New York Stock Exchange* (NYSE) rovněž činila kroky za účelem rozvoje vlastní infrastruktury pro imobilizaci obchodovaných cenných papírů u centrální autority a jejich registraci v rámci tzv. *nominee* struktur<sup>46</sup>. V roce 1973 došlo ke zřízení *Depository and Trust Corporation* (DTC – později *Depository and Trust Clearing Corporation*, tedy DTCC), která vznikla transformací z *Central Certificate Service* provozované NYSE. Tato entita je dodnes nejvýznamnějším subjektem na poli úschovy cenných papírů ve Spojených státech. Spíše na okraj lze doplnit, že v rámci činnosti odborných skupin zabývajících se řešením této krize byly jako plnohodnotné diskutovány alternativy obligatorní imobilizace, kterou lze označit za konzervativní řešení, či plošné dematerializace veřejně obchodovaných cenných papírů. Jako vhodnější byla nakonec vybrána varianta první, a to především proto, že nevyžadovala implementaci nezbytných legislativních změn na úrovni států federace, jakož i zásadní úpravy interních dokumentů emitentů cenných papírů<sup>47</sup>.

V následujících dekádách docházelo k omezování možnosti využití fyzických cenných papírů v rámci obchodování na kapitálovém trhu ve Spojených státech<sup>48</sup>. Souběžně s tímto trendem se rozšířila i možnost vydání emise ve formě jedné či více hromadných listin nahrazujících zastupitelné cenné papíry, neboť v případě následné imobilizace emitování vysokého počtu jednotlivých cenných papírů postrádalo faktický smysl. Výše popsaná krize se nicméně výrazně odrazila v legislativních změnách, konkrétně tedy v úpravách *the Securities Act*

---

<sup>46</sup> K tomuto detailněji MARKHAM, Jerry W. *A Financial History of the United States. Volume II.* New York: M. E. Sharpe, Inc., 2002, s. 363-367. ISBN 0,7656-0730-1.

<sup>47</sup> K tomuto detailněji DONALD, David C. *Securities Settlement Systems* In. CAPRIO, Gerard Jr. (eds.). *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, Elsevier: Londýn, 2013, 593 s., ISBN 978-0-123-97873-8.

<sup>48</sup> Zde blíže viz například DTCC [online] *Strengthening the U.S. Financial Markets: A PROPOSAL TO FULLY DEMATERIALIZE PHYSICAL SECURITIES, ELIMINATING THE COSTS AND RISKS THEY INCUR, A White Paper to the Industry • July 2012* [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/WhitePapers/Dematerialize\\_Securities\\_July\\_2012.pdf](http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/WhitePapers/Dematerialize_Securities_July_2012.pdf).

of 1933 z roku 1975<sup>49</sup>, které výrazně proměnily právní rámec vypořádání obchodů s cennými papíry směrem k jejich imobilizaci. Obdobně, byť v jiných formách, se fenomén imobilizace či úplné dematerializace cenných papírů<sup>50</sup> prosadil i v rámci národních kapitálových trhů v Evropě<sup>51</sup> a Asii, jakkoliv byly tyto v globálním kontextu méně významné nežli kapitálový trh ve Spojených státech. Předmětné změny s sebou nesou snahu o zjednodušení při provádění transakcí, ale také omezení možnosti padělání cenných papírů a související úspory při implementaci ochranných prvků, větší flexibilitu při realizaci změn a rovněž i zjednodušení evidenčních a účetních procesů.

Mezi cennými papíry imobilizovanými a dematerializovanými existuje významný právně-teoretický a z něj resultující legislativní (a samozřejmě i praktický) rozdíl. Zatímco v případě imobilizace dochází k „pouhému“ uložení emise listinných cenných papírů do úschovy u kvalifikovaného subjektu a jejímu následnému vedení na účtech v určité formě účetní, analytické či jiné evidence, dematerializace je spojena s absencí prvku hmotného nosiče, emise je tedy rovnou vydána na účty v určité evidenci ve formě záznamů. V případě dematerializovaných cenných papírů tedy dvojitou právní fikci, která v pozitivním právu konstituuje cenný papír, doplňuje fikce třetí, na jejímž základě již není nosičem práv listina, ale údaje vedené v příslušné evidenci. V obou případech jsou podmínky fungování evidence obvykle alespoň rámcově stanoveny zákonodárcem či jinou autoritou (např. profesním sdružením či veřejným trhem, na němž má být daná emise obchodována). Oba pojmy mají společný cíl, jímž je vyloučení fyzických dispozic s listinnými cennými papíry při jejich převodech a související zjednodušení jejich obchodovatelnosti. V případě imobilizace jsou po právní i faktické stránce záznamy v evidenci stále odvozeny od existence hmotného nosiče práv<sup>52</sup>, v případě dematerializace má prvek znehmotnění již kvalitativně vyšší úroveň, neboť soubor práv je již plně reprezentován záznamy na účtech v předmětné evidenci. Těmto záznamům je pozitivním právem přiznán plný status nosiče souboru práv. Dematerializace logicky vyžaduje komplexnější právní režim, neboť je s ní přímo integrálně spojena potřeba řešit řadu specifických otázek, jako jsou změny vlastnického práva, zřízení a zrušení zástavních práv apod. Proto celá řada zemí

---

<sup>49</sup> DONALD, David C. Disintermediating Securities Settlement, 2008, s. 9-10. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://ssrn.com/abstract=1154850>.

<sup>50</sup> Imobilizaci i dematerializaci cenných papírů lze nicméně vykládat pouze v kontextu konkrétních soukromoprávních norem jednotlivých zemí, jakkoliv v daném případě docházelo k inspiracím či přímo přejímání právních úprav, a to především v případě zemí vzájemně sousedících.

<sup>51</sup> V právním řádu ČR se tento trend odrazil počátkem 90. let v podobě institutu zaknihovaných cenných papírů, zasazený do širšího kontextu ekonomické a společenské transformace. K němu viz část 2.3.2. této práce.

<sup>52</sup> A v řadě případů je možné bez omezení či za splnění určitých podmínek tyto cenné papíry z úschovy vyjmout a tím jejich imobilizaci ukončit.

vytváří pro dematerializované cenné papíry zvláštní právní úpravu, která tyto aspekty pokrývá<sup>53</sup>. Spíše na okraj lze doplnit, že ačkoliv je v některých odborných publikacích ve spojení s dematerializovanými cennými papíry (případně i imobilizovanými cennými papíry, u nichž je tato asociace ještě problematictější<sup>54</sup>) užíváno souhrnné označení elektronické cenné papíry<sup>55</sup>, tak jakkoliv se jedná o označení naprosto příhodné tak není vyloučeno, aby jejich evidence měla neelektronickou formu, tedy charakter fyzicky existující záznamové knihy či více knih (byť to může být nepraktické). Výše uvedené samozřejmě nikterak nediskvalifikuje užívání pojmu elektronické cenné papíry v rámci právní teorie, či případných budoucích legislativních iniciativ.<sup>56</sup>

Dematerializace cenných papírů s sebou nese celou řadu výhod na straně investorů i emitentů, tyto se pak odrážejí ve snížení některých transakčních nákladů. V rámci procesu vydání emise nemusí emitent či jím pověřený subjekt zajišťovat fyzickou distribuci listin, ale postačuje předání nezbytných údajů a dokumentů subjektu, který vede příslušnou evidenci. Význam tohoto aspektu pak stoupá přímo úměrně s objemem peněžních prostředků převáděných v rámci konkrétní transakce, stejně tak se zjednodušuje proces vydání zahraničním investorům. V případě vydání v dematerializované podobě také není potřeba zajistit aplikaci technických a ochranných prvků na listiny, které jinak působí preventivní opatření proti jejich padělení či pozměnění. Velmi snadno tak lze vydávat emise zahrnující obrovský počet kusů daných instrumentů, obvykle o relativně malé nominální a tržní hodnotě. Což je hojně a zcela legitimně využíváné na celém světě v případě akciových emisí, u nichž nižší tržní cena usnadňuje aktivní obchodování, ale rovněž v případě některých emisí dluhových instrumentů, byť v tuzemských podmínkách způsobem často až kontroverzním<sup>57</sup>. Dematerializací se zjednodušuje nejen vydání, ale také administrace následných změn, které je potřeba učinit v průběhu existence emise. Při změně jmenovité hodnoty tak není potřeba shromáždit velké množství akcií a změnit na nich

---

<sup>53</sup> Jako příklad lze uvést Velkou Británii a její *The Uncertificated Securities Regulations 2001* či švýcarský *Bundesgesetz 957.1 über Bucheffekten*.

<sup>54</sup> Je také poměrně složité nalézt v odborné literatuře termín, který by odpovídajícím způsobem souhrnně pojmenoval obě uvedené skupiny. V některých publikacích se lze setkat také s označením nepřímo držené cenné papíry, či cenné papíry držené přes prostředníky, které vychází z anglického termínu *intermediated securities*, ani to ale není přijímáno zcela bezrozporně. V této práci proto bude na místech, kde to bude relevantní, dichotomicky užíváno společně obou přívlastků cenných papírů, tedy dematerializovaný a imobilizovaný.

<sup>55</sup> VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, 393 s. ISBN 978-80-87284-43-8.

<sup>56</sup> Tamtéž, s. 57-58.

<sup>57</sup> K této problematice blíže například Podklad pro rozpočtový výbor k problematice zdanění výnosů korunových dluhopisů. In. [financnisprava.cz](http://www.financnisprava.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.financnisprava.cz/assets/cs/prilohy/f-novinky/GFR\\_podklad\\_pro\\_RV.pdf](https://www.financnisprava.cz/assets/cs/prilohy/f-novinky/GFR_podklad_pro_RV.pdf).

údaje, neboť změnu lze provést opět hromadně prostřednictvím osoby vedoucí evidenci. Nesporné výhody lze identifikovat i na straně investorů. Pro ně je zjednodušen proces nabytí cenných papírů a odpadá nutnost jejich předkládání v případě změn emise. Vedle toho díky dematerializaci absentuje potřeba bezpečné úschovy cenných listin, potřeba jejich pojištění apod. Možnost zničení, ztráty či odcizení je totiž velmi omezena. Evidence také usnadňuje vedení účetních knih a dalších evidencí aktiv, neboť nezbytné informace jsou dostupné relativně snadno, rychle a v konsolidované. Významně je také zjednodušen proces převádění, zřízení zástav. Dematerializované cenné papíry mohou snadno plnit funkci finančního kolaterálu (samozřejmě pokud jsou naplněny i další podmínky). Díky evidenci a výpisům z ní přitom zůstávají zachovány klíčové průkazní a legitimační funkce cenných papírů. Většina z uvedených výhod je relevantní i v případě imobilizace, byť některé z nich omezeně<sup>58</sup>. Imobilizace s sebou samozřejmě přináší některá poměrně významná úskalí pro subjekt v roli schovatele. Především v případě, že tuto roli vykonává systematicky pro určitý trh či jeho významnou část, tedy v roli centrálního depozitáře či obdobného subjektu, je s ní spojena nutnost odpovídajícím způsobem převzít a uschovat velmi vysoký počet listin, které jsou následně předmětem evidence. Lze tedy shrnout, že bez možnosti dematerializace či imobilizace cenných papírů či jim podobných investičních instrumentů si nelze představit moderní kapitálové trhy. Jen stěží by velcí správci majetku mohli aplikovat stávající investiční strategie založené na pasivní správě portfolií, jejich vyvažování a globálním rozložení. Stejně tak by investoři nemohli uplatňovat jakékoliv obchodní strategie založené na pravidelném a aktivním obchodování. Elektronizace cenných papírů významně usnadňuje přeshraniční investování. Americký investor může velmi snadno koupit kupříkladu německé akcie. Zároveň ale platí, že národní právní rámce stále svazují tyto cenné papíry s evidencemi vedenými v zemi, kde jsou vydány. Přeshraniční investice proto probíhají prostřednictvím prostředníka či řetězce prostředníků. Zahraniční investor (a často ani ten domácí) tedy imobilizované či dematerializované nedoručí přímo, ale prostřednictvím poskytovatelů finančních služeb. Proto se někdy hovoří o zprostředkovaně držených cenných papírech<sup>59</sup>.

V případě imobilizace i dematerializace lze nalézt jejich definice ve více právních předpisech, a to jak v právu českém, tak unijním. Článek 2 CSDR, ovšem čistě pro účely tohoto

---

<sup>58</sup> Kupříkladu v případě změn některých parametrů emise je nezbytné přistoupit k úpravám příslušných údajů na uschovaných cenných papírech či hromadných listinách. Takový proces je alespoň výrazně zjednodušen tím, že předmětné cenné papíry jsou již shromážděny u schovatele.

<sup>59</sup> Tedy anglicky „*intermediated securities*“.

nařízení, vymezuje imobilizaci jako: „úkon soustředění listinných cenných papírů u centrálního depozitáře<sup>60</sup> způsobem, který umožní provedení následných převodů zápisem do příslušné evidence“ a dematerializaci, respektive dematerializovanou podobu<sup>61</sup> potom jako: „skutečnost, že některé finanční nástroje existují pouze ve formě zápisů v příslušné evidenci“. Český právní řád pak zná režim imobilizace cenných papírů i institut zaknihovaných cenných papírů. Těmto se ovšem budu věnovat na jiném místě této práce<sup>62</sup>.

## 1.2. Právo kapitálového trhu a evidence investičních nástrojů

Kapitálové trhy jsou s ohledem na jejich význam pro fungování ekonomiky cílem relativně rozsáhlé pozornosti zákonodárců. Za poslední tři desetiletí exponenciálně narostl objem transakcí realizovaných na globálních i lokálních kapitálových trzích, a to v souvislosti s celou řadou faktorů společenských, ekonomických i technologických. S tímto vývojem integrálně souvisí poptávka po odpovídající regulaci tohoto sektoru. Z pohledu právního řádu ČR je zásadní především významný nárůst relevantní unijní legislativy. Uvedený trend resultuje v tendenci vytvořit pro tyto normy samostatné odvětví, tedy právo kapitálového trhu, a to za účelem usnadnění jejich uchopení v právní teorii i praxi. V této podkapitole proto rámcově vymezíme právo kapitálového trhu a také jeho prameny<sup>63</sup>.

### 1.2.1. Charakteristika práva kapitálového trhu

Právo kapitálového trhu je již ustáleným, byť stále relativně novým konceptem. Nejedná se o ucelený a etablovaný právní obor, který by bylo možné postavit na rovinu práva ústavního, občanského či správního. Provázanost právních pravidel upravujících fungování kapitálových trhů, jakkoliv jsou tyto v rámci právního řádu rozdrobeny, je nicméně důvodem, proč jsou tyto

---

<sup>60</sup> S ohledem na skutečnost, že se CSDR zabývá primárně problematikou centrálních depozitářů, vymezuje imobilizaci i dematerializaci ve vztahu k těmto subjektům. Dané definice lze ale bezpochyby aplikovat i v případě, že je schovatelem subjekt odlišný od centrálního depozitáře.

<sup>61</sup> České znění Článku 2 odst. 1 bod 4) CSDR sice poměrně logicky užívá termín vlastní české právní terminologii, tedy hovoří o zaknihované podobě. Jelikož dematerializace je synonymem pro zaknihování ve smyslu českého práva, lze z mého pohledu v této části užít obecnější a mezinárodní pojem dematerializace. Anglické znění příslušného ustanovení ostatně také hovoří o „*dematerialized form*“, německé pak o „*dematerialisierte Form*“.

<sup>62</sup> Viz část 2.3. této práce.

<sup>63</sup> Pro detailnější rozbor pramenů finančního práva obecně srovnej VYBÍRAL, Roman, KOTÁB, Petr. Prameny finančního práva. In. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 79-90. ISBN 978-80-7552-935-0 či MRKÝVKA, Petr, PAŘÍZKOVÁ, Ivana. Základy finančního práva, Brno: Masarykova univerzita, 2009, s. 57-71. ISBN 978-80-210-4514-9.

normy v současné tuzemské i zahraniční odborné literatuře často souhrnně řazeny do práva kapitálového trhu. V některých publikacích tedy emancipace práva kapitálového trhu chybí<sup>64</sup>, či je pojímáno jako jeden z dílčích segmentů práva finančního trhu či práva finančního systému<sup>65</sup> zahrnujících právní úpravu regulující celou oblast finančního trhu. Ani jeden z nastíněných přístupů tak nelze označit za všeobecně dominující napříč odbornou literaturou. Právo kapitálového trhu je účelovým seskupením právních norem, které lze zařadit mezi rozšířené podobory nefiskální části finančního práva<sup>66</sup>. Obvykle ale není klasifikováno jako samostatný právní obor či podobor. Právo kapitálového trhu se velmi úzce prolíná s dalšími právními odvětvími, ať už s právem soukromým, a to především v oblasti právní úpravy cenných papírů, s právem správním, jehož procesní a deliktní úpravu využívá, či s právem ústavním, které vymezuje některé pro kapitálový trh významné instituty a instituce. Velmi úzkou vazbu má na podobory, které lze zařadit do práva finančního systému, především tedy do práva bankovního, pojišťovacího a úvěrového či do práva cenných papírů. Specifikem práva kapitálového trhu je přítomnost velkého počtu norem upravujících právní vztahy, které jsou založeny na soukromoprávních normách, ovšem mají zároveň silný finančněprávní prvek.<sup>67</sup>

Důvodem pro vymezení práva kapitálového trhu jako množiny právních norem je především skutečnost, že mimořádný rozsah legislativy regulující právě oblast kapitálových trhů, a to na úrovni národní, nadnárodní (tedy v právu unijním), tak dílčím způsobem i na úrovni mezinárodní. Rozsah předmětné právní úpravy, její obsahová specifická a provázanost jsou tedy logickými důvody, proč předmětné normy pro přehlednost zařadit do samostatné množiny. Jednoznačně přijímaná definice práva kapitálového trhu se nicméně hledá poměrně obtížně. V pozitivním právu i v odborné literatuře (tuzemské i zahraniční) nelze nalézt obdobně precizní definici pojmu právo kapitálového trhu (jakožto souboru norem), jak je tomu v případě některých jiných právních odvětví, kupříkladu práva ústavního či správního. Podle jedné z možných definic lze právo kapitálového trhu vymezit jako: „*soubor právních norem regulujících právní vztahy vznikající, realizující se a zanikající v oblasti kapitálového trhu.*“<sup>68</sup>

---

<sup>64</sup> Viz například MRKÝVKA, Petr, PAŘÍZKOVÁ, Ivana. Základy finančního práva, Brno: Masarykova univerzita, 2009, 252 s. ISBN 978-80-210-4514-9.

<sup>65</sup> Viz KOHAJDA, Michael. Právo finančního systému. In. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 205-206. ISBN 978-80-7552-935-0.

<sup>66</sup> Detailněji k oboru finančního práva a jeho dělení srovnej například VYBÍRAL, Roman. Systém finančního práva. In. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 75-78. ISBN 978-80-7552-935-0.

<sup>67</sup> Tamtéž s. 205-206 a 254-255.

<sup>68</sup> RADVAN, Michal, KYNCL, Libor, MOŽDIÁKOVÁ, Michaela. Právo kapitálového trhu, Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 9. ISBN 978-80-210-5277-2.

Jakkoliv nelze popřít relevanci této definice, její slabinou je ne zcela jasný obsah pojmu kapitálový trh, neboť jeho vymezení v pozitivním právu chybí. Poněkud jasnější se proto jeví být definice akcentující funkční kritérium oproti kritériu předmětu obchodování, dle níž lze právo kapitálového trhu vymezit jako soubor právních norem regulujících investiční vztahy, jejichž předmětem jsou finanční investiční nástroje s dobou splatnosti delší než jeden rok či majetkové cenné papíry a rovněž obchodování s finančními investičními nástroji na organizovaných trzích<sup>69</sup>. V zahraničních publikacích se pak lze setkat s definicemi vymezujícími právo kapitálového trhu spíše s akcentem na regulovaný předmět právních norem, jichž představuje souhrn, přičemž za tento předmět je označováno: „*organizování kapitálových trhů, obchodování s cennými papíry a jednání finančních zprostředkovatelů*“<sup>70</sup>, respektive obecněji a širěji: „*veřejný prodej, distribuce a oběh cenných papírů obchodovaných na kapitálovém trhu... a zajištění individuální ochrany investorů společně s funkční ochranou kapitálového trhu a hospodářství obecně*“<sup>71</sup>.

Žádná z výše zmíněných definic přitom dokonale nepostihuje skutečnost, že předmětem regulovaným právem kapitálového trhu jsou prakticky výlučně vztahy, v nichž figuruje prvek investičního nástroje ve smyslu jeho legislativní definice v právu unijním a následně tuzemském. Od různých variant jejich přítomnosti v právních vztazích se totiž odvíjí věcná působnost právních předpisů řazených do práva kapitálového trhu. Právní vztahy, jejichž věcný obsah sice naplňuje investiční podstatu transakce zařaditelné do segmentu kapitálového trhu, ovšem absentuje u nich přítomnost prvku investičního nástroje<sup>72</sup>, a to kupříkladu proto, že předmětem daného vztahu bude aktivum nenaplňující legislativní definici investičního nástroje, nejsou až na naprosto specifické situace<sup>73</sup> předmětem práva kapitálového trhu ve smyslu jeho legislativního vymezení.

---

<sup>69</sup> KOHAJDA, Michael. Právo kapitálového trhu. In. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 254. ISBN 978-80-7552-935-0.

<sup>70</sup> VEIL, Rüdiger (eds.). European Capital Markets Law, Second Edition, Oxford: Hart Publishing, 2017, s. 23. ISBN 978-1-78225-652-6

<sup>71</sup> BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 3., neu bearbeitete Auflage, Heidelberg: C.F. Müller Verlag, s. 2. ISBN 978-3-8114-9704-7

<sup>72</sup> Uvedený názor nicméně vychází z pojetí kapitálového trhu v oblasti teoreticko-právní. V mezích ekonomického vymezení jsou do segmentu kapitálového trhu řazeny rovněž úvěrové či jiné dlužnické vztahy, které sice mají splatnost delší než 12 měsíců, ovšem nejsou inkorporovány do finančního investičního instrumentu. Z pohledu klasifikace právních oborů a podoborů uvedené formy transakcí bez přítomnosti prvku sekuritizace nejsou regulovány normami práva kapitálového trhu, ale úvěrovým právem a přiměřeně dalšími podoborů soukromého práva.

<sup>73</sup> Jako hraniční modelový příklad lze uvést situaci, kdy by obchodník s cennými papíry nabízel potenciálnímu investorovi najednou možnost investování do investičních nástrojů, například akcií a dluhopisů, i do fyzického



Definice pojmu kapitálový trh či finanční trh přitom v právním řádu ČR absentuje. Pokud jde o unijního zákonodárce, tak ten hojně pracuje s oběma pojmy, ačkoliv je rovněž obecně nevymezuje. V aktech legislativní i nelegislativní povahy užívá spojení finanční trhy či trhy s finančními nástroji<sup>74</sup>, ve smyslu trhů pro obchodování finančních nástrojů legislativně vymezených v MiFID II, tak i kapitálové trhy<sup>75</sup>. A to v zásadě v intencích jejich vymezení v ekonomické teorii. I přes absenci bližší definice tuzemský zákonodárce v celé řadě právních předpisů pracuje s pojmy finančního a kapitálového trhu. Nečiní tak ovšem příliš systematicky a často je užívá nekonceptním způsobem, či rozdílně oproti jejich vymezení v odborné ekonomické literatuře<sup>76</sup>. Někteří autoři<sup>77</sup> také zcela logicky poukazují na významnou terminologickou nepřesnost, kdy zákon o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT) jakožto předpis obsahující největší část pravidel regulujících fungování kapitálového trhu v ČR, reguluje dílčím způsobem i trh peněžní. Jakkoliv s touto výtkou nelze polemizovat, cítím zároveň potřebu doplnit, že regulace peněžního trhu představuje zcela minoritní část tohoto předpisu, která navíc resultuje z implementace unijní legislativy.

### 1.2.2. Evropské právo

Unijní právní normy v současnosti představují zcela základní složku práva finančního trhu. Vedle volného pohybu osob, zboží a služeb představuje imperativ volného pohybu kapitálu čtvrtou stěžejní svobodu zaručenou právem EU. Ze všech čtyř uvedených prvků je to přitom právě kapitál, nejspíše společně s digitálními službami, který je nejmobilnější. Odtud tedy pramení velmi intenzivní regulatorní činnost unijního zákonodárce. Pro účely této práce nicméně není relevantní analýza primárního práva EU, jež je dostatečně popsáno v jiných publikacích. Relativně nedávno měla naprostá většina unijních předpisů upravujících fungování finančního sektoru obecně charakter směrnic, byť často doprovázených detailnějšími prováděcími

---

zлата. Jakkoliv je druhá z uvedených aktivit neregulovanou činností, pokud nebude efektivně možné oddělit jednu aktivitu od druhé, pak takové jednání jako celek bude činností regulovanou právem kapitálového trhu.

<sup>74</sup> Viz nejen MiFID II a jeho prováděcí předpisy, ale i celá řada dalších sektorových unijních předpisů upravujících problematiku prospektů, transparency emitentů, prevence legalizace výnosů z trestné činnosti a financování terorismu atd.

<sup>75</sup> Viz například European Commission [online] Action Plan on Building a Capital Markets Union, 30 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>.

<sup>76</sup> K tomuto detailněji MATYÁŠOVÁ, Eva. [online] Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů, UK Praha – disertační práce, 2012, s. 20-21. vedoucí práce Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/download/140020118>.

<sup>77</sup> Srovnej HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 7. ISBN 978-80-7400-533-6.

nařízenými<sup>78</sup>. V důsledku tohoto přístupu řada oblastí nebyla v právních rádech implementována zcela srovnatelně<sup>79</sup>. Na základě doporučení obsažených v tzv. zprávě Larosièrovi komise z roku 2009, která mimo jiné kritizovala právě nekonzistenci regulace finančních trhů na úrovni členských států, přistoupila Evropská komise ke změně legislativně-technického přístupu v tom smyslu, že začala ve výrazně vyšší míře zavádět relevantní legislativní opatření ve formě nařízení. Zároveň v souladu s doporučeními vyřčenými poprvé ve zprávě Lamfalussyho komise z roku 2000<sup>80</sup> došlo k obsahovému rozčlenění právních aktů do několika úrovní od obecných až po velmi detailní, přičemž zároveň vzrostla role unijních sektorových agentur<sup>81</sup> v rámci legislativního procesu.

V rámci zmíněné Lamfalussyho architektury představují první úroveň (*Level 1*) rámcové směrnice či nařízení přijaté Evropskou komisí a Evropským parlamentem v rámci řádného legislativního procesu dle Smlouvy o fungování EU (tedy včetně extenzivního procesu tzv. dialogu mezi Evropskou komisí, Evropským parlamentem a Evropskou radou). Rámcové předpisy zároveň obsahují zmocnění k detailnější specifikaci vybraných dílčích a obvykle velmi technických otázek formou delegovaných a prováděcích aktů (*delegated acts and implementing measures*) různé povahy (*Level 2*). Zde se může jednat o prováděcí směrnice, nařízení či rozhodnutí vydané přímo Evropskou komisí. Mohou mít ale rovněž formu již zmíněných delegovaných aktů, vypracovaných opět na základě zmocnění v předpisu na první úrovni majících povahu právních aktů vydaných Evropskou komisí po konzultaci s ESMA, anebo tzv. regulatorních technických standardů (*regulatory technical standards*) připravených přímo ESMA a následně schválených Evropskou komisí. Tyto jsou následně doprovázeny tzv. implimentačními akty (*implementing acts*), které opět mohou být připraveny Evropskou komisí ve spolupráci s ESMA, anebo vypracovány orgánem ESMA a následně schváleny Evropskou

---

<sup>78</sup> Více informací viz Regulatory process in financial services. In. ec.europa.eu [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en).

<sup>79</sup> Pro potřeby této práce není účelné poskytovat detailnější výklad k jednotlivým druhům unijních právních předpisů, neboť toto dostatečně činí jiní autoři. Blíže například TOMÁŠEK, Michal, TÝČ, Vladimír a kol. Právo Evropské unie. 2. vydání, Praha: Leges, 2017, s. 100 a násl. ISBN 978-80-7502-184-7.

<sup>80</sup> Z toho důvodu se zvolený legislativně-technický přístup v unijním právu označuje také jako Lamfalussyho architektura.

<sup>81</sup> Evropský systém dohledu nad finančním trhem (*European System of Financial Supervision - ESFS*) zahrnuje tři specializované evropské orgány odpovědné za jednotlivé segmenty finančního trhu – Evropskou bankovní autoritu (*European Banking Authority – EBA*), Evropský orgán pro cenné papíry a finanční trhy (*European Securities and Markets Authority – ESMA*) a Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*). Z pohledu zaměření této práce je významná především druhá uvedená instituce, tedy ESMA. Proto bude dále v této podkapitole i dalších kapitolách zmiňován již přímo tento orgán.

komisí ve formě tzv. implementačních technických standardů (tzv. *implementing technical standards*). Tato již sama o sobě komplikovaná regulační architektura je navíc doplněna o třetí úroveň (*Level 3*), kterou představují obecné pokyny (*guidelines*) a doporučení (*recommendations*) vydané ESMA. Ty nemají povahu právně závazných aktů a jejich cílem je především vyplnit prázdná místa a usnadňovat i sjednocovat interpretaci právních aktů na prvních dvou úrovních. Lze se však důvodně domnívat, že i přes absenci příslušné formy jsou z povahy své pozice pramenem, který je schopen zcela zásadně ovlivnit praktickou aplikaci unijních předpisů legislativní povahy. A to minimálně do okamžiku, kdy by došlo k případnému vyvrácení předmětného výkladu formou soudního rozhodnutí. Čtvrtou a poslední úroveň (*Level 4*) tvoří průběžná kontrola Evropské komise a ESMA týkající se způsobu a rozsahu implementace rámcových unijních předpisů i následné aplikační praxe v rámci jednotlivých členských států. Ta může případně resultovat v kroky směřující k dosažení či vynucení nápravy nedostatků.<sup>82</sup>

Sektorovou unijní legislativu relevantní z hlediska této práce<sup>83</sup> představuje jednak směrnice MiFID II, Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 (dále jen jako „MiFIR“) a unijní právní akty na úrovni *Level 2* a *Level 3* provádějící směrnici MiFID II. A to proto, že jsou relevantní pro výklad institutu investičního nástroje. Zcela zásadní normu ve vztahu k výkonu činností centrálního deponitáře představuje nařízení CSDR a jeho prováděcí právní akty na úrovni *Level 2*, jenž mají charakter regulačních technických standardů, implementačních technických standardů i delegovaných aktů<sup>84</sup>. Ze strany Evropské komise vznikla v minulosti také poměrně ambiciózní legislativní iniciativa týkající se návrhu směrnice upravující opatření za účelem dosažení vyšší míry harmonizace některých aspektů vztahujících

---

<sup>82</sup> VEIL, Rüdiger (eds.). *European Capital Markets Law, Second Edition*, Oxford: Hart Publishing, 2017, s. 45-52. ISBN 978-1-78225-652-6.

<sup>83</sup> Pro více informací o legislativní činnosti EU v oblasti finančních trhů například viz MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition*, Oxford: Oxford University Press, 2014, s. 22 a násl. ISBN 978-0-19-966434-4 či VEIL, Rüdiger (eds.). *European Capital Markets Law, Second Edition*, Oxford: Hart Publishing, 2017, s. 66 a násl. ISBN 978-1-78225-652-6.

<sup>84</sup> Jedná se konkrétně o tyto právní akty: Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/391, Prováděcí nařízení Komise (EU) č. 2017/393, Nařízení komise v přenesené pravomoci (EU) č. 2018/1229, Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 2017/389, Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 2017/392, Prováděcí nařízení Komise (EU) č. 2017/394 a Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 2017/390. Drtivá většina jejich obsahu se nicméně zabývá otázkami, které souvisí s problematikou evidence investičních nástrojů pouze velmi okrajově, či s ní nesouvisí vůbec. Jedná se především o otázky související s vypořádáním obchodů, licenčním řízením centrálních deponitářů, otázky spolupráce orgánů dohledu apod.

se k obchodovaným cenným papírům (tzv. Securities Law Directive)<sup>85</sup>. S ohledem na skutečnost, že je daná materie velmi komplikovaná a naráží na ve velkou rozdílnost relevantních institutů v rámci jednotlivých členských států, nepřekročila tato iniciativa fázi konzultací<sup>86</sup>. Při reflexi jejího významu pro finanční trhy ovšem nelze vyloučit budoucí unijní legislativní aktivity. Právním předpisem s relevancí pro tuto práci, byť poměrně okrajovou, je také Směrnice Evropského parlamentu a Rady 98/26/ES ze dne 19. května 1998, o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry (dále bude označována jen jako „SFD“).

### 1.2.3. Vnitrostátní prameny práva kapitálového trhu<sup>87</sup>

Základními prameny finančního práva potažmo práva kapitálového trhu na území ČR jsou především obecně závazné právní předpisy mající povahu ústavních zákonů, zákonů a zákonných opatření Senátu ČR. Obecně přitom právní úprava regulující kapitálový trh vychází ze základních, obecných i zvláštních právních principů relevantních pro oblast veřejného práva, zejména pak z principu zákonnosti, legální licence a enumerativnosti<sup>88</sup> veřejnoprávních pretencí<sup>89</sup>. Rovinu ústavních zákonů představuje jednak obecná úprava legislativního procesu a dále pak vymezení role České národní banky (dále jen jako „CNB“)<sup>90</sup>, která je orgánem dohledu nad kapitálovým trhem v ČR, jakkoliv je v Ústavě výslovně zmíněna toliko její role ústřední banky a orgánu veřejné moci odpovědného za péči o cenovou stabilitu. Zásadní je pak složka zákonů dominantně veřejnoprávní povahy, kterou reprezentuje především ZPKT, zákon č. 6/2003 Sb., o České národní bance (dále jen jako „ZČNB“), zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu

---

<sup>85</sup> Více viz European Commission, [online] LEGISLATION ON LEGAL CERTAINTY OF SECURITIES HOLDING AND DISPOSITIONS, 37 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/securities/docs/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/securities/docs/consultation_paper_en.pdf).

<sup>86</sup> Blíže k obsahu návrhu směrnice PAECH, Philipp. Market needs as paradigm – breaking up the thinking on the EU securities law. In. CONAC, Pierre-Henri, SEGNA, Ulrich, THÉVENOZ, Luc (eds.). INTERMEDIATED SECURITIES: The Impact of the Geneva Convention and the Future European Legislation, 2013, Cambridge: Cambridge University Press, s. 22-64. ISBN 978-1-10702347-5.

<sup>87</sup> Blíže k historickému vývoji národní právní úpravy cenných papírů a kapitálového trhu, kterými se v této práci nezabývám, viz například KOTÁSEK, Josef, PIHERA, Vlastimil, POKORNÁ, Jarmila, VÍTEK, Jindřich. Právo cenných papírů. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 2-8. ISBN 978-80-7400-515-2 či MATYÁŠOVÁ, Eva. [online] Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů, UK Praha – disertační práce, 2012, s. 22-25. vedoucí práce Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/download/140020118>.

<sup>88</sup> Jak je označována jedna ze základních zásad veřejného práva, dle níž je subjektům veřejné správy mohou činit jen to, co jim je zákonem dovoleno. Výraz „enumerativnost“ tedy vyjadřuje onen uzavřený výčet.

<sup>89</sup> MARKOVÁ, Hana. Principy finančního práva. In. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 101-102. ISBN 978-80-7552-935-0.

<sup>90</sup> Viz § 98 odst. 1 zákona č. 1/1992 Sb., Ústava České republiky.

v oblasti kapitálového trhu. Vedle nich lze nalézt normy věcně náležející do práva kapitálového trhu rovněž v řadě dalších právních předpisů, především pak v OZ, ZOK, zákoně č. 190/2004 Sb., o dluhopisech (dále jen jako „ZoD“) či v zákoně č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen jako „ZISIF“). Z uvedených právních předpisů je specifický především ZPKT, u něhož významná část obsahu představuje národní transpozici unijních právních předpisů. Řada partikulárních témat je následně upravena v prováděcích podzákoných právních předpisech, a to na základě a v intencích zmocnění uvedených v předpisech zákonné povahy. V oblasti kapitálového trhu se jedná především o vyhlášky vlády ČNB<sup>91</sup>, které jsou rovněž obecně závaznými právními akty. Pro téma této práce je významná především Vyhláška ČNB č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů ve znění pozdějších předpisů (dále označována jako „VSamE“)<sup>92</sup>, jejíž obsah bude předmětem podrobného rozboru v dalších kapitolách této práce. Za sekundární pramen práva lze označit rovněž úřední sdělení ČNB, jimiž tato instituce poskytuje detailnější výklad určitých dílčích otázek.

Z relevantních pramenů práva nenormativní povahy lze pak uvést opatření obecné povahy vydávané ČNB v rámci její působnosti, dále soudní rozhodnutí a také rozhodnutí ČNB vydaná v oblasti výkonu dohledu nad kapitálovým trhem. Relevantními prameny práva jsou bezpochyby práce právně teoretické, akademické a odborné, a to především v oblastech, kde absentuje předchozí rozhodovací praxe. Zcela specifickou povahu pak mají odpovědi na dílčí dotazy uveřejněné ČNB a také odpovědi na kvalifikované dotazy<sup>93</sup> poskytnuté touto institucí individuálním tazatelům. Zde se nejedná o klasickou právní normu, ale toliko a pouze o výklad ČNB vztahující se na relevantní problematiku z oblasti finančního trhu. Jelikož tato instituce disponuje z pozice orgánu dohledu nad kapitálovým trhem zákonným zmocněním ke kontrole subjektů kapitálového trhu a k jejich sankcionování, nesou tyto dokumenty i přes absenci

---

<sup>91</sup> Blíže k těmto viz například Srovnej HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekonstrukci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 38 a násl. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>92</sup> Na příkladu této vyhlášky lze také demonstrovat velmi zajímavou etapu vývoje českého kapitálového trhu. VSamE vydala v únoru 2006 Komise pro cenné papíry, přičemž v účinnost vstoupila 8. 3. 2006. Agendu Komise pro cenné papíry pak s účinností od 1. 4. 2006 převzala ČNB (viz Integrace dohledu nad finančním trhem - praktické informace In: [cnb.cz](http://cnb.cz) [online]. 2006. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/tiskove\\_zpravy\\_cnb/2006/060328\\_integrace\\_prakt\\_info.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2006/060328_integrace_prakt_info.html)). Počínaje tímto dnem proto ČNB převzala i odpovědnost za tento právní předpis. Spíše pro zajímavost lze zmínit skutečnost, že až do novelizace VSamE provedené vyhláškou 238/2008 Sb. zmiňoval § 10 VSamE ve vztahu k oznamovací povinnosti osoby vedoucí evidenci stále Komisi pro cenné papíry.

<sup>93</sup> K tomuto více viz Přístup České národní banky k poskytování odpovědí na dotazy v oblasti finančního trhu. In: [cnb.cz](http://cnb.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/formular\\_kvalifikovany\\_dotaz/index.html](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/formular_kvalifikovany_dotaz/index.html).

formálních znaků právní normy zcela evidentně znaky materiální. Z mého pohledu je proto nezbytné i tyto zařadit do výčtu pramenů práva relevantních pro oblast kapitálového trhu.

Někteří autoři<sup>94</sup> se, z mého pohledu oprávněně, vyjadřují kriticky k samotné systematické začlenění právní úpravy evidence investičních nástrojů v českém právním řádu. Jakkoliv tento problém nemá vliv na samotný výklad právních norem, bezpochyby činí relevantní právní úpravu nepřehlednou pro adresáty práva. Předmětná kritika se konkrétně opírá o skutečnost, že do roku 2004 byla prakticky celá úprava evidence<sup>95</sup> v zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (dále jen jako „ZCP“), který byl svou povahou předpisem dominantně soukromoprávním. V roce 2004 zákonodárce přesunul většinu této úpravy do předpisu, který je souborem norem veřejnoprávní povahy, tedy do ZPKT. Zde je předmětná úprava dodnes. Problémem nicméně je, že ZPKT v některých ustanoveních vedle veřejnoprávních povinností řeší i ryze soukromoprávní aspekty evidence investičních nástrojů, jako je převod vlastnického práva, obsah vztahů mezi relevantními osobami a další, což bohužel příliš systematické není. Snahu zákonodárce koncentrovat právní úpravu evidence investičních nástrojů do jednoho předpisu lze bezpochyby hodnotit pozitivně, to je nicméně následně narušeno tím, že část úpravy relevantní pro zaknihované cenné papíry a jejich přeměny, která s účinností od roku 2014 přesunuta ze ZCP do § 525-544 OZ. Zmiňovanou roztržitost norem upravujících evidence investičních nástrojů by bezpochyby mohla napravit v odborné literatuře<sup>96</sup> opakovaně zmiňovaná koncentrace relevantní úpravy do speciálního zákona upravujícího evidenci investičních nástrojů, či alespoň užší problematiku evidence investičních nástrojů. V tuto chvíli nejsou veřejně dostupné informace o tom, jak by mohl vypadat další legislativní vývoj v této oblasti. Velmi pravděpodobně ale nelze v nejbližších letech očekávat žádné razantní změny. Praxe se proto musí vypořádat i se stávajícím rozčleněním právní úpravy.

#### 1.2.4. Další prameny práva

---

<sup>94</sup> PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, s. 155-160. ISBN 978-80-7552-421-8

<sup>95</sup> Která tehdy sloužila výlučně pro evidování zaknihovaných cenných papírů, což bude předmětem detailního rozboru v třetí kapitole.

<sup>96</sup> Vedle PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, s. 163. ISBN 978-80-7552-421-8 jej zmiňuje také SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 426. ISBN 978-807502-003-1.

Právní otázky relevantní pro téma této práce či obecněji pro oblast kapitálových trhů nejsou materií, která by byla šířeji upravena v rámci mezinárodního práva soukromého<sup>97</sup>. Lze samozřejmě zmínit mezinárodní iniciativy, které se zaměřovaly především na otázky práv konečných vlastníků, dispozic s imobilizovanými a dematerializovanými cennými papíry, konflikty práv apod., tedy aspekty svou povahou náležející převážně do práva soukromého. Jedná se o Haagskou úmluvu upravující otázky rozhodného práva v případech některých práv týkajících se dematerializovaných cenných papírů (dále jen jako „Haagská úmluva“) a Ženevskou úmluvu UNIDROIT o hmotněprávních pravidlech týkajících se nepřímo držení cenných papírů ze dne 9. října 2009 (dále jen jako „Ženevská úmluva“). Ani jeden z uvedených dokumentů ovšem nebyl ČR ratifikován. Negativně se k nim vymezila rovněž Evropská komise. Na unijní úrovni bylo naopak přijato rozhodnutí řešit předmětnou problematiku přímo vlastní legislativní iniciativou.

V oblasti kapitálových trhů má poměrně významnou roli normotvorná činnost expertních skupin, zájmových subjektů a profesních či odborných sdružení<sup>98</sup>, majících působnost a zaměření mezinárodní, evropské či pouze národní, přičemž výstupy jejich aktivit mají často charakter norem nelegislativní povahy<sup>99</sup>. Tyto subjekty mohou být ve vztahu k určité skupině subjektů dokonce ve vrchnostenské pozici vycházející z jejich pozice samoregulačních autorit<sup>100</sup>, jak je časté především v anglosaském prostředí. Nejedná se ale o příliš častý model. Není přitom neobvyklé, že jakkoliv mají určité dokumenty původně nelegislativní povahu, mohou získat širší legitimitu ve formě záštity od veřejného sektoru a v určitých případech se následně mohou stát i podkladem či alespoň inspiračním pramenem pro následné komplexní legislativní akty<sup>101</sup>. V jistém smyslu se tak jedná o zvláštní okruh hybridních pramenů práva<sup>102</sup>.

---

<sup>97</sup> Například oproti obecným otázkám cenných papírů.

<sup>98</sup> Na evropské i globální úrovni přitom úspěšně fungují asociace či sdružení burz cenných papírů, centrálních depozitářů, obchodníků s cennými papíry, správců majetku, ale i orgánů dohledu nad kapitálovými trhy apod.

<sup>99</sup> Může se jednat o kodifikaci určitých tržních standardů, kodexů, doporučení, pravidel dobré praxe apod.

<sup>100</sup> Jako samoregulace se označuje dobrovolné členství v profesních organizacích či asociacích, čímž dochází k dobrovolnému podřízení se určitému souboru pravidel, které jdou zpravidla nad rámec obecně závazných právních předpisů. Dodržování těchto pravidel je navíc ze strany uvedených profesních organizací či asociací sledováno a případně vymáháno. Dodržování samoregulačního režimu tak na jedné straně představuje administrativní i organizační zátěž, na straně druhé je však obvykle spojeno s větší mírou důvěry ze strany obchodních partnerů i širší veřejnosti (REJNUS, Oldřich. Finanční trhy, 4. aktualizované a rozšířené vydání, Praha: Grada Publishing, 2014, s. 707. ISBN 978-80-247-3671-6).

<sup>101</sup> Takový postup lze demonstrovat na příkladu Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003, o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES (dále jen jako „ProspD“). V případě tohoto předpisu unijní zákonodárce dokonce v textu výslovně zmiňuje inspiraci dříve vzniklými standardy Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (IOSCO), které se zabývaly stejnou problematikou, srovnej Recital 22 ProspD.

Motivace k dodržování těchto pravidel však může být poněkud paradoxně pozitivní. Tedy nikoliv obava před případným postihem za nesoulad, ale naopak snaha vyslat tímto způsobem kladný signál klientům a širší veřejnosti, případně samozřejmě soulad motivovaný požadavky globálních či regionálních investorů. V poslední době lze také v rámci fungování subjektů tržní infrastruktury identifikovat nárůst obecných pravidel spadajících do oblasti *soft law*, které se zabývají aspekty společenské odpovědnosti či environmentální udržitelnosti v rámci fungování finančních institucí a investování na kapitálových trzích. Lze také zaznamenat tendenci dílčího přebírání těchto pravidel do pozitivního práva, takže se v budoucnu může jednat o významný proud v rámci práva kapitálového trhu.

### 1.3. Význam regulace kapitálového trhu a dohledu nad kapitálovým trhem

V kontextu finančních trhů je pojem regulace užíván v ekonomické či společenskovední literatuře i v médiích pro souhrnné označení právní úpravy relevantní pro finanční trhy<sup>103</sup> a státních zásahů do tohoto sektoru. Právo jako takové je ostatně společenským systémem (ve smyslu souboru norem), který je teorií práva označován jako tzv. společenský regulativ. Pojem regulace lze přitom po obsahové stránce vymezit jako: „*usměrňování, úprava, řízení; udržování sledované veličiny na hodnotě přibližně stejné, nebo měnící se podle určitých podmínek či pravidel*“<sup>104</sup> či alternativně jako: „*konání či proces řízení (nebo kontrolování) prostřednictvím pravidel či omezení*“<sup>105</sup>. Velmi často dochází k užívání pojmu regulace ve vztahu k normotvorné činnosti, neboť je tímto přímo odkazováno na prvek regulativnosti právních norem, který je vedle atributů právní závaznosti, obecnosti a vynutitelnosti jedním ze čtyř materiálních znaků právní normy. Regulativnost právní normy přímo spočívá v tom, že ve vztahu k danému předmětu právní normy vymezuje určitá závazná pravidla jednání.<sup>106</sup> Každá právní norma tedy ze své podstaty reguluje určitý předmět. Regulace kapitálového trhu pak představuje ne zcela ucelený souhrn norem stanovujících základní pravidla fungování pro všechny kategorie subjektů kapitálového trhu. Uvedené spojení nelze vnímat jako synonymum k právu kapitálového trhu. Oba pojmy představují označení souboru norem, ovšem obsah pojmu regulace je obvykle širší.

---

<sup>102</sup> Z klasické triády hypotéza – dispozice – sankce, která v právní teorii identifikuje právní normy, u nich chybí klíčový prvek sankce.

<sup>103</sup> Dle mého názoru je tomu výrazně častěji než v případě jiných sektorů ekonomiky. Tedy kupříkladu trhu práce či trhů zboží

<sup>104</sup> KLIMEŠ, Lumír. Slovník cizích slov, 6. přepracované vydání, Praha: SPN, 2002, s. 650. ISBN 80-7235-023-4.

<sup>105</sup> GARNER, Bryan A. Black's Legal Dictionary. Eighth Edition, Eagan, Mt: West Publishing, s. 4018-4019, ISBN 978-0-314-15199-5.

<sup>106</sup> KNAPP, Viktor. Teorie práva. Praha: Beck, 1995, s. 148. ISBN 80-7179-028-1.



Nezahrnuje pouze pozitivní právo tvořené normami s příslušnými formálními i materiálními znaky, ale rovněž řadu dalších kategorií norem nelegislativní povahy, tedy různé druhy sektorových či oborových standardů, principů, kodexů, doporučení či sad pravidel, které vznikly jako výsledek činnosti aktérů nestátní a neveřejnoprávní povahy<sup>107</sup>. Nikoliv nepodstatnou část regulace tak mohou vytvářet subjekty odlišné od zákonodárce. Jak bylo zmíněno výše, regulace kapitálového trhu také zahrnuje intervenční kroky veřejného sektoru a některé činnosti směřující k vymáhání relevantních norem, čímž plynule přechází v činnost dohledovou.

Kapitálové trhy obecně jsou náchylné k tržním selháním, jejichž zdrojem může být celá řada faktorů. Smyslem regulace je omezení těchto selhání a s tímto související vytvoření odpovídající úrovně důvěry v kapitálové trhy, stejně jako i nastavení nízké úrovně rizik, která se pozitivně odráží v ochotě investorů k investování a nižší ceně kapitálu. K otázce významu regulace kapitálového trhu je dle mého názoru nezbytné zdůraznit její dvě základní role. Pro fungování kapitálového trhu jsou zcela esenciální určité druhy právních konstruktů či institutů, které existují toliko a pouze ve světě práva, a nikoliv ve světě reálném<sup>108</sup>. Regulace sama o sobě představuje infrastrukturu svého druhu, bez ní by kapitálový trh ani nemohl fungovat. Druhá role je integrálně spojena s faktem, že kapitálové trhy jsou více nežli jiná odvětví schopny ovlivnit fungování celé ekonomiky, neboť investoři se zde v různém rozsahu vzdávají kontroly nad částí svého majetku ve prospěch třetích osob, emitentů investičních instrumentů, či ještě před samotným investováním cestou svěření těchto prostředků některým ze subjektů, které poskytují finanční služby. Kapitálový trh poskytuje prostor pro páčání určitých druhů protiprávních jednání – ať už se jedná o selhání ve fungování finančních institucí, využití informační asymetrie, finanční podvody apod. Oba uvedené velmi široké atributy regulace kapitálového trhu, tedy atribut předpokladu a zároveň atribut ochrany, zároveň velmi významně přispívají k tomu, že je obtížné jednoduše klasifikovat množinu norem tvořících předmětný regulatorní rámec.

Od pojmu regulace kapitálového trhu je potřeba odlišit pojem dohledu nad kapitálovým trhem, jakkoli spolu obě uvedené činnosti úzce souvisí. Dle tuzemské odborné literatury spočívá dohled v: *„dozorových postupech ve finančním právu, při kterých je pozorováno jednání nebo stav existující u nepodřízených subjektů, který je následně zkoumán a hodnocen z hlediska*

---

<sup>107</sup> Tyto kategorie norem vznikají v oblasti kapitálového trhu, ať už na úrovni regionální, či mezinárodní, poměrně často.

<sup>108</sup> Jako příklad lze ostatně uvést samotný institut cenných papírů, respektive investičních nástrojů obecně.

*souladu s jednáním nebo stavem, který je pozitivním finančním právem požadován.*“ Zásadní je přitom skutečnost, že předmětem tohoto hodnocení jsou toliko a pouze hlediska právní, tedy nikoliv hlediska morální či třeba politická. V případě, že je v rámci dohledu zjištěn nesoulad s předpokládaným stavem či jednáním, následuje fáze nápravná nebo sankční, jejímž cílem je zajištění souladu s pozitivním právem, sankcionování stávajícího stavu, respektive kombinace obou. Specifikem dohledu je rovněž skutečnost, že jej vykonávají subjekty odlišné od státu (jakkoliv se jedná o subjekty veřejného práva) ve své samostatné působnosti.<sup>109</sup> Orgánem dohledu nad kapitálovým trhem v ČR je ČNB, přičemž tato instituce zároveň vykonává dohled i nad dalšími složkami finančního trhu, jako je bankovníctví, pojišťovnictví, úvěrové služby, penzijní fondy či platební instituce a směnárny. V případě ČR tak lze hovořit o tzv. integrovaném dohledu.<sup>110</sup> Ve vztahu k segmentu kapitálového trhu je výkon dohledu rovněž koordinován unijním orgánem ESMA<sup>111</sup>. Je ovšem nezbytné doplnit, že ČNB prostřednictvím vyhlášek vydávaných v rámci její samostatné působnosti, které lze považovat za významný pramen práva, ale také prostřednictvím výkladových stanovisek a dalších dokumentů spoluvytváří národní regulační prostředí. Její roli v rámci českého kapitálového trhu je proto potřeba vnímat komplexně.

S nárůstem ekonomického významu kapitálových trhů v posledních desetiletích přímo úměrně narůstaly i negativní zkušenosti spojené s tržními selháními, podvody a dalšími negativními jevy na kapitálovém trhu. Ty potvrdily potřebu vytvoření a následné průběžné precizace a aktualizace pravidel fungování trhu, stejně jako nezbytnost příležitostných intervencí veřejného sektoru. Regulační a dohledové orgány i jiní relevantní aktéři se proto dlouhodobě snaží podporovat fungování a rozvoj kapitálových trhů prostřednictvím vhodného nastavení pravidel. Pro řadu zemí navíc představuje finanční sektor a na něj navázaná odvětví zcela zásadní složku ekonomiky, neboť jsou finančními centry regionálního či světového významu. V případě, že určitá země či její region dokáže přilákat zahraniční kapitál, stávají se finanční služby zcela specifickou formou exportu. Oproti standardním sektorům, jako je zemědělství či průmyslová výroba, se jedná o služby s vysokou přidanou hodnotou vyžadující zapojení vysoce kvalifikované a dobře placené pracovní síly, které jsou ale zároveň energeticky či

---

<sup>109</sup> KOHAJDA, Michael. Dohled. In. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 101-102. ISBN 978-80-7552-935-0.

<sup>110</sup> K pojmu dohled rovněž srovnej KOTÁB, Petr. Státní dozor a finanční kontrola. In. In BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 52 a násl. ISBN 978-80-7400-440-7.

<sup>111</sup> Blíže k procesu integrace dohledu v rámci EU viz například JANOVEC, Michal. Dohled nad finančním trhem a jeho integrace. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018. 192 s. ISBN 978-80-7552-877-3.

environmentálně nenáročné. Jakkoliv obvykle tento stav vychází především z ekonomického, společenského, politického i daňového kontextu<sup>112</sup>, lze se důvodně domnívat, že významným faktorem je i s kvalitou regulatorního a dohledového prostředí v daných zemích<sup>113</sup>, respektive jejich srozumitelnost, přehlednost, přiměřenost a samozřejmě také předvídatelnost a rychlost. Na příkladu Velké Británie lze demonstrovat výhodu i úskalí stavu, kdy určitá země či její oblast slouží jako významné finanční centrum, v daném případě pro velkou část EU. Dle některých analýz představují finanční služby přibližně 6,5 % HDP<sup>114</sup> Velké Británie. Při velikosti předmětné ekonomiky takto vznikla velmi výhodná, ale zároveň nebezpečná kombinace především v souvislosti s aktuálně probíhajícím procesem vystoupení Velké Británie z EU a souvisejícím přesunem zahraničního kapitálu i poskytovatelů investičních služeb<sup>115</sup>. Tento fenomén ovšem následně resultuje ve stav, kdy jsou peněžní prostředky spravované v těchto finančních centrech investovány do investičních nástrojů emitovaných mimo dané jurisdikce za využití různě komplikovaných řetězců nepřímé držby investičních nástrojů. V některých evropských zemích z toho důvodu směřují investiční aktivity dominantně do zahraničních investičních nástrojů, a to i z 90 %<sup>116</sup>.

V praxi se ukazuje, že i státy s relativně méně vyvinutými kapitálovými trhy (což lze demonstrovat na příkladu ČR) mohou disponovat dostatečně robustní tržní infrastrukturou, srovnatelnou s trhy řádově většími, i kvalitním regulatorním prostředím. Globální kapitál je ovšem svou povahou konzervativní, proto má tendenci směřovat do lokalit, které jsou pro něj známé, prověřené a disponují dostatečně rozvinutou a profesionální infrastrukturou. Vyšší objem peněžních prostředků spravovaných v rámci určitého trhu s sebou nese úspory z rozsahu na straně poskytovatelů služeb, umocněné relativně vysokou mírou automatizace současných finančních trhů, a také větší likviditu. S tímto jsou přímo integrálně spojeny výzvy pro stát a další aktéry veřejného práva, kteří se prostřednictvím regulatorních a dohledových nástrojů snaží o dosažení v praxi nerealizovatelného cíle, tedy vytvoření právního rámce, který na straně jedné podpoří fungování finančních trhů a neodradí domácí a zahraniční investory i emitenty,

<sup>112</sup> Jako příklad z evropských zemí lze uvést Švýcarsko a především Velkou Británii.

<sup>113</sup> S jistou mírou zobecnění uvést příklady Lucemburska či Kypru.

<sup>114</sup> Srovnaj House of Commons Library [online] Financial services: contribution to the UK economy, Briefing Paper Number 6193, s. 8 [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://researchbriefings.parliament.uk/ResearchBriefing/Summary/SN06193#fullreport>.

<sup>115</sup> Za ještě signifikantnější příklad může posloužit Lucembursko, v jehož případě v roce 2016 vytvořil finanční sektor (tj. při zahrnutí sektoru pojišťovnictví) 27 % celkového ročního ekonomického výkonu. Srovnaj tamtéž, s. 8.

<sup>116</sup> Zde se sice jedná z roku 2011, nicméně lze jej považovat stále za relevantní; srovnaj OXERA. [online]. [online]. Disintermediating Securities Settlement, 2011, s. 73. [cit. 28. 2. 2019] Dostupné z WWW: <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2018/03/Oxera-report-on-trading-and-post-trading-May-2011.pdf>.

ovšem na straně druhé bude eliminovat tržní selhání. Rozdíly mezi jednotlivými evropskými jurisdikcemi samozřejmě do velké míry omezuje skutečnost, že významná část regulační činnosti se v současnosti přesouvá na nadnárodní, tedy unijní úroveň, což je navíc doplňováno o již zmíněnou tendenci integrace činností dohledových.

## **1.4. Shrnutí**

Cílem této kapitoly bylo vytvoření základního teoretického rámce pro další kapitoly. Proto jsem se zabýval detailnějším vymezením kapitálového trhu, jakožto součásti finančního trhu, respektive finančního systému obecně. Kapitálový trh je klíčovou složkou reálné ekonomiky, která více než jiné závisí na kvalitě právních norem. Jakkoliv na kvalitě právního prostředí závisí efektivní fungování téměř všech forem lidské činnosti v moderních společnostech, kapitálové trhy při absenci alespoň přiměřeně kvalitního regulačního rámce v zásadě ani nemohou fungovat. Stejně tak je pro jejich efektivní fungování zcela nezbytná průběžná i následná dohledová činnost, což lze v českém kontextu jednoznačně demonstrovat na vývoji v průběhu 90. let minulého století. Složitost vztahů odehrávajících se v rámci kapitálových trhů se vztahem přímé úměry odráží na rozsahu právních norem, které jejich fungování regulují. Dramatický nárůst rozsahu relevantních unijních předpisů i národních právních úprav se v právní teorii i praxi promítl v tendenci vytvořit pro tyto společnou množinu – právo kapitálového trhu. Regulace související s úschovou investičních nástrojů, vedením jejich evidence a činností subjektů oprávněných k poskytování těchto služeb představuje velmi podstatnou část této množiny.

## 2. Investiční nástroje, jejich typologie a členění

Legislativní vymezení tzv. investičních nástrojů je důležité pro následnou analýzu regulace jejich evidence. A to s ohledem na skutečnost, že zajištění vydávání a existence investičních nástrojů je jediným důvodem pro vytvoření legislativního konceptu tohoto druhu evidence. Tato kapitola je proto zaměřena na analýzu teoretického i legislativního vymezení pojmu investiční nástroj v oblasti práva finančního trhu a rovněž na jejich členění a klasifikaci. Budou zde nastíněny rovněž základní atributy cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů, které lze považovat za nejčtetnější formu investičního nástroje v rámci českého finančního trhu. Cílem této kapitoly nicméně není poskytnutí komplexního zpracování problematiky investičních nástrojů, neboť tento úkol by významně přesahoval možnosti i zaměření práce samotné.

### 2.1. Teoretické vymezení pojmu investiční nástroj

Jak již bylo uvedeno v předchozí kapitole, smyslem finančního trhu je redistribuce peněžních prostředků od subjektů s jejich relativním přebytkem k subjektům s jejich relativním nedostatkem. K tomuto často dochází na základě smluvních vztahů uzavřených mezi stranami obchodu. V případě rozsáhlejších či komplikovanějších transakcí, stejně jako v případech, kdy je žádoucí oslovit široký okruh investorů, může být využita možnost vydávání tzv. investičních instrumentů (označovaných také jako instrumenty finančního trhu)<sup>117</sup>. Investiční instrumenty lze označit jako: „*aktivum, které investorovi přináší nějaký nárok na budoucí příjem.*“<sup>118</sup> Předmětná práva jsou inkorporována do instrumentu, který může mít charakter smluvního závazkového vztahu (což platí především u derivátů), velmi častá je sekuritizace práv, díky níž je instrument jako takový způsobilý být předmětem právních vztahů a v kontextu českého právního řádu je věcí v právním slova smyslu<sup>119</sup>. Investiční instrumenty lze dále členit. Jedna ze základních možností rozdělení je na reálné a finanční<sup>120</sup>. Ty investiční instrumenty, které mají fyzický fundament či hmotnou podstatu, lze označit jako reálné. Tyto reálné investiční instrumenty přitom mohou být z jazykové perspektivy (kupříkladu při jejich nabízení investorům, při

<sup>117</sup> Toto označení velmi často užívá odborná literatura. Nelze jej ovšem zaměňovat s termínem investiční nástroj..

<sup>118</sup> VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích, 2. aktualizované vydání, Praha: ASPI, 2011, s. 201. ISBN 978-80-7357-647-9.

<sup>119</sup> Věcí ve smyslu velmi široké definice v § 489 OZ je vše, co je rozdílné od osoby a slouží potřebě lidí.

<sup>120</sup> K tomuto blíže viz KOHAJDA, Michael, KOTÁB, Petr. Finanční trh a jeho instrumenty. In BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 420-421. ISBN 978-80-7400-440-7.

komunikaci v médiích apod.) označovány jako investiční nástroje, nejsou ovšem investičními nástroji ve smyslu pozitivně-právní definice, ale toliko pouze instrumenty finančního trhu v teoretickém slova smyslu<sup>121</sup>. Druhou kategorií investičních instrumentů pak představují finanční investiční instrumenty. Samou podstatou jejich vzniku a existence je být prostředkem směny mezi dvěma subjekty. Finanční investiční instrumenty obecně jsou aktivy ztělesňujícími peněžní prostředky na finančním trhu nabízené a poptávané. Jsou přitom předměty obchodování, přičemž kopírují pohyb těchto peněžních prostředků, akorát v opačném směru. Ze své povahy jsou „*abstraktními nástroji ztělesňujícími určitá majetková práva*“. Mohou mít velmi rozmanitý charakter, od bankovních služeb, přes úvěrové smlouvy, různé podoby peněz a platebních prostředků až po cenné papíry a deriváty. Významnou podmnožinu finančních investičních instrumentů představují již zmiňované investiční nástroje ve smyslu jejich definice v právním řádu. Pojmy finanční investiční instrument a investiční nástroj tedy nelze považovat za shodné.<sup>122</sup> Alternativní a nikoliv nepodobný přístup k členění (nejen) v české právní teorii je klasifikace na nástroje platební, komoditní a investiční. Nástroje platební slouží k zajištění platebních služeb a činností, komoditní nástroje jsou pak nástrojem k realizaci transakcí na trhu komodit. Z pohledu této práce je nicméně klíčová kategorie třetí zahrnující nástroje investiční sloužící pro účely investičních aktivit. Tyto lze dále rozdělit na podmnožinu finančních investičních nástrojů obchodovaných v rámci investičních obchodů na finančních trzích, a na podmnožinu komoditních investičních nástrojů obchodovaných v rámci investičních obchodů na komoditních trzích.<sup>123</sup>

Obvyklou praxí na finančních trzích je standardizace předmětů transakcí, tedy vytvoření určitých skupin instrumentů s obdobnými a předvídatelnými vlastnostmi. Tento postup je motivován snahou o snížení transakčních nákladů u obou stran obchodu, neboť usnadňuje pochopení závazků inkorporovaných v daném instrumentu. Investiční nástroje jsou z podstatné části takto standardizovanými finančními investičními instrumenty. Investiční nástroje jsou vymezeny pozitivním a demonstrativním výčtem v právním řádu. Zatímco pojem finančního

---

<sup>121</sup> Není bez zajímavosti, že i investování do těchto reálných investičních nástrojů je v řadě případů předmětem investičních aktivit na kapitálovém trhu, a to prostřednictvím investičních fondů specializujících se částečně či zcela na investice do těchto reálných investičních nástrojů. V první řadě se samozřejmě jedná o investiční fondy investující do nemovitostí, pohledávek, podílů v privátních společnostech (private equity) či do komodit. Především v posledních letech se škála těchto fondů neustále rozšiřuje o další typy aktiv, jako jsou historické automobily, cenné alkoholické nápoje, známky, investiční a sběratelské mince či digitální aktiva.

<sup>122</sup> KOHAJDA, Michael, KOTÁB, Petr. Finanční trh a jeho instrumenty. In BAKESŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 420-421. ISBN 978-80-7400-440-7.

<sup>123</sup> KOHAJDA, Michael. Právo kapitálového trhu. In. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 260-261. ISBN 978-80-7552-935-0.

investičního instrumentu je záležitostí ekonomické i právní teorie, termín investiční nástroj je potřeba striktně vnímat v mantinelech jeho legislativní definice. Vymezení investičního nástroje v právu finančního trhu je přitom významné z toho důvodu, že obchodování a jiné formy nakládání s investičními nástroji jako takovými jsou cíleně podřízeny komplexní právní úpravě. Pouze investiční nástroje mohou být předmětem úschovy či dematerializace v evidenci investičních nástrojů. Stejně tak pouze u investičních nástrojů, respektive u velké části z nich, nikoliv však u všech, lze zvažovat jejich obchodování na organizovaných veřejných trzích.

V praxi přitom může být předmětem transakcí investičního charakteru mezi dvěma či více osobami prakticky jakékoliv aktivum, respektive věc v právním slova smyslu<sup>124</sup>. Nikoliv výjimečně ostatně dochází k tomu, že přebytečné a čistě investiční peněžní prostředky investorů v různé míře směřují do aktiv, jakými jsou kupříkladu nemovitosti, starožitnosti, známky, fyzické drahé kovy, sběratelské mince, známky, ale také do mnohem méně obvyklých objektů, jako jsou historické automobily, alkoholické nápoje a podobně. Přitom je tak činěno s vidinou zhodnocení předmětné investice. Některé typy těchto reálných aktiv se k investování hodí více, kupříkladu proto, že se snáze skladují, převádějí a plynutím času nepodléhají zhodnocení. Takovéto reálné aktivum přitom může být cílem rozsáhlé investiční aktivity, historie i současnost ostatně znají celou řadu případů. Spíše pro ilustraci lze použít široké veřejnosti známý příklad tzv. tulipánové horečky v Holandsku během 1. poloviny 17. století, kdy docházelo k rozsáhlému a organizovanému obchodování i finančním spekulacím, jejichž předmětem byly sazeničky tulipánů. V aktuální době je pak předmětem rozsáhlého zájmu investorů všech velikostí a druhů, a to v globálním kontextu, segment tzv. kryptoměn či obecněji digitálních aktiv<sup>125</sup>.

## 2.2. Legislativní vymezení investičního nástroje

Termín investiční nástroj lze v rámci právního řádu nalézt v celé řadě právních předpisů<sup>126</sup>. Legální definici pro účely právního řádu ČR obsahuje § 3 odst. 1 ZPKT. Toto ustanovení transponuje obsah článku 4 odst. 1 bod 15) MiFID II, respektive výčet z oddílu

<sup>124</sup> Věcí ve smyslu velmi široké definice v § 489 OZ je vše, co je rozdílné od osoby a slouží potřebě lidí.

<sup>125</sup> U těchto druhů aktiv nicméně existuje důvodný předpoklad, že určitou část z nich lze zařadit mezi investiční nástroje ve smyslu práva finančního trhu, jež budou vymezeny dále. K tomu blíže viz kupříkladu ESAS WARN CONSUMERS OF RISKS IN BUYING VIRTUAL CURRENCIES. In. esma.europa.eu [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-warn-consumers-risks-in-buying-virtual-currencies>.

<sup>126</sup> Jedná se především o OZ, ZOK či ZISIF a rovněž o související právní předpisy, ale také kupříkladu o zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů a další předpisy.

C Přílohy I MiFID II. Tato i jiná ustanovení MiFID II, shodně s předchozí obdobnou úpravou v MiFID, neužívají spojení investiční nástroje, ale hovoří o finančních nástrojích<sup>127</sup>. Především z důvodu dlouhodobé terminologické konzistence a srozumitelnosti tohoto pojmu pro adresáty práva ovšem český zákonodárce dlouhodobě užívá spojení investiční nástroj, které ještě před tím označoval jako investiční instrumenty<sup>128</sup>. Z toho důvodu bude v této práci užíván výlučně pojem investiční nástroj i ve vztahu k obsahu právních předpisů unijních, a to ve smyslu shodném se spojením finanční nástroj užívaným v unijních právních předpisech<sup>129</sup>. Označení investiční nástroj (či finanční nástroj) přitom v kontextu historickém nelze považovat za takové, které by bylo českému právu zcela vlastní. V rámci ekonomické a společenské transformace na počátku 90. let postupně došlo k uzákonění celé řady druhů cenných papírů, jež byly vymezeny především, nikoliv však výlučně v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech<sup>130</sup>. Tyto byly po určitou dobu v zásadě jedinými druhy finančních investičních nástrojů vymezených v právním řádu ČR. V průběhu uvedené dekády doznala množina cenných papírů v českém právním řádu řady změn, stále je však bylo možné označit za jediné druhy instrumentů obchodovatelné na tuzemském finančním trhu. Až s postupnou implementací právních předpisů EU související s přípravou ČR na vstup do EU, začal tuzemský zákonodárce užívat nejprve spojení investiční instrumenty, které bylo později „počestěno“ na investiční nástroj.<sup>131</sup> Pojem investiční nástroj, stejně jako jeho dílčí podkategorie, je proto s ohledem na uvedené vždy potřeba vykládat v kontextu evropského práva, jakkoliv to vždy není zcela jednoduché, neboť obsah § 3 odst. 1 ZPKT adaptuje příslušné ustanovení MiFID II na terminologii užívanou českým právním řádem.

---

<sup>127</sup> Respektive spojení „financial instruments“ v angličtině, „Finanzinstrumente“ v němčině či „instruments financiers“ ve francouzštině.

<sup>128</sup> K tomuto blíže viz HUSTÁK, Zdeněk. § 3. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 51-52. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>129</sup> Pojem finanční nástroj je příležitostně užíván rovněž v tuzemských právních předpisech. Není ovšem příliš šťastné, že zde má obsahově jiný význam, než je tomu v unijních právních předpisech, respektive tedy v jejich českém znění. Ustanovení § 19 odst. 1 písm. zk) zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů tak hovoří o finančním nástroji v kontextu obligačních smluv i obligačních cenných papírů, § 2 písm. c) zákona č. 408/2010 Sb., o finančním zajištění pak tento pojem užívá jako souhrnné označení množiny zahrnující cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování a nástroje peněžního trhu, což jsou pouze některé z finančních nástrojů vymezených v MiFID II. Jelikož finanční nástroje ve smyslu unijního práva jsou v rámci českého právního řádu označovány jako investiční nástroje, nicméně proti tomuto přístupu lze ztěži něco namítnout, neboť v důsledku toho není předmětné spojení užíváno duplicitně.

<sup>130</sup> Blíže k historickému kontextu právní úpravy viz například DĚDIČ, Jan, PAULY, Jan. Cenné papíry. Praha: PROSPEKTUM, s. 23-26, ISBN 80-85431-98-X.

<sup>131</sup> K tomuto blíže HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekonstrukci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 109, ISBN 978-80-7400-533-6.



Analýzou ustanovení § 3 odst. 1 ZPKT, které přejímá definice v MiFID II, lze snadno zjistit, že tento neposkytuje taxativní výčet investičních nástrojů, s nimiž lze nakládat v rámci transakcí realizovaných na finančním trhu, ale spíše se snaží v co možná nejširší míře vymezit nástroje, které jsou v praxi na finančním trhu obchodovány, a tyto podřídit relevantní regulaci. Reálná praxe může čas od času odhalit nedostatečnost daného výčtu, proto nelze vyloučit jeho rozšíření v horizontu střednědobém či dlouhodobém<sup>132</sup>. V § 3 odst. 5 ZPKT je naopak najisto stanoveno, že platební nástroje nemohou být řazeny mezi investiční nástroje, a to i přesto, že by jinak splňovaly znaky investičního nástroje<sup>133</sup>. Pokud se nicméně zaměříme na předmětné ustanovení ZPKT, tak v něm lze v zásadě identifikovat pět základních a různě rozsáhlých skupin investičních nástrojů. Jsou jimi tyto: a) investiční cenné papíry, b) cenné papíry kolektivního investování, c) cenné nástroje peněžního trhu, d) derivátové investiční nástroje, e) povolenky na emise skleníkových plynů. Jednotlivé skupiny investičních nástrojů jsou vzájemně prostupné. Konkrétní investiční nástroj tak může v souladu s § 3 odst. 6 ZPKT vykazovat znaky, díky nimž jej je možné zařadit do více než jedné uvedené skupiny. Může tak podléhat kombinaci povinností stanovených jinak pouze pro konkrétní skupinu investičních nástrojů. Je také vhodné upozornit na skutečnost, že ne všechny investiční nástroje je v praxi s ohledem na jejich povahu možné vydat a evidovat v zákonem vymezené evidenci investičních nástrojů, byť alespoň v rovině teoretické je toto přípustné prakticky u všech. Níže si zevrubně vymezíme základní charakteristiky uvedených skupin investičních nástrojů<sup>134</sup>.

---

<sup>132</sup> Tak tomu ostatně bylo v případě povolenek na emise skleníkových plynů, u nichž byla s ohledem na rozsah jejich obchodování a některé tržní praktiky na spotových trzích identifikována potřeba jejich podřazení pod příslušnou veřejnoprávní regulaci. Proto při tvorbě směrnice MiFID II došlo k jejich zařazení do množiny investičních nástrojů. K tomuto blíže HUSTÁK, Zdeněk. § 3. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 57-58. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>133</sup> ZPKT neposkytuje definici pojmu platební nástroj, v kontextu zákona č. 370/2017 Sb., o platebním styku lze nicméně mezi tyto zařadit mimo jiné směnky, šeky, platební karty, akreditivy apod.

<sup>134</sup> Téma klasifikace investičních nástrojů dle ZPKT, respektive finančních nástrojů dle MiFID II, je v české i zahraniční odborné literatuře již poměrně komplexně zpracováno, dále proto tato práce poskytne pouze rámcový vhled do dané problematiky. Detailněji k tomuto tématu viz HUSTÁK, Zdeněk. § 3. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 51 a násl. ISBN 978-80-7400-433-9 respektive HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 130, ISBN 978-80-7400-533-6, dále pak LIEVERSE, Kitty. The Scope of MiFID II. In. BUSCH, Danny, FERRARINI, Guido. Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR, Oxford: Oxford University Press, 2017, s. 43 a násl., ISBN 978-0-19-876767-1.

### 2.2.1. Investiční cenné papíry

Pravděpodobně nejrozsáhlejší kategorií investičních nástrojů představují investiční cenné papíry<sup>135</sup>. Ustanovení § 3 odst. 2 ZPKT implementující obsah článku 4 odst. 1 bod 44) MiFID II do českého právního řádu blíže specifikuje, že investičními cennými papíry jsou cenné papíry, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu, přičemž následně poskytuje rozsáhlý demonstrativní výčet<sup>136</sup> kategorií investičních cenných papírů:

- a) akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na právnické osobě,
- b) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry, s nimiž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky,
- c) depozitní poukázky představující vlastnické právo k cenným papírům uvedeným v písmenech a) a b),
- d) cenné papíry opravňující k nabytí nebo zcizení investičních cenných papírů uvedených v písmenech a) a b),
- e) cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena hodnotou investičních cenných papírů, měnových kurzů, úrokových sazeb, úrokových výnosů, komodit nebo finančních indexů či jiných kvantitativně vyjádřených ukazatelů.

Aby byl určitý instrument klasifikován jako investiční cenný papír, musí být u něj přítomen prvek možnosti (alespoň teoretické) jej zobchodovat, přičemž charakter a výše protiplnění z takového obchodu již není relevantní. Investičním cenným papírem jsou ostatně i takové instrumenty, které již mají nulovou tržní hodnotu (např. akcie či dluhopisy vydané akciovou společností v konkursním řízení). Podstatným znakem je způsobilost k tomu, být převáděn, a nikoliv prostá způsobilost cenného papíru být předmětem investice, jak by mohlo být mylně dovozeno z celého předmětného slovního spojení. V tomto ohledu může být označení investiční cenné papíry svým způsobem vnímáno jako zavádějící<sup>137</sup>. Ve shodě s jinými autory<sup>138</sup>

---

<sup>135</sup> Anglické znění MiFID II užívá označení „transferable securities“, německé „Übertragbare Wertpapiere“ a francouzské „valeurs mobilières“, z nichž je patrný akcent na prvky převoditelnosti a obchodovatelnosti nežli na samotnou způsobilost k tomu, být předmětem investice. Tomuto tématu se budu věnovat dále v této podkapitole.

<sup>136</sup> Jeho demonstrativní povaha vyplývá z využití výrazu „zejména“, který tento výčet předchází

<sup>137</sup> České znění MiFID II ostatně užívá pojem „převoditelné cenné papíry“, což koresponduje i s termíny „transferable securities“ ve znění anglickém, „Übertragbare Wertpapiere“ ve znění německém či „valeurs mobilières“ ve znění francouzském. Z nich je patrný již zmíněný akcent na prvek převoditelnosti, nikoliv na samotný investiční charakter, jakkoliv spolu tyto budou v drtivé většině případů vzájemně propojeny.

se domnívám, že atribut obchodovatelnosti na kapitálovém trhu z množiny investičních cenných papírů vylučuje investiční nástroje, jejichž životnost (ve smyslu splatnosti) je kratší jednoho roku. Stejně tak lze mít za zřejmé, že absence prvku zastupitelnosti<sup>139</sup> u investičního nástroje není důvodem pro to, aby jej nebylo možné zařadit mezi investiční cenné papíry, na což byly v tuzemské odborné literatuře vyjádřeny protichůdné názory<sup>140</sup>. Toto lze ostatně demonstrovat na příkladu dluhopisu o vysoké jmenovité hodnotě, který bude jediným vydaným daným emitentem. Takový dluhopis, i přesto, že nebude zastupitelný s jinými dluhopisy vydanými tímž emitentem, lze bezpochyby zařadit mezi investiční cenné papíry.<sup>141</sup>

Jakkoliv § 3 odst. 2 ZPKT vymezuje investiční cenné papíry jakožto cenné papíry, je dále nezbytné upozornit na to, že se množina investičních cenných papírů neomezuje pouze na ty instrumenty, které splňují definiční znaky § 514 OZ, a tedy jsou vydány ve formě listiny, s níž je právo spojeno způsobem, že jej nelze po vydání listiny uplatnit ani převést. Nemůže být sporu o tom, že mezi investiční cenné papíry lze zařadit většinu zaknihovaných cenných papírů ve smyslu § 525 odst. 1 OZ. V praxi také bezpochyby dochází i k situacím, kdy se předmětem právních vztahů<sup>142</sup> na území ČR stanou instrumenty vydané dle zahraničního práva, které jinak splňují charakteristické znaky investičního cenného papírů. Proto je nezbytné si uvědomit, že investičními cennými papíry ve smyslu § 3 odst. 2 ZPKT jsou i nástroje emitované dle zahraničního práva, pokud na ně z jakéhokoliv důvodu dopadá jakékoliv relevantní ustanovení ZPKT či jiného českého právního předpisu. Takové investiční cenné papíry mohou být rovněž evidovány v evidenci investičních nástrojů vedené dle českého práva, specificky pak v evidenci samostatné<sup>143</sup>. Spíše na okraj lze doplnit, že naopak ne každý cenný papír ve smyslu § 515 OZ je zároveň investičním cenným papírem. Množina těch, které jimi nejsou, je dokonce poměrně obsáhlá<sup>144</sup>. Stejně tak existují zaknihované cenné papíry, které nelze označit za investiční cenné

---

<sup>138</sup> HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 130, ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>139</sup> Zastupitelnými jsou dle § 516 odst. 1 OZ takové cenné papíry, které jsou vydány tímž emitentem v téže formě a z nichž vznikají stejná práva.

<sup>140</sup> K tomuto srovnej HUSTÁK, Zdeněk. § 3 In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 53. ISBN 978-80-7400-433-9 a HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 131, ISBN 978-80-7400-533-6. Autor této práce se nicméně jednoznačně přiklání k názorům uvedeným ve druhé z uvedených publikací.

<sup>141</sup> SCHAMMO, Pierre. EU Prospectus Law: New perspectives on regulatory competition in securities markets, Cambridge: Cambridge University Press, 2011, 82 s. ISBN 978-0-521-51765-2.

<sup>142</sup> Může kupříkladu docházet k jejich nabytí na základě veřejné či neveřejné nabídky investičních cenných papírů.

<sup>143</sup> Viz část 3.4. této práce.

<sup>144</sup> K tomuto detailněji viz HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 132-134, ISBN 978-80-7400-533-6.

papíry, jakkoliv je jejich množina omezenější. Mohlo by se ale kupříkladu jednat o zaknihované dluhové cenné papíry, u nichž bude stanovena splatnost kratší než 1 rok. Vždy je proto potřeba vnímat skutečnost, že pojmy cenného papíru a zaknihovaného cenného papíru jsou primárně instituty práva soukromého, vytvořené pro účely zjednodušení určitých typů právních vztahů. Koncept investičního cenného papíru je vytvořen primárně pro potřeby regulace finančního trhu<sup>145</sup>, a to tak, aby vymezil a postihl (a to nejlépe plně) množinu nástrojů obchodovaných na finančním trhu. Navíc v situaci, kdy se musí jednat o institut unijního práva postihující různé druhy často velmi rozdílných doktrinárních koncepcí práva cenných papírů napříč právními řády členských států EU i EHS. I s přihlédnutím k této skutečnosti se jeví legislativní definice postavená na výše uvedených obecných znacích převoditelnosti a obchodovatelnosti na kapitálovém trhu a dále na demonstrativním výčtu jejich nejčastějších druhů jako řešení vhodné.

### 2.2.2. Cenné papíry kolektivního investování

Cennými papíry kolektivního investování se v souladu s § 3 odst. 3 ZPKT rozumí cenné papíry, které jsou vydány tuzemským či zahraničním investičním fondem a představují podíl na tomto investičním fondu. Předmětná definice nicméně představuje ne zcela dokonalou transpozici předlohy v MiFID II, a to i přesto, že s účinností od 2. 1. 2018 došlo k její úpravě<sup>146</sup>. Příloha I, oddíl C bod 3 MiFID II totiž hovoří o podílových jednotkách subjektů kolektivního investování, což je spojení o něco obecnější a nepochybně vhodnější nežli označení cenné papíry kolektivního investování. ZISIF upravuje celou řadu pojmenovaných účastnických cenných papírů investičních fondů – podílových listů, akcií, investičních a zakladatelských akcií akciové společnosti s proměnným základním kapitálem, kmenových listů společnosti s ručením omezeným a v neposlední řadě také investičních listů. Podíl na tuzemském i zahraničním investičním fondu ovšem nemusí být reprezentován pouze cenným papírem, ale může se jednat o různé formy práv, podílů či účastí na různých typech investičních fondů, svěřenských fondů, *trustů*, *partnerships* či jiných struktur dle relevantních právních řádů.<sup>147</sup> Dle výkladu konformního s MiFID II je přitom i tyto nezbytné považovat za investiční nástroje, pokud je

---

<sup>145</sup> A to především, nikoliv však výlučně, pro oblast veřejného nabízení a veřejného obchodování takovýchto nástrojů.

<sup>146</sup> Před tímto datem bylo znění tohoto ustanovení následující: „Cennými papíry kolektivního investování jsou zejména akcie investičního fondu a podílové listy.“ Podstatný byl přitom dovětek „zejména“, který výslovně předjímal, že tato množina může zahrnovat i jiné druhy sekuritizovaných podílů.

<sup>147</sup> HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 150, ISBN 978-80-7400-533-6.

u nich zároveň přítomen obecný prvek možnosti je převádět a obchodovat na finančním trhu. Jakkoliv lze při aplikaci teleologického výkladu dojít k závěru, že úmyslem zákonodárce při užití pojmu cenné papíry kolektivního investování bylo i zahrnutí nesekuritizovaných účastí, dle mého názoru tyto následně nelze zahrnout do množiny cenných papírů kolektivního investování v podobě, jak ji vymezuje § 3 odst. 3 ZPKT. Výklad samotného pojmu cenné papíry kolektivního investování by ještě nepochybně bylo možné překlenout aplikací teleologického výkladu, zásadním problémem je ovšem již zmíněná doplňující definice v § 3 odst. 3 ZPKT. Uvedený problém lze demonstrovat na příkladu obchodních podílů na investičním fondu ve formě společnosti s ručením omezeným se sídlem v ČR. Pokud jej bude možné, byť s jistými omezeními, převádět v rámci finančního trhu, pak by měl být řazen mezi finanční nástroje dle MiFID II. Zároveň ale nepatří do žádné kategorie investičních nástrojů vymezených v § 3 odst. 1 ZPKT.

Jistou výkladovou nejistotu může dále působit i to, zda mají být do dané kategorie zařazeny i cenné papíry představující účast na jiných investičních fondech, nežli fondech kolektivního investování ve smyslu § 93 ZISIF, ať už se jedná o fondy standardní či speciální. V tomto ohledu ve shodě s jinými autory<sup>148</sup> lze konstatovat, že se jedná o problém ryze teoretický a nelze akceptovat jiný výklad nežli ten, že tento pojem musí být vnímán široce v tom smyslu, že do této kategorie musejí být řazeny i účasti na fondech kvalifikovaných investorů a samozřejmě zcela logicky rovněž účasti na zahraničních investičních fondech. Což ostatně podporuje nejen příslušná předloha v MiFID II, ale také ustanovení § 3 odst. 3 ZPKT, které jasně hovoří o cenných papírech představujících podíl na tuzemském či zahraničním investičním fondu.

Vymezení cenných papírů kolektivního investování jakožto jedné z kategorií investičních nástrojů v § 3 ZPKT není příliš zdařilé. A bylo by vhodné zvážit reformulaci tohoto institutu *de lege ferenda*. Stávající právní stav může vést k situacím, kdy některé druhy finančních aktiv nebudou klasifikovány jakožto investiční nástroje, i když by měly být. Mimo jiné pak nebude přípustné je evidovat v evidencích investičních nástrojů a nakládání s nimi v situacích, kdy budou majetkem zákazníků svěřeným obchodníkovi s cennými papíry, pak podléhá nižší úrovni ochrany.

---

<sup>148</sup> Tamtéž, s. 151.

### 2.2.3. Nástroje peněžního trhu

Nástroji peněžního trhu jsou krátkodobé investiční nástroje. Bližší vymezení nástrojů peněžního trhu poskytuje § 3 odst. 4 ZPKT, který uvádí, že jimi jsou: „nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu, zejména pokladniční poukázky, vkladní listy a komerční papíry.“ Z přítomnosti částice „zejména“ lze dovést, že uvedený výčet je toliko výčtem demonstrativním, který není uzavřen. Základním znakem těchto investičních nástrojů je tedy jejich příslušnost k sektoru peněžního trhu a dále atribut existence sekundárního trhu pro takové investiční nástroje. Ve shodě s dalšími autory jsem rovněž toho názoru, že se rozhodně nemusí jednat o trh organizovaný, a dokonce ani o trh likvidní<sup>149</sup>. S ohledem na relativně krátkodobou povahu nástrojů peněžního trhu je toto v řadě případů poměrně obtížně dosažitelné. Na naplnění definice v § 3 odst. 4 ZPKT bude postačovat, pokud je předmětný investiční nástroj dostatečně standardním instrumentem v rámci daného trhu. Za nejrozšířenější typ nástrojů peněžního trhu je nejspíše možné považovat tuzemské i zahraniční státní pokladniční poukázky.

### 2.2.4. Derivátové investiční nástroje

Co do rozsahu legální definice představují investiční nástroje uvedené pod ustanoveními § 3 odst. 1 písm. d) až k) ZPKT (které samozřejmě přebírá totožné znění MiFID II) nejpestřejší skupinu. Tyto lze nejlépe charakterizovat jako deriváty, což je termín, který se v příslušných ustanoveních několikrát objevuje. Někdy jsou rovněž označovány jako derivátové investiční nástroje či investiční nástroje derivátového typu<sup>150</sup>. Označení odkazuje na skutečnost, že hodnota předmětného investičního nástroje je plně odvozena (derivována) od jiného aktiva či majetkové hodnoty. Deriváty obecně jsou finančními instrumenty, jež nejsou primárně určeny pro získávání kapitálu. Jedná se naopak o nástroje sofistikovanější, užívané jednak pro účely, přenosu a řízení rizik, nepřímého investování, diverzifikace investic a ve velkém rozsahu samozřejmě rovněž pro spekulativní investice vykonávané především sofistikovanými investory. Hodnota derivátu jako takového se odvíjí od hodnoty jeho podkladového nástroje či aktiva, dále je u derivátu přítomen

---

<sup>149</sup> Tamtéž, s. 156.

<sup>150</sup> Viz například BCPP [online] BURZOVNÍ PRAVIDLA, ČÁST X. - Podmínky přijetí investičních nástrojů derivátového typu k obchodování na Regulovaný trh burzy [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_SP\\_Regulovany\\_trh.pdf](https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Podminky_prijeti_SP_Regulovany_trh.pdf).

prvek budoucího plnění a často (nikoliv však nezbytně vždy) i pákový efekt.<sup>151</sup> Deriváty mají nejčastěji, nikoliv však výlučně, podobu závazkových vztahů, tedy smluv<sup>152</sup> a v důsledku přítomnosti pákového efektu pak má většina derivátů charakter buď pohledávky, nebo dluhu investora vůči emitentovi. Význam derivátů pro finanční trhy především v posledních několika desetiletích zcela zásadně narůstá. Uvedený demonstrativní výčet v ZPKT přitom vyjmenovává nejčastější typy derivátů – opce, futures, swapy, forwardy, finanční rozdílové smlouvy (tzv. *financial contracts for difference*) a samozřejmě dále širokou množinu ostatních nástrojů, které mohou být využity v rámci aktivit na finančním trhu. V praxi není neobvyklé, že derivátové investiční nástroje disponují rovněž znaky investičních cenných papírů. Jak jsem již uvedl, § 3 odst. 6 ZPKT toto výslovně připouští<sup>153</sup>. Derivátový investiční nástroj tedy může být vydán jako cenný papír či zaknihovaný cenný papír, případně i jako zahraniční cenný papír. V samotné praxi českého kapitálového trhu lze kupříkladu identifikovat derivátové investiční nástroje vydané jako zahraniční cenné papíry do hromadné úschovy či dematerializované, což nepochybně souvisí i s tím, že emitenty jsou často zahraniční finanční instituce<sup>154</sup>.

Pro zpřehlednění klasifikace jsou derivátové investiční nástroje v odborné literatuře dále členěny. Jedno z možných rozdělení<sup>155</sup> je do tří základních skupin podle druhu podkladového aktiva, a to: 1) finanční deriváty – tedy investiční nástroje uvedené v § 3 odst. 1 písm. d) až f) ZPKT; 2) komoditní deriváty – tedy investiční nástroje uvedené v § 3 odst. 1 písm. g) až i) ZPKT; a 3) exotické deriváty – tedy deriváty uvedené v § 3 odst. 1 písm. j) a k) ZPKT, které jsou označeny jako exotické proto, že jejich podkladovým aktivem jsou méně standardní druhy aktiv či referenčních hodnot<sup>156</sup>. K tomuto je vhodné doplnit, že jakkoliv § 3 odst. 1 písm. f) ZPKT,

---

<sup>151</sup> Blíže k problematice derivátů z pohledu teorie právní i ekonomické viz například HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 159-172, ISBN 978-80-7400-533-6, KOHAJDA, Michael. Právo kapitálového trhu. In. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 269-273. ISBN 978-80-7552-935-0 nebo REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy, 4. aktualizované a rozšířené vydání, Praha: Grada Publishing, 2014, s. 479-594. ISBN 978-80-247-3671-6.

<sup>152</sup> Právě z toho důvodu u vysokého počtu derivátových investičních nástrojů není jejich vedení v evidenci investičních nástrojů možné nejen z důvodu absence potřeby na straně zainteresovaných subjektů, ale ani po stránce technické.

<sup>153</sup> Samozřejmě v plném souladu s aplikací unijní legislativní předlohy.

<sup>154</sup> Tento fakt lze demonstrovat na skutečnosti, že na tzv. Regulovaném trhu, tedy segmentu regulovaného trhu Burzy cenných papírů Praha, a.s. určeného pro obchodování derivátových investičních nástrojů, jsou obchodovány výlučně nástroje vydané zahraničními finančními institucemi. Emitenty jsou konkrétně společnosti ERSTE GROUP BANK AG a Raiffeisen Centrobank AG.

<sup>155</sup> K tomuto blíže viz HUSTÁK, Zdeněk. § 3 In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 55-56. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>156</sup> U této kategorie derivátů se lze setkat rovněž s o něco jednodušším označením „ostatní deriváty“, což ale na podstatě předmětné klasifikace nic nemění; viz KOHAJDA, Michael. Právo kapitálového trhu. In.

přebíráje přitom plnou dikci MiFID II, vymezuje tzv. finanční rozdílové smlouvy jako zvláštní kategorii derivátových investičních nástrojů, nelze při využití argumentace *a contrario* dovodit, že rozdílové smlouvy (CFD) vztahující se k podkladovým hodnotám nefinančního charakteru (tedy klasicky ceny komodity, ceny energií apod.) nelze označit za investiční nástroje. Opak je pravdou, neboť tyto lze zařadit do otevřené množiny jiných nástrojů. S tímto výkladem ostatně koresponduje i restriktivní přístup evropského orgánu ESMA ve vztahu (nejen) ke komplexní šíři rozdílových smluv nabízených široké investorské veřejnosti<sup>157</sup>.

Ne každý derivát či derivátová smlouva jsou investičním nástrojem spadajícím do definice obsažené ZPKT (respektive v MiFID II), a tedy podléhajícím příslušné veřejnoprávní regulaci. Definice derivátového investičního nástroje má dvě komplexní sady kritérií, jež musí být naplněna. První sada se vztahuje na charakter aktiva či hodnoty, jež jsou podkladovými pro hodnotu takového nástroje. Druhá sada kritérií se pak týká samotného charakteru nástroje. Pokud se týká podkladových aktiv či veličin kvalifikujících derivát do množiny investičních nástrojů, tak jejich výčet je sice skutečně široký a často i značně obecný (investiční cenné papíry, měny, úrokové míry, finanční hodnoty, komodity, klimatické ukazatele, přepravní tarify atd.), jedná se nicméně o výčet uzavřený. Deriváty či derivátové smlouvy vztahující se k hodnotám, které do vymezené množiny nelze zařadit, tedy kupříkladu deriváty vztahující se ke společenským událostem (jako jsou výsledky voleb), obecným veličinám souvisejícím s vývojem ekonomiky (míra nezaměstnanosti, výše HDP), ke sportovním událostem apod., nelze zařadit mezi investiční nástroje ve smyslu jejich definice v MiFID II. Investičním nástrojem nebude ani derivát, jehož podkladovou hodnotou bude například vývoj hospodářského výsledku veřejně obchodovatelné akciové společnosti, jakkoliv by jím byl v případě, že by podkladovým aktivem byla samotná akcie stejné společnosti<sup>158</sup>. Co se týká druhé sady charakteristik derivátového investičního nástroje, je mezi tyto nezbytné řadit naprostou většinu derivátů, u nichž probíhá vypořádání v penězích, vyjma těch, kde k tomuto dochází ve zcela mimořádných situacích (např. v případě zneplatnění předmětné smlouvy). Investičními nástroji jsou dále všechny deriváty, které jsou přijaty k obchodování v rámci tzv. obchodních systémů. U těchto lze říci, že předmětná

---

KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 260-269. ISBN 978-80-7552-935-0.

<sup>157</sup> Více viz ESMA AGREES TO PROHIBIT BINARY OPTIONS AND RESTRICT CFDs TO PROTECT RETAIL INVESTORS. In. [esma.europa.org](https://www.esma.europa.org) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-agrees-prohibit-binary-options-and-restrict-cfds-protect-retail-investors..>

<sup>158</sup> Takovou situaci by nicméně bylo potřeba posoudit v celém kontextu struktury takového derivátu a zohlednit, zda primární motivací toho, proč by byl takto strukturován, není obcházení relevantní veřejnoprávní regulace.



klasifikace vychází ze samé povahy obchodních systémů, neboť zde mohou být obchodovány výlučně investiční nástroje. Mezi derivátové investiční nástroje je ovšem potřeba řadit také ty deriváty, u nichž sice dochází k fyzickému vypořádání (kupříkladu k fyzickému dodání podkladové komodity), ovšem mají znaky derivátových investičních nástrojů, tedy kupříkladu u nich může za vymezených podmínek docházet k vypořádání v penězích<sup>159</sup>. Mezi derivátové investiční nástroje je s největší pravděpodobností nezbytné řadit rovněž naprostou většinu tzv. finančních derivátů, u nichž dochází k fyzickému vypořádání, ovšem podkladovým aktivem je jedna či více měn. Jakkoliv se jedná o nástroje, které slouží především pro zajištění transakcí na peněžních trzích, z obsahu předmětných ustanovení ZPKT a MiFID II toto jednoznačně vyplývá. Jiná situace bude u tzv. kryptoměn či kryptoaktiv, tedy elektronických směnných nástrojů. U těchto se nejedná o akceptované měny<sup>160</sup>, ale naopak o jiné formy nehmotných aktiv. Deriváty, u nichž probíhá fyzické vypořádání závazku a jejichž podkladovým aktivem jsou kupříkladu kryptoměny či tokeny (pokud takový token neponese charakteristické rysy investičního nástroje), nebudou investičními nástroji, pokud zároveň nebudou vydány např. ve formě investičního cenného papíru.<sup>161</sup>

Dle soukromoprávní úpravy účinné do 31. 12. 2013<sup>162</sup> bylo vydávání derivátů poměrně komplikované. S ohledem na jejich specifickou povahu byly závazky vyplývající z derivátů řazeny pod režim sázky, což dluhům z těchto smluv dávalo charakter naturální obligace. V důsledku toho byly v praxi nevymahatelnými a užití takového nástroje postrádalo pro praxi finančního trhu smysl. Na toto reagoval zákonodárce ve § 2879 a § 2880 OZ<sup>163</sup>. Obecný doktrinální princip podřízení derivátů režimu sázky, který vychází především z judikatury, zůstal zachován. První uvedené ustanovení nicméně vyňalo z režimu sázek a her závazkové vztahy obsahující ujednání o dodávce movité věci, jež jsou ujednány v souvislosti s podnikáním

---

<sup>159</sup> K tomuto blíže kupříkladu ESMA [online], Final Report - ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, s. 399 a násl. [cit 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569\\_final\\_report\\_-\\_esmas\\_technical\\_advice\\_to\\_the\\_commission\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf).

<sup>160</sup> V průběhu posledních několika let hned několik zemí oznámilo úmysl vytvořit vlastní národní kryptoměnu, která by byla příslušným způsobem uzákoněna a zapojena do mezinárodního peněžního trhu. Ke dni dokončení této práce nicméně autor neměl k dispozici informace o tom, že by existovala jakákoliv kryptoměna vytvořená či garantovaná státem, mající tedy po právní stránce charakter měny.

<sup>161</sup> HERBST, Jonathan, LOVEGROVE, Simon. A Practitioner's Guide to MiFID II, 2nd Edition, London: Thomson Reuters, s. 33-34, ISBN 978-0-414-02685-8.

<sup>162</sup> Tedy právní úprava obsažená v § 845 zákona č. 40/1964 Sb., občanský zákoník.

<sup>163</sup> K předmětným ustanovením blíže HANDLAR, Jiří. § 2879 a § 2880. In. HULMÁK, Milan a kol. Občanský zákoník VI – Závazkové právo, Zvláštní část (§ 2055-3014), Praha: C.H. Beck, 2014, s. 1474-1476, ISBN 978-80-7400-287-8 případně DVOŘÁK, Bohumil. § 2879 a § 2880 In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 2803-2804. ISBN 978-80-7400-653-1.

smluvních stran. Ustanovení § 2880 OZ pak z režimu sázek vyjímá smlouvy uzavřené na komoditní burze, na regulovaném trhu či v mnohostranném obchodním systému a rovněž smlouvy uzavřené mezi podnikateli, jejichž předmětem je investiční nástroj vymezený v § 3 odst. 1 ZPKT. Ustanovení § 2880 OZ nicméně z důvodu, který není příliš jasný, nezmiňuje smlouvy uzavřené v organizovaném obchodním systému. Dále nedokonale reflektuje skutečnost, že deriváty mohou být vydány jako investiční cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaný trh či mnohostranný obchodní systém, ovšem k jejich převodům (ve formě OTC transakcí) a úpisům dochází zhusta mimo tyto trhy. To přitom opět může negativně ovlivnit vymahatelnost závazků vyplývajících z těchto obchodů. Dle mého názoru tak v praxi stále přetrvává právní nejistota vztahující se k distribuci a nakládání s těmito nástroji, které přitom nepochybně mají v rámci finančního trhu své opodstatnění. Výsledkem je tak stav, při kterém je pro účastníky finančního trhu snazší využít struktur zahraničních právních řádů.<sup>164</sup>

### 2.2.5. Povolenky na emise skleníkových plynů

Velmi specifickou kategorií investičních nástrojů představují povolenky na emise skleníkových plynů, tedy tzv. emisní povolenky. To je ostatně důvod, proč byly v rámci této klasifikace investičních nástrojů umístěny do zcela samostatné skupiny. Článek 3 písm. a) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/87/ES ze dne 13. října 2003 o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství emisní povolenky vymezuje jako: „*povolení vypouštět jednu tunu ekvivalentu oxidu uhličitého po specifikované období*“, aniž by blíže specifikoval jejich právní povahu. MiFID emisní povolenky mezi investiční nástroje neřadil, nakládání s nimi nepodléhalo ani jiné regulaci. Negativní zkušenost s řadou podvodných praktik na spotových trzích s emisními povolenkami nicméně vedla k tomu, že tyto byly zahrnuty mezi investiční nástroje tak, aby byla zajištěna vyšší míra integrity i regulovanosti jejich obchodování<sup>165</sup>. Ve shodě s jinými autory nelze dojít k jinému závěru, než že emisní povolenky jednoznačně nejsou cenným papírem ani zaknihovaným cenným papírem. Lze je ovšem klasifikovat jako nehmotné věci, respektive jako nehmotná práva ve smyslu § 496 odst. 2 OZ.

---

<sup>164</sup> Tomuto tématu jsem se věnoval detailně v rámci samostatného článku vycházejícího z předchozího příspěvku na mezinárodní odborné konferenci Soukromé a veřejné v soudobém právu konané ve dnech 5. – 7. října 2016. Čtenář proto může blíže srovnat MAZANEC, Luboš. Vybraná ustanovení nového občanského zákoníku ve světle práva kapitálového trhu, 2015, roč. 24, supplementum, s. 87-93. ISSN 1801-6006.

<sup>165</sup> Recital 11 MiFID II.

Z pohledu tématu této práce jsou emisní povolenky specifické z toho důvodu, že k jejich vydání, evidování, převodů i zrušení slouží zvláštní rejstříky, které jsou provozovány v souladu se zákonem č. 383/2012 Sb., o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů<sup>166</sup>, respektive dle obdobných zahraničních předpisů. Vydávány jsou přímo na účty subjektů oprávněných k jejich nabytí. Rejstřík povolenek na emise přitom není evidencí investičních nástrojů ve smyslu českého práva, ačkoliv povolenky jako takové lze z mého pohledu jednoznačně označit jako dematerializované investiční nástroje. Uvedený legislativní přístup tak resultuje ve stav, kdy je zřízen další a poměrně specifický elektronický registr investičních nástrojů. Způsob jeho vedení je přitom pozitivním právem upraven s výrazně nižší mírou detailnosti, než je tomu v případě evidence investičních nástrojů. S ohledem na skutečnost, že v souladu s § 8 odst. 2 zákona č. 383/2012 Sb. lze emisní povolenky následně převést na další osoby, mohou být tyto převedeny na obchodníka s cennými papíry či na centrálního depozitáře, kteří následně ve vztahu k daným emisním povolenkám povedou předmětnou evidenci. Spíše na okraj pak lze doplnit, že emisní povolenky mohou být a také v praxi často jsou podkladovým aktivem derivátových investičních nástrojů<sup>167</sup>. Takové investiční nástroje jsou již zcela přirozeně klasickými investičními nástroji, které mohou být vydány jak ve formě fyzické (tj. písemná smlouva či cenný papír), tak mnohem častěji do evidence investičních nástrojů.

## 2.2.6. ICOs a kryptoaktiva

Kryptoměny, obecněji pak tokeny, kryptoaktiva či naopak úžeji kryptocenné papíry (nadále budu užívat obecnější termín kryptoaktiva, který se pro tento účel zdá vhodný<sup>168</sup>), stejně jakož i modely jejich distribuce ve formě tzv. *Initial Coin Offerings* (tj. zkráceně ICOs, čili doslovně veřejné nabídky digitálních mincí) se staly fenoménem posledních let. S ohledem na jejich povahu, způsob distribuce a následné držení je přitom nelze v této práci pominout,

---

<sup>166</sup> Přičemž tento zákon zapracovává do českého právního řádu relevantní právní předpis EU, konkrétně tedy Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2003/87/ES ze dne 13. října 2003 o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství a o změně směrnice Rady 96/61/ES

<sup>167</sup> Důvodem může být samozřejmě nejen zajištění proti změnám cen emisních povolenek, ale také standardní finanční spekulace.

<sup>168</sup> Toto označení je zvoleno také proto, že jej opakovaně užívá ve svých materiálech ESMA jakožto souhrnného označení, srovnej například Advice - Initial Coin Offerings and Crypto-Assets. In. esma.europa.eu [online]. s. 4. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/crypto-assets-need-common-eu-wide-approach-ensure-investor-protection>.

jakkoliv jsou samy o sobě předmětem rozsáhlých samostatných prací. Kryptoaktiva v zásadě představují elektronické záznamy představující samy o sobě transakční nástroj (jak je tomu v případě tzv. kryptoměn) či reprezentující určité právo svého držitele, přičemž tyto záznamy jsou zapsány a převáděny v různých robustních databázích založených na využití kryptografie a technologie tzv. decentralizovaného registru (distributed ledger technology – DLT). Z pohledu této práce je relevantní především druhá uvedená množina, neboť tato se svou povahou blíží dematerializovaným cenným papírům. Materiální blízkost je v řadě případů dokonce taková, že otevírá prostor diskusím, zda se nejedná o převoditelné cenné papíry či jiný druh investičního nástroje<sup>169</sup>. Navíc v případě tohoto typu aktiv je klíčovým prvkem jejich převoditelnost na sekundárních tržních platformách, které nejen že tradiční burzy připomínají, ale často se tak samy označují. To pak resultuje v situaci, kdy v některých jurisdikcích je distribuce těchto forem aktiv podřízena regulaci finančního trhu<sup>170</sup>, či je velmi dramaticky omezena<sup>171</sup>. Objektivně je ale potřeba přiznat, že nejen v ČR, ale i v řadě dalších zemí zákonodárce poměrně rozumně vyčkává na další vývoj segmentu ICOs a aktivit spojených s distribucí kryptoaktiv, a to obvykle s motivací nepoškodit tento stále ještě relativně mladý segment regulatorní činností.<sup>172</sup>

Otázkám spojeným s klasifikací kryptoaktiv je v rámci tuzemské odborné literatury<sup>173</sup> i v odborných periodikách<sup>174</sup> věnováno několik různě rozsáhlých pojednání. Jakkoliv se jejich závěry v dílčích aspektech liší, shodují se nicméně v tom, že uvedené druhy finančních aktiv nelze klasifikovat jako „tuzemské“ cenné papíry<sup>175</sup> či zaknihované cenné papíry. Velmi detailně se této problematice věnuje rovněž již zmiňovaná ESMA, přičemž na unijní úrovni lze

---

<sup>169</sup> Z dotazníkového šetření provedeného ESMA nicméně vyplynulo, že legislativní či doktrinární vymezení minimálně v některých členských státech EU klasifikuje některé druhy kryptoaktiv jakožto převoditelné cenné papíry, případně alespoň jako jiné druhy investičních nástrojů; blíže viz Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs. In. esma.europa.eu [online]. S. 5 a násl. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/crypto-assets-need-common-eu-wide-approach-ensure-investor-protection>.

<sup>170</sup> Jak je tomu kupříkladu ve Spojených státech.

<sup>171</sup> Kupříkladu v Číně.

<sup>172</sup> K tomuto problému blíže Advice - Initial Coin Offerings and Crypto-Assets. In. esma.europa.eu [online]. 49 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/crypto-assets-need-common-eu-wide-approach-ensure-investor-protection>.

<sup>173</sup> MIKULA, Ondřej. § 514. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, 548 s. ISBN 978-80-7400-653-1.

<sup>174</sup> Spíše namátkou lze zmínit DĚDIČ, Jan, ŠOVAR, Jan, MIKULA, Ondřej. Proč podle českého soukromého práva nelze uvažovat o (ICO) tokenech jako o cenných papírech, Právní rozhledy: časopis pro všechna právní odvětví, Praha: C.H. Beck, 2018, č. 15-16, s. 554. ISSN 1210-6410 či NĚMEC, Libor, TORNOVÁ, Jarmila. K Právní regulaci kryptoměn, díl I, Právní rádce, Praha: Economia, 2018, roč. 26, č. 6, s. 46-47. ISSN 1210-4817.

<sup>175</sup> Osobně jsem přítom toho názoru, že za určité konstelace by takový druh digitálního aktiva mohl být vydán jakožto cenný papír, kdy nosičem, s nímž by byla práva spojena, by místo listiny byla právě určitá forma nosiče dat, která by umožňovala realizaci převodů, zástavních práv apod. Jsem si ale vědom toho, že se jedná o poměrně sporný pohled na věc, který navíc vyvolává celou řadu navazujících otázek.

předpokládat nárůst zájmu i případné normotvorby. Detailnější zpracování problematiky postrádá pro účely této práce opodstatnění, respektive by omezilo prostor, který má být věnován tématům výrazně relevantnějším. Za podstatné tak v zásadě považuji dvě roviny. Tou první je klasifikace určitého typu či více typů kryptoaktiv mezi legální investiční nástroje. K tomu může dojít jak doktrinálně, tak i legislativními změnami. V takovém případě budou následně tato aktiva moci vstupovat do sféry evidencí investičních nástrojů, v první řadě především z titulu úschovy a správy majetku zákazníků regulovaných subjektů. S tímto pak integrálně souvisí rovina druhá, spočívající vlastně v přesném opaku problému prvního. Tedy jak reagovat na situace, kdy se adresáti práva místo snahy podřadit technologické inovace pod stávající koncepty (tj. v uvedeném případě pod množinu legálních investičních nástrojů), naopak rozhodnou aplikovat nové technologie na existující právní instituty. To lze konkretizovat na zcela reálných úvahách směřujících k možnostem převedení evidencí určitých druhů investičních nástrojů právě na nová technologická řešení založená na DLT, či obecněji na možnost využití těchto technologií v činnostech centrálních depozitářů a dalších významných schovatelů. Pokud se s tímto dokáže doktrína i praxe odpovídajícím způsobem vypořádat, pak možná nebude ani relevantní řešit, zda určitý druh tokenu je či není zaknihovaným cenným papírem, nebo širěji investičním nástrojem, neboť za využití podobných podmínek a nástrojů bude možné vydávat aktiva, která budou příslušnou legislativní definici naplňovat zcela cíleně, a to za využití technologií, které mohou být v mnoha ohledech efektivnější nežli řešení stávající. K této problematice se nicméně vrátím v části věnované úvahám *de lege ferenda*. A to z toho důvodu, že ji lze odpovídajícím způsobem uchopit až poté, co bude detailně analyzována stávající právní úprava evidence investičních nástrojů.

### **2.3. Cenné papíry a zaknihované cenné papíry**

Instituty cenného papíru a zaknihovaného cenného papíru a jejich soukromoprávní úprava představují zcela fundamentální prvek pro obecné fungování zákonem upravených evidencí investičních nástrojů. V této podkapitole proto budou oba uvedené právní pojmy stručně vymezeny, a to navzdory faktu, že se jedná primárně o instituty práva soukromého. Považuji to za důležité z řady důvodů, mimo jiné proto, že zákonodárce v určitých případech nedokonale reflektuje skutečnost, že mezi cennými papíry (a zaknihovanými cennými papíry) na straně jedné a investičními nástroji na straně druhé není automatický překryv, ale že se z povahy

obou institutů jedná o kategorie, které se pouze vzájemně prolínají a doplňují. Pozornost přitom budu věnovat primárně aspektům z pohledu fungování evidence investičních nástrojů.

### 2.3.1. Cenné papíry a imobilizované cenné papíry

Kořeny institutu cenných papírů sahají do starověku a lze je identifikovat již v římském právu. Cenné papíry obecně jsou ryze právním konstruktem, který vznikl a následně byl v právním řádu často a průběžně modifikován v návaznosti na existující společenskou poptávku. Tak je tomu ostatně dodnes. Není přitom bez zajímavosti, že některé druhy cenných papírů (směnky a šeky) byly součástí i právního řádu Československa v období let 1948-1989, jakkoliv v něm byla celá řada jiných institutů integrálně souvisejících s tržní ekonomikou potlačena. To bezpochyby indikuje jejich společenský význam, jakkoliv samozřejmě platilo, že kategorie cenných papírů v tehdejších zákonodárstvích rozvíjena nebyla.

V souvislosti se společenskou a ekonomickou transformací v 90. letech se významně rozvinuly oblasti využití cenných papírů, právní řád ovšem tyto vymezoval pouze ve formě demonstrativního výčtu, takže definice cenného papíru byla dána především doktrinárně. Legální definice cenného papíru tak byla zavedena na základě dlouhodobého požadavku ze strany právní praxe v rámci rekonstrukce soukromého práva. Konkrétně tedy v § 514 odst. 1 OZ, jenž cenný papír vymezuje jako listinu<sup>176</sup>, s níž je právo (častěji ale samozřejmě soubor práv) spjato způsobem, který po vydání takové listiny znemožňuje bez ní právo uplatňovat či převádět. Standardně se tedy hovoří o inkorporaci práv do cenného papíru či o jejich sekuritizaci. Cenné papíry jsou věcmi v právním slova smyslu, a to díky přítomnosti hmotného prvku, který je ovšem toliko a pouze nosičem předmětného práva a informací vztahujících se k cennému papíru<sup>177</sup>. Skutečná hodnota nespočívá v ceně hmotného substrátu, ale v hodnotě

---

<sup>176</sup> Kloním se k názorovému proudu, který rozhodně nelze označit za převažující v doktríně, vykládající pojem listina ve smyslu nosiče práv vykládat širěji. A to tak, že vydání cenného papíru (tedy nikoliv pouze zaknihovaného cenného papíru) je možné i v elektronické podobě, pokud tato umožní dostatečnou identifikaci cenného papíru pro účely jeho funkce legitimační i průkazní, inkorporaci práv a jejich dostatečné sepjetí s nosičem, jakož i prvek nemožnosti převodů bez určité formy předání předmětného nosiče. Obdobný názor vyslovil mimo jiné i Aleš Smutný, viz SMUTNÝ, Aleš. § 525. In: MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 413. ISBN 978-807502-003-1. Opačný názor zastává DĚDIČ, Jan, ŠOVAR, Jan, MIKULA, Ondřej. Proč podle českého soukromého práva nelze uvažovat o (ICO) tokenech jako o cenných papírech, Právní rozhledy: časopis pro všechna právní odvětví, Praha: C.H. Beck, 2018, č. 15-16, s. 554-556. ISSN 1210-6410.

<sup>177</sup> Spíše na okraj lze doplnit, že v praxi je tato listina zcela přirozeně rovněž nosičem prvků zcela nesouvisejících s cenným papírem, jimiž mohou být především různé ochranné prvky bránící padělání, také jakékoliv doplňující informace o emisi cenných papírů a jejím emitentovi či grafické nebo estetické prvky.

inkorporovaných práv, jež jsou předurčena k tomu nést osud jejich nosiče a s tímto případně i zaniknout (vyjma případů, kdy dojde k tzv. umoření). Právní řád vymezuje řadu druhů tzv. pojmenovaných cenných papírů (např. akcie, dluhopisy, podílové listy, ale i směnky, šeky atd.), vedle nich nijak nelimituje účastníky právních vztahů ve vydávání tzv. nepojmenovaných cenných papírů. Vedle toho mohou být cenné papíry klasifikovány podle celé řady kritérií<sup>178</sup>.

Cenné papíry mohou být vydávány ve formě na doručitele, na řad a na jméno. Forma cenného papíru ovlivňuje především způsob, jakým je tento převáděn. Forma cenných papírů má následně významný vliv na jejich zastupitelnost, tedy vzájemnou nahraditelnost, neboť § 516 odst. 1 OZ výslovně stanoví, že zastupitelnými jsou: „*cenné papíry téhož druhu vydané týměž emitentem v téže formě, z nichž vznikají stejná práva*“. Větší počet zastupitelných cenných papírů může být také nahrazen tzv. hromadnou listinou. Ta sama o sobě není zvláštním druhem cenného papíru, ale skutečně pouze náhražkou většího počtu cenných papírů. Tímto způsobem může být usnadněno jak vydávání vysokého počtu cenných papírů, tak i jejich následná úschova. Zároveň je zcela na vůli vlastníka hromadné listiny, zda nepožádá o výměnu hromadné listiny za jednotlivé cenné papíry (§ 524 odst. 2 OZ), čímž je emitent postaven do situace, při níž bude povinen kdykoliv po dobu existence předmětné emise zajistit výměnu hromadné listiny za jednotlivé cenné papíry.

Cenné papíry i hromadná listina nahrazující zastupitelné cenné papíry mohou být předmětem úschovy či hromadné úschovy, jejímž smyslem je zjednodušení záležitostí spojených s vlastnickým právem investorů a s existencí cenných papírů obecně. Pokud jsou cenné papíry předmětem hromadné úschovy přímo z rozhodnutí emitenta a jsou rovnou vydávány do sféry subjektu oprávněnému k poskytování tohoto druhu služby<sup>179</sup>, jsou v ustanovení § 2413 odst. 1 OZ označovány jako imobilizované cenné papíry. Je vhodné doplnit, že může z rozhodnutí emitenta dojít rovněž k imobilizaci již vydaných cenných papírů. Ačkoliv v takovém případě nedochází k jejich vydání do sféry schovatele, ale postupuje se dle ustanovení § 93a ZPKT, lze i zde po dokončení daného procesu užívat označení imobilizované cenné papíry. Imobilizace cenných papírů je pomyslným mezistupněm mezi existencí ve formě listiny (hmotného substrátu) a jejich dematerializací. Zatímco v případě dematerializace jsou cenné papíry vydávány a existují čistě v nehmotné podobě, u imobilizovaných cenných papírů zůstává prvek

<sup>178</sup> K tomuto vliže například viz PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, s. 54 a násl. ISBN 978-80-7552-421-8.

<sup>179</sup> Tedy subjektu oprávněnému k poskytování investiční služby de § 4 odst. 3 písm a) ZPKT.

hmotného nosiče zachován, pouze je úschovou do značné míry upozaděn. Zásadním prvkem pro charakter imobilizace je způsob, jakým zákon či emitent v souladu s § 2413 odst. 2 OZ v emisních podmínkách dané emise cenných papírů upraví možnost vydání jednotlivých cenných papírů z hromadné úschovy jejich vlastníkům. Tato možnost může být poskytnuta bez omezení, podmíněna splněním určitých podmínek, či zcela vyloučena. Pokud emitent možnost vydání z hromadné úschovy zcela vyloučí, jedná se o režim velmi blízký dematerializaci a na takto imobilizované cenné papíry přiměřeně aplikován právní režim zaknihovaných cenných papírů (§ 2414 OZ). Aplikace tohoto režimu pro způsoby nakládání s imobilizovanými cennými papíry, pro jejich převody a přechody, zřízení zástavních práv apod. Ve shodě s názory jiných autorů<sup>180</sup> se domnívám, že právní režim zaknihovaných cenných papírů, mimo jiné tedy i povinnost vést evidenci emise, je potřeba aplikovat obdobně i u těch emisí, kde možnost požadovat vydání jednotlivého cenného papírů z hromadné úschovy vyloučena nebude.<sup>181</sup> K imobilizaci (tuzemských) cenných papírů také může dojít za využití zahraničního schovatele. I v takovém případě se na hromadnou úschovu sice aplikují relevantní ustanovení § 2413 a § 2414 OZ, nikoliv však režim úschovy dle OZ, ani relevantní ustanovení ZPKT (především pak § 93a ZPKT). Zahraniční úschova totiž bude předmětem zahraniční právní úpravy.

### 2.3.2. Zaknihované cenné papíry

Zaknihované cenné papíry jsou legislativním odrazem objektivní poptávky po možnosti dematerializace cenných papírů v českém právním řádu<sup>182</sup>. S ohledem na specifický společensko-politický vývoj v tehdejší Československu přitom jejich legislativní koncept nevznikl postupně a evolučně, ale byl zaveden až zákonem č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, účinným od 1. 1. 1993. Tento zákon představoval první ucelenou kodifikaci norem věnovaných problematice cenných papírů. Později byla podstatná část jeho obsahu věnovaná zaknihovaným cenným papírům přesunuta do ZPKT, aby byla v souvislosti s rekodifikací českého soukromého práva s účinností od 1. 1. 2014 vtělena do OZ.

---

<sup>180</sup> Srovnej PIHERA, Vlastimil. § 2414. In. HULMÁK, Milan a kol. Občanský zákoník VI – Závazkové právo, Zvláštní část (§ 2055-3014), Praha: C.H. Beck, 2014, s. 768. ISBN 978-80-7400-287-8

<sup>181</sup> Blíže k tématu imobilizovaných cenných papírů viz například PIHERA, Vlastimil. § 2413 a § 2414. In. HULMÁK, Milan a kol. Občanský zákoník VI – Závazkové právo, Zvláštní část (§ 2055-3014), Praha: C.H. Beck, 2014, s. 766-769. ISBN 978-80-7400-287-8 či ŠOVAR, Jan. § 2412 a § 2414. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, 3053 s. ISBN 978-80-7400-653-1.

<sup>182</sup> Obecně k tendenci imobilizace a dematerializace cenných papírů rovněž viz část 1.1.5. této práce.



Stávající definici zaknihovaného cenného papíru lze nalézt v § 525 odst. 1 OZ, dle nějž jsou základními atributy zaknihovaného cenného papíru tyto: a) inkorporace práva či souboru práv, které jsou obecně způsobilé k tomu být vtěleny do cenného papíru (listiny); b) vydání ve formě zápisu do příslušné evidence, c) nemožnost tento převádět jinak nežli změnou zápisu v této evidenci. Zaknihované cenné papíry jsou věcmi movitými a nehmotnými. Oproti „obyčejným“ (tj. listinným) cenným papírům, u nichž jsou práva sekuritizována do fyzického nosiče informací, u zaknihovaných cenných papírů hmotný substrát chybí, takže práva jsou inkorporována rovnou do záznamu v příslušné evidenci. Nemohou existovat mimo rámec dané evidence, vyjma zcela specifických případů, kdy dojde k jejich přesunu do jiné zákonem akceptované evidence<sup>183</sup>. V teoreticko-právní rovině lze důvodně diskutovat o vhodnosti užití výrazu „papír“ v jejich označení. Objektivně se přitom jedná o spojení, která jsou v právním řádu dlouhodobě zažitá, a jejich změna by proto pravděpodobně přinesla velmi zásadní komplikace<sup>184</sup>. Lze tedy z mého pohledu považovat za více než pochopitelné, že nedošlo k jejich úpravě či opuštění v rámci rekodifikace soukromého práva. V souladu s důvodovou zprávou k OZ<sup>185</sup> již zaknihované cenné papíry nelze vnímat jako prostou náhražku (tedy tzv. podobu vydání) cenného papíru, což platilo před rekodifikací, ale jako autonomní institut. To lze dovodit i z § 525 odst. 2 OZ, který uvádí, že: „*ustanovení o cenných papírech se použijí i na zaknihované cenné papíry, ledaže to vylučuje jejich povaha, tento zákon nebo jiný právní předpis*“. Ne všechny druhy cenných papírů jsou vhodné pro zaknihování. U celé řady cenných papírů zákon výslovně zapovídá jejich zaknihování. U některých toto vychází z jejich podstaty<sup>186</sup>, je tomu tak u směnek, šeků či zbožových cenných papírů, u jiných je toto omezení dáno spíše snahou zákonodárce limitovat možnost jejich obchodování<sup>187</sup>. Otázkou nicméně je, jaký smysl má tento přístup zákonodárce ve světle skutečnosti, že stavu obdobnému zaknihování může být dosaženo i cestou imobilizace těchto cenných papírů.

---

<sup>183</sup> V teoretické rovině samozřejmě nelze vyloučit vznik situace, kdy by došlo k poškození či zničení materiální a technické složky předmětné evidence, případně k nenávratné úpravě nebo ztrátě složky obsahové, a to bez možnosti rekonstrukce obsahu evidence. Pak by zaknihované cenné papíry po právní stránce dále existovaly i bez rámce poskytovaného předmětnou evidencí a bylo by nejspíše nutné v souladu s § 525 odst. 2 OZ postupovat způsobem obdobným k umožnění cenných papírů.

<sup>184</sup> Což jako zdůvodnění ostatně výslovně uvádí důvodová zpráva, viz Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012 Sb., s. 134.

<sup>185</sup> Viz Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012 Sb., s. 133 a 134.

<sup>186</sup> Například zemědělské skladní listy mohou být v souladu s § 2 odst. 1 zákona č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech vydány výlučně jako cenné papíry na řad.

<sup>187</sup> Což je nejspíše případ zatímních listů, které v souladu s § 285 odst. 2 ZOK mohou být vydávány výlučně jako cenné papíry na řad, či kmenových listů vydaných společnostmi s ručením omezeným.

V praxi je bezpochyby obvyklé, že jsou zaknihované cenné papíry vydávány ve formě emisí zahrnujících relativně vysoký počet kusů. Proto akcentuje, či dokonce presumuje prvek jejich zastupitelnosti. Tento však není výslovně předepsán, nelze proto souhlasit s názory<sup>188</sup>, že by zastupitelnost měla být u emise zaknihovaných cenných papírů přítomna vždy<sup>189</sup>. Tak tomu nepochybně bylo za právní úpravy platné do 31. 12. 2013, neboť tehdejší § 91 ZPKT výslovně uváděl, že v centrální evidenci cenných papírů mohou být evidovány pouze zastupitelné cenné papíry<sup>190</sup>. Pokud totiž druhá věta ustanovení § 525 odst. 1 OZ výslovně uvádí, že: „*Zaknihované cenné papíry jsou zastupitelné, pokud byly vydány tímž emitentem a pokud z nich vznikají stejná práva*“, pak lze zároveň *a contrario* dovodit, že prvek zastupitelnosti u emise zaknihovaných cenných papírů nemusí být přítomen vždy. Lze plně souhlasit s názorem vysloveným v odborné literatuře, že zastupitelností uvedenou v § 525 odst. 1 OZ je potřeba rozumět zastupitelnost, tedy vzájemnou plnohodnotnou nahraditelnost, v obecném slova smyslu<sup>191</sup>. Tato přítom může být v praxi komplikována řadou okolností či jiných právních skutečností. Pokud například budou jinak zcela totožné emise zaknihovaných dluhopisů vydány pod jiným identifikátorem ISIN<sup>192</sup>, může být praktická aplikace jejich vzájemné zastupitelnosti dosti problematická. Rovněž u dvou jinak totožných emisí, z nichž jedna bude přijata k obchodování na regulovaný trh a druhá nikoliv, lze pro účely zápůjčky obtížně hovořit o jejich plné vzájemné ekvivalenci, jakkoliv je dle mého názoru lze označit v obecné rovině za zastupitelné<sup>193</sup>.

Dále je vhodné upozornit na skutečnost, že dělicí linii mezi skupinami cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů výrazně rozměňuje možnost jejich tzv. přeměny, kdy dochází k transformaci z jednoho na druhý. Tento proces je oboustranný. A především z historických

---

<sup>188</sup> K tomuto srovnej KOHAJDA, Michael. Právo kapitálového trhu. In. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 268. ISBN 978-80-7552-935-0.

<sup>189</sup> Uvedený názor naopak koresponduje s názorem vysloveným Jindřichem Vítkem i Alešem Smutným, viz VÍTEK, Jindřich, § 526. In. LAVICKÝ, Petr a kol. Občanský zákoník I. – Obecná část, Praha: C.H. Beck, 2014, s. 1886, ISBN 978-80-7400-529-9, respektive SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 421. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>190</sup> Předmětné ustanovení ve znění účinném do 31. 12. 2013 tedy výslovně hovořilo o možnosti nahrazení zastupitelných listinných cenných papírů zápisem do centrální evidence cenných papírů.

<sup>191</sup> K tomuto blíže například PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, s. 67. ISBN 978-80-7552-421-8.

<sup>192</sup> ISIN je zkratkou pro mezinárodní identifikátor cenného papíru tzv. International Securities Identification Number, který je stanoven v souladu s mezinárodně stanovenými standardy ISO 6166 a slouží jako nástroj jednoznačné identifikace každé jednotlivé emise investičního nástroje vydané prakticky kdekoli na světě. Více viz ISIN (ISO 6166) - International Securities Identification Number. In. anna-web.org. [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.anna-web.org/standards/isin-iso-6166/>.

<sup>193</sup> Dle mého názoru nicméně nelze atribut veřejné obchodovatelnosti podřadit do množiny práv vznikajících ze zaknihovaného cenného papíru, neboť se jedná o určitou úroveň obecného atributu obchodovatelnosti cenného papíru, jakkoliv z něj vyplývá pro emitenta i vlastníky předmětných cenných papírů řada práv i povinností.

důvodů je v právním řádu zpracován velmi detailně<sup>194</sup>, čímž je ponechán jen úzký prostor pro flexibilitu na straně emitenta i subjektu vedoucího evidenci. Při přeměně v každém případě dochází k poměrně zásadnímu zásahu do postavení vlastníků přeměňovaných cenných papírů či zaknihovaných cenných papírů. Především přeměnu zaknihovaných cenných papírů tak lze s ohledem na význam prvku dematerializace pro některé kategorie investorů vnímat jako poměrně zásadní zásah do postavení jejich vlastníka.

Z hlediska samotného tématu této práce je zásadní především skutečnost, že zaknihované cenné papíry nemohou být vydány a existovat mimo sféru zákonem akceptované evidenci<sup>195</sup>. Musí být vydány na majetkové účty, a to až na výjimky<sup>196</sup> na majetkové účty vedené v centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů, respektive rovněž na účtech v evidencích navazujících na tuto evidenci. Touto evidencí přitom může být nejen evidence tuzemská, ale také zahraniční. Zmíněné legislativní oddělení množin zaknihovaných cenných papírů a cenných papírů se stalo předmětem kritiky ze strany některých autorů<sup>197</sup>, přičemž tato vychází především z pozic doktrinárních. Z mého pohledu nicméně může tento přístup zákonodárce přinést řadu výhod jak pro oblast práva cenných papírů, tak i pro obory spadající do práva finančního. Z pohledu problematiky evidencí investičních nástrojů pak mimo jiné nesvazuje zákonodárce při implementaci jakýchkoliv případných inovativních trendů, které by jinak mohly být limitovány dřívějším legislativním pojetím, kdy byla zaknihovanost toliko a pouze atributem podoby cenného papíru.

## 2.4. Shrnutí

Druhá kapitola práce se zabývala problematikou vymezení investičních nástrojů v kontextu teorie právní a ekonomické, jejich legislativnímu vymezení a také jejich vztahu k institutu cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů, vždy s přihlédnutím k širšímu

---

<sup>194</sup> Konkrétně se jedná o ustanovení § 529 až § 544 OZ.

<sup>195</sup> Ustanovení § 525 odst. 1 OZ výslovně hovoří o příslušné evidenci. Užití tohoto pojmu je dle mého názoru potřeba vykládat v tom smyslu, že tato evidence musí být ustanovena a vedena způsobem stanoveným jinými právními předpisy.

<sup>196</sup> Výjimku tvoří zaknihované cenné papíry kolektivního investování evidované v samostatné evidenci vedené subjektem vymezeným v § 93 odst. 2 ZPKT.

<sup>197</sup> Srovnej PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, s. 121 a 177-185. ISBN 978-80-7552-421-8, ale také SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 412. ISBN 978-807502-003-1, který směřuje kritiku, z mého pohledu naprosto legitimně, na legislativně-technické provedení institutu zaknihovaných cenných papírů.

kontextu problematiky evidence investičních nástrojů. Cílem kapitoly bylo především poskytnout teoretický rámec pro další části této práce. Jednoznačně lze podtrhnout závěr, že ne všechny druhy aktiv, které jsou reálně předmětem transakcí na finančním trhu, případně jsou v teoretické rovině řazeny mezi finanční investiční instrumenty či obecněji investiční aktiva, právní řád klasifikuje jako investiční nástroje. Institut evidence investičních nástrojů pak slouží pouze k zajištění vydání či úschovy a rovněž existence emisí investičních nástrojů. Nemůže tedy sloužit pro jiná aktiva. Stejně tak na organizovaných veřejných trzích mohou být obchodovány výlučně investiční nástroje. V praktické rovině samozřejmě nic nebrání tomu, aby technologické řešení využitě pro vedení evidence investičních nástrojů bylo využito k analytické evidenci o aktivech, které nejsou investičními nástroji.

Mezi „zákonné“ investiční nástroje přitom lze řadit pouze investiční nástroje spadající do některé z kategorií vymezených v § 3 odst. 2 ZPKT investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování, nástroje peněžního trhu, derivátové investiční nástroje a emisní povolenky. Klasifikace je založena na taxativním výčtu nástrojů s určitými základními znaky, z něhož je patrné, že z teoretického hlediska má kategorie investičních nástrojů přesah do oblasti peněžního trhu, jakkoliv je primárně součástí kapitálového trhu. Tuto skutečnost je tedy nezbytné reflektovat při klasifikaci předmětné regulace, jakkoliv to z mého pohledu jednoznačně nebrání zařazení problematiky investičních nástrojů a evidence investičních nástrojů primárně do oblasti práva kapitálového trhu při souběžném reflektování přesahů do oblasti peněžního trhu. *De lege ferenda* je rovněž významná skutečnost, že množiny investičních cenných papírů na straně jedné a cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů na straně druhé je nezbytné vnímat jako z podstatné části se prolínající, nicméně zároveň jako natolik odlišné, že vysoká terminologická shoda v jejich označení může být značně matoucí i pro část odborné veřejnosti. Je nicméně potřeba je vnímat v kontextu právních odvětví, jichž jsou součástí. První uvedené jsou primárně instituty práva soukromého, zatímco v druhém případě se jedná o definici pro účely práva veřejného, konkrétně práva kapitálového trhu. Kriticky lze vnímat rovněž užití spojení cenné papíry kolektivního investování v rámci českého právního řádu, neboť terminologicky nedostatečně koresponduje předloze v evropském právu. Z pohledu způsobu implementace definice investičního nástroje ze směrnice MiFID II tak lze ČR zařadit mezi země, které se snaží o její komplexnější zasazení do terminologie užívané národním právem<sup>198</sup>, kdy na

---

<sup>198</sup> Obdobnou tendenci lze identifikovat kupříkladu v Německu, Rakousku či Polsku.

druhé straně stojí jurisdikce téměř či plně přejímající obsah MiFID II<sup>199</sup>. Oba uvedené přístupy mají nepochybně svá úskalí. V případě ČR nicméně zvolený legislativně-technický přístup vede k tomu, že z mého pohledu není relevantní právní úprava dostatečně eurokonformní.

Zaknihované cenné papíry bezpochyby představují nejvýznamnější množinu investičních nástrojů evidovaných v evidencích investičních nástrojů. Ve vztahu k obsahu dalších kapitol této práce je nicméně významná především existence celé triády cenný papír, imobilizovaný cenný papír a zaknihovaný cenný papír stručně popsaná v třetí části této kapitoly. Přičemž je nezbytné reflektovat skutečnost, že imobilizace individuální emise cenných papírů může mít mnoho specifik. Navíc může být provedena dle pravidel zahraničního právního řádu, k čemuž ostatně v praxi dochází<sup>200</sup>.

---

<sup>199</sup> Jak činí zákonodárce kupříkladu ve Finsku či Estonsku.

<sup>200</sup> Tato varianta nicméně není relevantní pro tuto práci, neboť u takové imobilizace není přítomen prvek evidence investičních nástrojů upravené českým právem. Podmínky imobilizace „českých“ cenných papírů mimo ČR

### 3. Evidence investičních nástrojů

Předchozí kapitola se věnovala tématu investičních nástrojů vymezených v unijní a české legislativě. Právní řád reflektuje jejich specifčnost, pročež vytváří v této práci již opakovaně rámcově popisovaný institut evidence investičních nástrojů. Evidence je primárně registrem, který slouží nejen pro účely vedení investičních nástrojů, ale také pro uchování informací souvisejících s investičními nástroji a právy s nimi spojenými. V této kapitole, kterou lze směle označit za stěžejní část předkládané práce, proto bude detailně představena právní úprava evidence investičních nástrojů. Toto označení je přitom souhrnnou právní definicí pro množinu zahrnující dva druhy evidencí, v nichž mohou být v souladu s českým právem vedeny investiční nástroje, a to konkrétně centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů (dále v této práci bude označována rovněž zkráceně jako „centrální evidence“) a samostatnou evidenci investičních nástrojů (tato bude dále v této práci označována rovněž zkráceně jako „samostatná evidence“)<sup>201</sup>. Jak je nejen v právní vědě obvyklé, bude tato kapitola strukturována tak, že nejprve dojde k představení aspektů obecných, které představuje právní úprava regulující fungování obou druhů evidencí investičních nástrojů, abych se následně věnoval normám povahy speciální, jenž se aplikují pouze na jeden ze dvou konkrétních zákonem pojmenovaných druhů evidence.

#### 3.1. Přístupy ke kategorizaci evidencí investičních nástrojů

V různých zemích světa lze nalézt celou řadu modelů fungování evidencí cenných papírů a jiných investičních nástrojů<sup>202</sup>. Liší se od sebe v mnoha aspektech, jejich základní atribut je ale obdobný. Je jím snaha umožnit nepřímé či zprostředkované držení investičních nástrojů<sup>203</sup>. Po teoretické stránce nicméně lze způsoby vedení evidencí investičních nástrojů rozdělit do několika kategorií, a to v návaznosti na charakteristické rysy zvoleného řešení. Způsob vedení

---

<sup>201</sup> Na oba uvedené druhy evidence pak mohou navazovat tzv. navazující evidence, které s nimi ovšem tvoří jeden funkční celek. Problematice navazujících evidencí se budeme věnovat později v této kapitole.

<sup>202</sup> Budou pro účely této podkapitoly označovány jako evidence investičních nástrojů, protože vhodnější termín lze nalézt jen obtížně. V této podkapitole ovšem uvedené spojení není užito ve vztahu k evidenci investičních nástrojů dle českého právního řádu, ale pro označení jakékoliv formy úschovy či registru investičních nástrojů, které lze nalézt v různých právních rádech.

<sup>203</sup> Jakkoliv tento pojem úzce souvisí s tématem předkládané práce, domnívám se, že jej není potřeba na tomto místě detailněji analyzovat. Jednak proto, že to není nezbytné, a rovněž proto, že tak již dostatečně učinili jiní čeští (VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 66-99. ISBN 978-80-87284-43-8) i zahraniční autoři (z mnoha publikací lze uvést například THÉVENOZ, Luc. Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law, Stanford Journal of Law, Business, and Finance, 2008, Vol. 13, s. 284-354, ISSN 1078-8794).

evidence se totiž může lišit v řadě prvků, kupříkladu tedy v osobě subjektu vedoucího evidenci, v tom, zda je evidence jedné emise vedena jedním či více subjekty, zda je k vedení evidence oprávněn jakýkoliv subjekt, či pouze určitý okruh subjektů, zda existují investiční nástroje z dané emise rovněž mimo sféru evidence, zda je předmětná evidence navázána na další subjekty oprávněné k vedení evidence investičních nástrojů apod. Legislativní vymezení výše popsaných prvků i řady dalších se přitom napříč jednotlivými národními právními řády značně liší.

### 3.1.1. Členění evidencí dle prvku centralizace

Při aplikaci nezbytné míry zobecnění lze nicméně vymezit tři základní legislativní či věcné modely evidencí dle míry přítomnosti prvku jejich centralizace. Jedná se o: 1) jednočlánekovou decentralizovanou evidenci, 2) kombinovanou evidenci, 3) centralizovanou evidenci<sup>204</sup>.

Jednočláneková decentralizovaná evidence je ze své podstaty nejjednodušším možným modelem a také modelem nejstarším. V tomto případě může emitent vydat emisi do své evidence<sup>205</sup>, či do evidence vedené licencovaným subjektem. Alternativně lze uvažovat rovněž o tom, že část investičních nástrojů z dané emise je svěřena emitentem či vlastníky schovateli, který o těchto následně vede evidenci, tedy o případě imobilizace části emise. V evidenci jsou v každém případě obsaženy relevantní údaje o investičních nástrojích z dané emise a jejich vlastních. S investičním nástrojem lze nakládat, především ve smyslu změny vlastnictví, pouze v rámci této evidence. Investiční nástroje jsou vedeny toliko pro jejich konečné vlastníky, do evidence tedy nemají přístup subjekty, které by případně vedly evidence navazující na tuto hlavní evidenci. Atribut decentralizace je v názvu uveden proto, že možnost vedení evidence není v rámci kapitálového trhu rezervována pouze pro jeden subjekt, ale pro širší či neomezený okruh osob. Ze své povahy nicméně tento typ evidence limituje rozsáhlejší obchodování emise na kapitálovém trhu.

---

<sup>204</sup> Tato klasifikace vychází z členění, které sformuloval Jan Pauly pro zaknihované cenné papíry (PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, s. 142-155. ISBN 978-80-7552-421-8). Jakkoliv je toto členění zjednodušené, má své teoretické opodstatnění a lze jej při aplikaci přiměřené míry zobecnění vztáhnout i na evidence všech druhů investičních nástrojů.

<sup>205</sup> Tato varianta nicméně v mantinelech právního řádu ČR připadá v úvahu pouze v případě, že by emitent byl subjektem oprávněným k vedení evidence.

Vícečládková decentralizovaná evidence pak představuje variantu, kdy na evidenci vedenou v první úrovni, která v zásadě stále odpovídá evidenci dle první popsané možnosti, navazují evidence další, vedené dalšími subjekty ve prospěch třetích osob. Evidence již není uzavřeným ostrovem a je více či méně fragmentována. Subjekt vedoucí evidenci na první, nejvyšší úrovni má navíc minimálně u části emise k dispozici pouze identifikaci prostředníků, evidence emise je tak rozdělena mezi více osob. Tento model může mít velmi mnoho dílčích variant, které se liší především podle toho, jaký subjekt vede onu prvotní evidenci. Podstatné nicméně je to, že pozitivní právo nevymáhá koncentraci vedení evidencí všech investičních nástrojů u jednoho specializovaného subjektu, jedná se tedy stále o řešení decentralizované.

Třetí variantu představuje model centralizované evidence. Zde je v rámci daného trhu vymezen pouze jeden subjekt, který je oprávněn k vedení evidencí investičních nástrojů. U tohoto subjektu se tedy koncentrují činnosti související s vydáváním emisí na straně jedné a se správou účtů pro investory na straně druhé. Popsané monopolní postavení také nemusí nezbytně vycházet z pozitivního práva, ale z reálného dominantního postavení daného subjektu na trhu. U tohoto modelu přitom v zásadě může existovat jak jeho varianta jednočládková, tak i varianta vícečládková, kdy na centrální evidenci navazují další evidence vedené k tomuto oprávněnými subjekty.

### **3.1.2. Členění evidencí dle charakteru nepřímé držby**

V odborné literatuře se lze setkat také se členěním evidencí, či lépe řečeno způsoby nepřímé držby investičních nástrojů, které tyto klasifikují dle kritérií souvisejících s legislativním charakterem nepřímé držby cenných papírů, respektive alternativně i jiných investičních nástrojů, tedy dle toho, jak jsou v právním řádu nastaveny vztahy mezi koncovým investorem do investičního nástroje a subjekty, které mu v nějaké formě zprostředkují možnost tento vlastnit či na něm alespoň ekonomicky benefitovat<sup>206</sup>. Lze tedy rozlišovat mezi systémy přímého vlastnictví, u nichž mají koncoví vlastníci evidovaných investičních nástrojů k těmto vlastnické právo a mají tedy přímý vztah s jejich emitentem, byť jej vykonávají zprostředkovaně přes řetězec prostředníků, kteří poskytují své služby na základě vztahů obligačního charakteru.

---

<sup>206</sup> K této problematice detailněji VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 59-63. ISBN 978-80-87284-43-8 a shodně rovněž PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, s. 142 a násl. ISBN 978-80-7552-421-8.



Alternativu pak představují systémy vícevrstevných oprávnění<sup>207</sup>, v jejichž případě disponují věcným právem k účtům, na nichž jsou evidovány investiční nástroje, přímo prostředníci, tedy schovatelé - depozitáři. Tito rovněž mají vztah k emitentovi. Koncoví investoři nicméně mají nárok požívat výnosy a ekonomické výhody vyplývající z investičních nástrojů na základě smluvního vztahu.

Další možný přístup spočívá v členění na evidence transparentní a netransparentní, tedy dle možnosti identifikovat koncového vlastníka investičního nástroje. V případě systémů transparentních (průhledných) lze v evidenci vedené subjektem na nejvyšší úrovni, zpravidla centrálním depozitářem, identifikovat koncové majitele účtů, neboť na těchto jsou evidována přímo jejich práva k investičním nástrojům. Může tomu tak být díky tomu, že jsou v dané evidenci vedeny výlučně zřízené na jméno koncových majitelů, předmětného stavu lze ale nepochybně dosáhnout i jinak.<sup>208</sup> Pokud naopak takto identifikovat koncové vlastníky nelze, hovoříme o systémech netransparentních (či neprůhledných), kdy zápisy o právech koncových vlastníků jsou rozdrobeny mezi dvě či více úrovně evidence nikdy nejsou dostupné na nejvyšší úrovni evidence.<sup>209</sup> V extrémní variantě je na nejvyšší úrovni evidence zapsán jako vlastník jediný subjekt, který stojí na počátku řetězce nepřímé držby a zastupuje všechny konečné vlastníky. Obě uvedené kategorie nicméně mohou mít řadu podvariant. Evidence na nejvyšší úrovni tak kupříkladu nemusí obsahovat výlučně účty vedené na jméno koncových vlastníků, přesto však může být transparence dosaženo prostřednictvím odpovídajícího nastavení výměny informací s evidencemi na nižší úrovni. I v případě výše popsaných transparentních systémů ale funguje snaha a o evidování konečného vlastníka do značné míry pouze vnitrostátně. A narazí ve chvíli, kdy do řetězce nepřímé držby vstoupí zahraniční poskytovatel investičních služeb či správce majetku, především pak ty z anglosaských jurisdikcí.<sup>210</sup>

Třetím kritériem členění pak může být prvek podmíněnosti účinnosti převodu evidovaných investičních nástrojů. Na základě této charakteristiky lze klasifikovat systémy podmíněné a nepodmíněné. V podmíněných systémech je podmínkou účinnosti vzniku práv

---

<sup>207</sup> K těmto bližší například viz VAN HOUTTE, Hans. *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Londýn: Sweet & Maxwell, 1999, s. 70-72, ISBN 0-421-653-809.

<sup>208</sup> Jako příklady aplikace transparentních systémů jsou obvykle uváděny severské země, Řecko či Španělsko. Takto lze klasifikovat ale i český model.

<sup>209</sup> Jako příklady čisté aplikace netransparentních systémů lze pak uvést Spojené státy, Kanadu či Velkou Británii.

<sup>210</sup> PAECH, Philipp. *Market needs as paradigm – breaking up the thinking on the EU securities law*. In: CONAC, Pierre-Henri, SEGNA, Ulrich, THÉVENOZ, Luc (eds.). *INTERMEDIATED SECURITIES: The Impact of the Geneva Convention and the Future European Legislation*, 2013, Cambridge: Cambridge University Press, s. 31-34. ISBN 978-1-10702347-5.

k investičním nástrojům nejen jejich připsání na příslušný majtkový účet, ale také podmínka další, obvykle požadavek na odepsání shodného počtu nástrojů z majtkového účtu převodce. U systémů nepodmíněných naopak pro nabytí vlastnického práva postačuje samotný akt připsání investičních nástrojů na majtkový účet. Odepsání investičních nástrojů z účtu převodce je v takovém případě již pouze úkonem směřujícím ke sjednocení stavu evidence a skutečného právního stavu, nikoliv však úkonem, od něhož se finálně odvíjí účinky převodu.<sup>211</sup>

## 3.2. Principy fungování evidence investičních nástrojů

V této podkapitole se budu věnovat principům, na nichž je v českém právním řádu založeno fungování evidence investičních nástrojů. Jedná se přitom o principy společné jakémukoliv typu evidence investičních nástrojů. Postupně tak bude představena právní úprava majtkových účtů, evidence emise a dalších údajů evidovaných v evidenci, jakož i otázky týkající se právní povahy vztahu mezi subjektem vedoucím evidenci investičních nástrojů, emitenty a vlastníky investičních nástrojů v kontextu českého právního řádu. Velmi rámcově bude analyzována problematika zápisů do evidence a související věcně-právní konsekvence, jakož i otázky další.

### 3.2.1. Obecně o evidenci investičních nástrojů

Evidence investičních nástrojů je specifickým institutem, který tuzemský zákonodárce<sup>212</sup> vytvořil zcela původně za účelem zajištění právního rámce pro existenci zaknihovaných cenných papírů<sup>213</sup>. Původní pojetí sjednocené, tedy centrální evidence, nicméně postupně krystalizovalo do dnešní podoby. Evidence investičních nástrojů je tedy v první řadě zvláštním druhem registru, a to registru legálních investičních nástrojů, tedy těch naplňujících příslušnou definici v § 3 odst. 1 ZPKT<sup>214</sup>. Oproti jiným druhům registrů, které tuzemské pozitivní právo upravuje, jako jsou

---

<sup>211</sup> Popsané případy samozřejmě nelze vztahovat na případy, kdy dochází k prvotnímu (primárnímu) vydání investičního nástroje emitentem na majtkové účty investorů. V tomto případě se obě evidence chovají v zásadě shodně, kdy rozhodným okamžikem pro nabytí vlastnického práva je vydání ve formě připsání na příslušný majtkový účet.

<sup>212</sup> Obdobné druhy registrů, byť se liší v podstatných i méně zásadních detailech, samozřejmě existují i v naprosté většině právních řádů jiných zemí.

<sup>213</sup> Které, jak již v této práci několikrát zaznělo, jsou dematerializovanými cennými papíry v pojetí česko právního řádu.

<sup>214</sup> Která představuje transpozici unijní předlohy ze směrnice MiFID II a již jsem se velmi detailně věnoval v části 2.2. této práce

různé seznamy či rejstříky, má ovšem v mnoha ohledech zcela specifickou povahu. Evidence investičních nástrojů často nemá pouze povahu důkazní a evidenční, ale ve vztahu k vydání zaknihovaných cenných papírů rovněž povahu konstitutivní, kdy zápisem do evidence investiční nástroj vzniká jako samostatný předmět právních vztahů<sup>215</sup>, tedy věc v právním slova smyslu. Stejně tak má zápis do evidence investičních nástrojů konstitutivní povahu ve vztahu k věcným právům k investičním nástrojům, tedy jak pro vznik vlastnického práva a jeho převody, tak i pro zřízení a případné zrušení zástavního práva, vyjma zákonného zástavního práva.<sup>216</sup>

Obecný pojem evidence užívá zákonodárce napříč právním řádem značně diferencovaně, a to kupříkladu ve vztahu k registru fyzických osob<sup>217</sup>, skutečných vlastníků právnických osob, svěřenských fondů<sup>218</sup>, vždy se přitom ale jedná o registry mající toliko primárně roli seznamu (veřejných i neveřejných) se zápisy deklaratorní povahy. Ve zcela jiném kontextu a ve zcela odlišné sektorové legislativě hovoří zákon o daňové evidenci<sup>219</sup>, která má vztah k problematice daňové. Ze samotného užití pojmu evidence<sup>220</sup> proto nelze ve vztahu k institutu evidence investičních nástrojů usuzovat zhora nic, neboť tento prostě nemá legislativně ustálený způsob užití. Právní předpisy soukromého práva, především pak OZ a ZOK, často užívají pojem „seznam“<sup>221</sup> či „rejstřík“<sup>222</sup>. Pojem rejstřík je většinou užíván pro označení registru osob, zatímco pojem seznam slouží k označení registru věcí či práv, neplatí to ale absolutně<sup>223</sup>.

Důvodem užití pojmu evidence se tedy jeví být způsob, jakým terminologicky odlišit tento typ registru od jiných upravených pozitivním právem. O evidenci ostatně hovořil již první tuzemský zákon o dluhopisech, tedy zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech ve znění účinném do 30. 6. 1995, který ve svém § 1 odst. 5 uváděl: *„Vydávat dluhopisy a obchodovat s nimi lze i zaknihováním, čímž se rozumí jejich pouhá evidence v účetnictví. V tomto případě je evidence o stavu a pohybu dluhopisů u emitentů, majitelů a osob oprávněných k obchodování s dluhopisy vedena pomocí výpisů z účtů nebo jiných způsobů vzájemného odsouhlasení stavu a pohybu*

<sup>215</sup> Tak je tomu především v případě zaknihovaných cenných papírů.

<sup>216</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 414. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>217</sup> Viz zákon č. 133/2000 Sb., o evidenci obyvatel a rodných číslech a o změně některých zákonů.

<sup>218</sup> Viz § 118a a § 118b zákona č. 304/2013 Sb., o veřejných rejstřících právnických a fyzických osob.

<sup>219</sup> Viz § 7b zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.

<sup>220</sup> Jednoznačné není ani užití pojmu evidence v rámci sektorových předpisů, kdy např. § 71 ZISIF hovoří o evidenci majetku, která je rovněž evidencí účetní povahy.

<sup>221</sup> Například seznam členů spolku (§ 236 OZ) či seznam společníků, resp. akcionářů (§ 139 ZOK, resp. § 264 ZOK), ale zároveň hojně užívané spojení „veřejný seznam“ sloužící jako označení katastru nemovitostí.

<sup>222</sup> Například veřejný rejstřík právnických osob (§ 120 a násl. OZ), či obecněji veřejný rejstřík, rejstřík zástav apod.

<sup>223</sup> Jak lze demonstrovat na zmíněných příkladech legislativních definic seznamu členů či seznamu společníků.

*těchto dluhopisů.*“ Jakkoliv se zde jednalo o evidenci „méně robustní“, možná se užitým termínem následně zákonodárce inspiroval pro účely ZCP. Již jeho první znění účinné počínaje dnem 1. 1. 1993 totiž hovořilo o nahrazení cenného papíru zápisem do zákonem stanovené evidence. Zákon tak nějakou dobu hovořil o evidenci, která představovala jednotnou evidenci vedenou SCP. Až později zákonodárce od této legislativní koncentrace předmětné činnosti v rukou jednoho subjektu ustoupil, když v prvním znění ZPKT poprvé terminologicky vymezil institut centrální evidence cenných papírů a jejího menšího a limitovaného sourozence, a to samostatné evidence. Deklarovaným cílem byla liberalizace podmínek pro účastníky kapitálových trhů a přiblížení se modelům, které fungují v zemích s vyspělým kapitálovým trhem<sup>224</sup>. Centrální evidence zůstala vyhrazena pro zaknihované cenné papíry, zatímco samostatná evidence byla vytvořena především jako nástroj (v řadě případů povinný) pro vedení záznamů o jiných investičních nástrojích. Do českého právního řádu byl také zaveden institut centrálního depozitáře jakožto osoby soukromého práva, tedy komerčního subjektu, poskytující služby související s vedením centrální evidence. Prostřednictvím několika novelizací pak právní řád dospěl do současného stavu, kdy systém evidencí investičních nástrojů již představuje velmi otevřenou strukturu. Přístup, který ve vztahu k evidencím zákonodárce při tvorbě ZPKT zvolil, byl od samého počátku předmětem kritiky ze strany odborné veřejnosti<sup>225</sup>. Tato kritika přitom nesměřovala pouze na některé dílčí nedokonalosti předmětné právní úpravy, ale i na samou podstatu úpravy evidence investičních nástrojů jakožto institutu, který především v případě zaknihovaných cenných papírů řeší prakticky výlučně otázky vedení záznamů, aniž by neméně zásadní otázky zakotvení vztahů k investičním nástrojům samotným a související otázky soukromého práva. Nikoliv nevýznamná část těchto kritických podnětů má svou relevanci i dnes. Problémem evidence investičních nástrojů je skutečnost, že její základní fundament je stejný již od první poloviny 90. let, kdy byl tento institut v českém právním řádu vytvořen. Evidence investičních nástrojů je totiž primárně pojata jako registr údajů o vlastnících investičních nástrojů a tuto stránku jejího fungování pozitivní právo odpovídajícím způsobem řeší. Odpovídající soukromoprávní aspekty související s nepřímou držbou investičních nástrojů jsou naopak řešeny jen velmi kusým způsobem, či nejsou řešeny vůbec.<sup>226</sup> Zároveň lze ale říci, že lze

---

<sup>224</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb. In: Psp.cz [online]. 2003, s. 15-16. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=4&ct=522&ct1=0>.

<sup>225</sup> PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, 2005, roč. 14, č. 1, s. 22-27. ISSN 1210-6410 či PAULY, Jan. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry, Právník, 2005, roč. 144, č. 8, s. 859-892. V těchto článcích je nicméně dále odkazováno i na statek jiných autorů.

<sup>226</sup> PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, 2005, roč. 14, č. 1, s. 23. ISSN 1210-6410.

identifikovat řadu dílčích situací, které český právní řád řeší způsobem obdobným k úpravám zahraničním<sup>227</sup>. Faktem také je, že řadu výkladových otázek vyřešila judikatura, či se je daří řešit doktrinálně.

Institut evidence investičních nástrojů je v českém právu prakticky od svého počátku založen na několika základních zásadách<sup>228</sup>, které platí pro všechny typy evidencí. Jedná se o tyto:

1) *Zásada soukromého charakteru evidence*, vycházející ze skutečnosti, že vedení evidence nepředstavuje výkon veřejné správy a provádění zápisů do evidence nepředstavuje správní akty. Soukromoprávní charakter evidence platí i v případech, kdy je tato vedena veřejnoprávními subjekty<sup>229</sup>. Tyto subjekty v souvislosti s vedením evidence nevystupují ve vrchnostenské pozici. Jakkoliv tedy na druhou stranu z povahy věci nepodléhají veřejnoprávnímu dohledu, na aplikovatelnosti uvedené zásady soukromého charakteru to nic nemění<sup>230</sup>.

2) *Zásada neveřejnosti evidence*, dle níž jsou veškeré údaje uvedené v evidenci údaji neveřejnými. Evidence není veřejným seznamem ani veřejným rejstříkem, takže ačkoliv jsou v ní zaznamenány informace zásadního významu, především pak údaje vztahující se k vlastnickým právům a jiným věcným právům, tyto nejsou přístupné každému, ať už veřejně, či za úplatu. Přístup k údajům v evidenci má pouze omezený okruh subjektů (emitenti, vlastníci majetkových účtů a osoby uvedené v § 115 ZPKT). I v případech, kdy je evidence vedena veřejnoprávním subjektem, nepodléhají údaje v ní obsažené režimu svobodného přístupu k informacím dle zákona č. 106/1999 Sb., o svobodném přístupu k informacím.

---

<sup>227</sup> Lze zmínit příklad povinnosti obchodníka s cennými papíry (či banky) k vydání majetku zákazníků po vydání rozhodnutí o úpadku a prohlášení konkursu na jeho majetek dle § 132 ZPKT. Lze jen přisvědčit názoru jiných autorů (SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 418. ISBN 978-807502-003-1), že tento institut představuje významný krok směrem k tzv. dělenému pojetí vlastnického práva, které je typické pro právní řády anglosaských zemí.

<sup>228</sup> Výše uvedené zásady vycházejí z klasifikace, kterou zformulovat Jan Šovar ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům. Lze je nicméně obdobně vztáhnout i k jiným evidencím investičních nástrojů. Srovnej ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 564. ISBN 978-80-7400-653-1.

<sup>229</sup> Tedy MFČR nebo ČNB.

<sup>230</sup> Tato zásada platila i v případě evidence vedené SCP. Soukromoprávní charakter evidence investičních nástrojů a „nevrchnostenské“ postavení osoby, která vede evidenci, bylo ostatně ve vztahu k evidenci vedené ještě Střediskem cenných papírů potvrzen i Ústavním soudem ČR; viz náleží Ústavního soudu ze dne 3. listopadu 2000, sp. zn. IV. ÚS 136/99.

3) *Zásada nepřímého přístupu k investičním nástrojům*, která představuje formulaci základního principu evidence investičních nástrojů, kdy vlastníci nemohou volně disponovat se svým majetkem, ovšem mohou tak činit výlučně prostřednictvím osoby vedoucí evidenci či prostřednictvím dalších relevantních osob<sup>231</sup>. Dispozice s aktivy vedenými v evidenci lze provádět výlučně prostřednictvím příkazů, a to za podmínek daných právními předpisy a vnitřními předpisy osoby vedoucí evidenci investičních nástrojů. Vlastník dokonce nemá zcela svobodný přístup ani k samotným informacím o svém majetku, neboť tyto může získat opět výlučně prostřednictvím třetí osoby, a to nejčastěji formou výpisu z majetkového účtu. Druhá rovina této zásady spočívá v tom, že subjekt vedoucí evidenci i další prostředníci vykonávají předmětné činnosti v mezích stanovených přísným regulatorním rámcem. Změny v evidenci mohou provést pouze v odůvodněných případech a v mezích stanovených relevantními právními předpisy.

4) *Zásada vícestupňovosti*<sup>232</sup> *evidence*, vycházející z faktu, že centrální evidence i samostatné evidence jsou ze zákona založeny na možnosti vést tyto ve více stupních (až na výjimečné případy ve dvou stupních). Druhý stupeň evidence je označován jako tzv. navazující evidence a vždy souvisí s účtem zákazníků zřízeným v první stupni evidence investičních nástrojů. Kompletní informace vztahující se ke konkrétní emisi pak lze získat pouze na základě konsolidace údajů na všech zapojených stupních evidence. Uvedená zásada se následně odráží v zákonné možnosti zřizovat v rámci evidence jak účty vlastníka, tak účty zákazníků.

5) *Zásada registrace*, která ovšem neplatí bezvýjimečně, neboť její aplikovatelnost bude záviset na charakteru investičního nástroje. Opírá se nicméně o skutečnost, že derivativní vlastnictví a smluvní zástavní právo je v případě investičních nástrojů, které jsou předmětem evidence, možné získat výlučně zápisem na příslušný majetkový účet.

Praktická aplikace výše uvedených zásad je nicméně dílčím způsobem modifikována ve vztahu k různým centrálním evidencím i jednotlivým druhům samostatných evidencí investičních nástrojů. Zatímco kupříkladu u centrální evidence vedené centrálním depozitářem či ČNB platí

---

<sup>231</sup> Ústavněprávní konformnost právní konstrukce nepřímého přístupu vlastníků k investičním nástrojům vedeným v evidenci ostatně potvrdil i Ústavní soud v Nálezu Ústavního soudu ze dne 12. listopadu 2015, sp. zn. II. ÚS 2926/15. Jakkoliv se zde jednalo o specifický případ vztahující se k majetkovému účtu vedenému v tzv. nezařazené evidenci CDCP, domnívám se, že teoretická část argumentace předložená Ústavním soudem je aplikovatelná i na institut evidence investičních nástrojů obecně.

<sup>232</sup> Někdy hovoří odborná literatura o evidenci vícečlánkové, mezi oběma pojmy ale nevidím zásadní rozdíl.

zásada vícestupňovosti absolutně, v případě samostatných evidencí jde pouze o možnost, která v konkrétních případech nemusí být využita.

V rámci tuzemské doktríny se rovněž objevují výhrady vůči obsahově zcela nepřesnému užití pojmu evidence investičních nástrojů<sup>233</sup>, či případně přímo proti samotné koncepci společné úpravy institutu evidence investičních nástrojů pro zaknihované cenné papíry a jiné investiční nástroje<sup>234</sup>. Kritika se opírá o materiální dichotomii plynoucí z různé povahy investičních nástrojů, které jsou předmětem evidence. Specificky pak o rozdíl, kdy jsou předmětem centrální a samostatné evidence zaknihované cenné papíry, investiční nástroj je tedy vydáván přímo zápisem do evidence a tato je skutečně evidencí investičních nástrojů, a mezi ostatními případy, kdy zápis v evidenci investiční nástroj nenahrazuje (jak je tomu v případě cenných papírů, většiny derivátů apod.), evidence má v zásadě spíše účetní či analytický charakter, a po materiální stránce je tedy evidencí o investičních nástrojích. I v rámci druhé uvedené skupiny pak lze identifikovat rozdílné podmnožiny, kdy některé nástroje lze i přesto převádět změnou zápisu v evidenci (např. cenné papíry v úschově), u jiných to může jejich povaha vylučovat (klasicky derivátové smlouvy). Zjednodušeně řečeno ale lze říci, že jazykové vyjádření pozitivního práva neumožňuje odlišovat mezi evidencemi, které jsou svou povahou rozdílné. Věcně lze přitom s danou kritikou jistě souhlasit, byť je zároveň potřeba zdůraznit, že po obsahové stránce obecně závazné právní předpisy jednoznačně počítají s tím, že mohou existovat evidence investičních nástrojů obou výše popsaných charakterů. Zároveň je potřeba si uvědomit, že vedle rozdílů, z nichž konstitutivnost zápisu do evidence je pouze jedním z mnoha, jakkoliv je bez nejmenších pochyb rozdílem nejvýznamnějším, existuje mnohem více prvků, které jsou naopak společné. Tato skutečnost naopak ospravedlňuje postup zákonodárce, spočívající ve vytvoření společného právního rámce pro všechny typy evidencí a následné specifikaci dílčích odlišností. Být ve vztahu ke konkrétním investičním nástrojům může být souhrnné označení evidence možná i matoucí, z mého pohledu nic nebrání distinkci mezi způsoby převodu vlastnického práva u dané evidence. Vytvoření společného rámce by dokonce v obecné rovině

---

<sup>233</sup> PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, 2005, roč. 14, č. 1, s. 24. ISSN 1210-6410, později rovněž velmi detailně VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 119. ISBN 978-80-87284-43-8 a MATYÁŠOVÁ, Eva [online]. Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů, UK Praha – disertační práce, 2012, s. 76-77. vedoucí práce Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/download/140020118> a MAREK, Radan, JEŽEK, Václav. Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2013, s. 62 a 67. ISBN 978-80-7400-466-7.

<sup>234</sup> PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů, Praha: Wolters Kluwer, 2016, 424 s. ISBN 978-80-7552-421-8

mohlo být označeno jako postup přispívající k přehlednosti právního řádu a limitaci duplicit právní úpravy. Pak by ale bylo vhodné tuto skutečnost v rámci právní úpravy výslovně pojmenovat, což zákonodárce nečiní. Navíc je smutným faktem, že relevantní ustanovení obecných právních předpisů jsou ukázkovým příkladem všeho jiného, jen ne přehledného členění právní úpravy, kdy navíc v některých případech inkorporují tatáž pravidla nikoliv duplicitně, ale i triplicitně.

### 3.2.2. Majetkové účty

Majetkové účty představují klíčový prvek evidence investičních nástrojů, neboť tato je ze své povahy soustavou (rozsáhlou) informací a údajů, z nichž informace týkající se účtů představují klíčovou část<sup>235</sup>. Proto je svým způsobem zvláštní, že zákonodárce nezakotvil, byť rámcovou, definici pojmu majetkový účet, ale rovnou přistoupil k jeho užití v § 94 ZPKT a rovněž § 526 OZ ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům. Tento přístup ale rozhodně není v komparativní perspektivě ojedinělý<sup>236</sup>. Dokonce lze říci, že zákonodárce poměrně často přistupuje k vymezení účtů formou křížové definice, tedy tak, že se jedná o účet, na který jsou připisovány investiční nástroje či jsou z něj odepisovány, přičemž oproti tomuto stojí vymezení zaknihovaných cenných papírů jakožto nástrojů, které mají být vydány výlučně ve formě zápisu na příslušný účet<sup>237</sup>. Tímto způsobem ostatně majetkový účet vymezuje i CSDR ve svém Článku 2 odst. 1 bod 28), ve kterém účet cenných papírů<sup>238</sup> definuje jako: „účet, na který lze připsat nebo z kterého lze odepsat cenné papíry“<sup>239</sup>. Obdobně s pojmem účet ostatně pracuje i Článek 1 bod c) Ženevské úmluvy UNIDROIT o hmotněprávních pravidlech týkajících se nepřímě držených cenných papírů z 9. října 2009. Tuzemský zákonodárce o (majetkových) účtech<sup>240</sup> v jakékoliv evidenci investičních nástrojů hovoří na řadě míst právního řádu. O definici se sice nepokouší, klíčové znaky majetkového účtu nicméně vychází z relevantních ustanovení právních předpisů.

<sup>235</sup> Srovnej ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 562-563. ISBN 978-80-7400-653-1.

<sup>236</sup> S ohledem na skutečnost, že toto téma je z komparativní perspektivy v české odborné literatuře již velmi detailně zpracováno, necítím potřebu tak učinit opětovně. Srovnej VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 99-120. ISBN 978-80-87284-43-8.

<sup>237</sup> Tamtéž, s. 99.

<sup>238</sup> CSDR obecně užívá označení cenný papír ve významu, který zahrnuje investiční nástroj v evidenci vedené centrálním depozitářem. Viz část 4.1.1 této práce.

<sup>239</sup> V anglickém znění: „an account on which securities may be credited or debited“.

<sup>240</sup> Dále budu užívat spojení majetkový účet, které je vlastní českému právnímu řádu. Obsahově je shodné s pojmy účet cenných papírů či účet, jak tato užívá CSDR a fakticky rovněž Ženevská úmluva.



Pokud se autoři o bližší analýzu majetkových účtů pokoušejí, pak v rámci tuzemské doktríny<sup>241</sup> v zásadě panuje shoda na tom, že majetkový účet je legislativním označením pro soubor informací, který je „osoba vedoucí evidenci povinna určitým způsobem udržovat, měnit a navenek potvrzovat, v souladu se smlouvou i právními předpisy“<sup>242</sup>. Rozsahu těchto informací se budu věnovat dále. Lze plně souhlasit s tím, že základní funkcí majetkového účtu je zaznamenávat údaje o investičních nástrojích a jejich vlastníkov<sup>243</sup>, ovšem s výhradou, že u sběrných účtů (úctů vlastníka) jsou zaznamenány údaje o cenných papírech společně s informací (byť presumovanou), že údaje o jejich vlastnicích jsou součástí evidence jiné. Věta druhá nicméně není ze své povahy negací věty první, ale speciálním pravidlem k pravidlu obecnému. Na majetkových účtech ovšem nejsou evidovány pouze investiční nástroje ve formě zápisů. Účty obsahují také informace o zástavním právu a pozastavení výkonu práva vlastníka nakládat s investičními nástroji, především se na nich evidují samostatně převoditelná práva<sup>244</sup> spojená s investičními nástroji evidovanými na témž účtu<sup>245</sup>.

Doktrinálně i prakticky významnou je rovněž otázka právní povahy majetkového účtu. Někteří autoři<sup>246</sup> majetkový účet vymezují jakožto součást soukromoprávního vztahu mezi vlastníkem investičního nástroje a subjekty, které zprostředkovaně umožňují vlastnictví investičního nástroje, v zásadě tedy jako odraz smlouvy ve zmíněném souboru informací, a zároveň jakožto důkazní prostředek prokazující splnění příslušného závazku. Jiní autoři s tímto v dílčích ohledech polemizují, z mého pohledu zcela legitimně, neboť důkazní roli ve vztahu k třetím stranám plní až výpis vztahující se k předmětnému majetkovému účtu, nikoliv účet sám.

---

<sup>241</sup> Srovnej např. MAREK, Radan, JEŽEK, Václav. Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2013, s. 74 a násl. ISBN 978-80-7400-466-7, ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 562-563. ISBN 978-80-7400-653-1 či VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 100 a násl. ISBN 978-80-87284-43-8.

<sup>242</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 432. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>243</sup> VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 100. ISBN 978-80-87284-43-8.

<sup>244</sup> Samostatně převoditelná práva vymezuje § 281 odst. 2 ZOK takto: „právo na vyplacení podílu na zisku, přednostní právo na upisování akcií a vyměnitelných a prioritních dluhopisů, právo na podíl na likvidačním zůstatku a jiná obdobná majetková práva určená stanovami jsou samostatně převoditelnými“. Jedná se tedy o práva vyplývající z některých účastnických cenných papírů vymezených v § 245 ZOK, která nenásledují právní osud těchto cenných papírů, ale lze je převádět samostatně cestou postoupení pohledávky dle § 1879 a následujících OZ.

<sup>245</sup> Problematice samostatně převoditelných práv se věnuji detailněji v části 3.2.4. této práce.

<sup>246</sup> VONDRÁČEK, Ondřej. Nepřímá držba cenných papírů – právní pojetí cenných papírů vedených v podobě záznamu na účtu, Právník, 2012, roč. 151, č. 5, s. 505.

Toto obecné vymezení navíc nepostihuje dílčí tuzemská specifika.<sup>247</sup> Zcela zásadní doktrinálně řešenou otázkou je, zda lze majetkový účet považovat za věc v právním slova smyslu<sup>248</sup>. Pokud by tomu tak bylo, pak by jeho pojetí sice odpovídalo některým zahraničním koncepcím<sup>249</sup>, ovšem důsledky do oblasti soukromého práva by byly velmi zásadní, neboť majetkový účet jako takový by mohl být předmětem věcných práv. Nicméně ve shodě s dalšími autory<sup>250</sup> se domnívám, že majetkový účet jako takový věcí v právním smyslu, ať už hmotnou či nehmotnou, není ani jí být nemůže. Pokud některé způsoby dispozic s účtem odpovídají nakládání s věcmi (především tedy možnost zastavení účtu vlastníka dle § 1333 a 1334 OZ), je potřeba toto vnímat jako legislativní aplikaci určitého institutu vlastního dispozicím s věcmi, nikoliv jako potvrzení věcně-právního charakteru majetkového účtu. Majetkový účet jako takový nelze převést, předmětem dispozic jsou investiční nástroje či samostatně převoditelná práva evidovaná na tomto účtu, nikoliv účet sám. Převodem účtu dojde k zásadním změnám v předmětném souboru informací, a to nejméně v rozsahu údajů vztahujících se k jeho majiteli, může také dojít ke změně čísla majetkového účtu, pokud toto subjekt vedoucí evidenci přidělil. Majetkový účet ale nelze klasifikovat ani jako soubor věcí či věc hromadnou, protože tímto souborem věcí (nikoliv věcí hromadnou) jsou opět toliko a pouze evidované investiční nástroje a samostatně převoditelná práva. V návaznosti na uvedené nelze než plně přisvědčit názoru<sup>251</sup>, že majetkový účet jako takový tvoří pouze jakousi dílčí součást nehmotné věci hromadné, kterou je samotná evidence investičních nástrojů. Tato evidence jako celek může být předmětem dispozic, které samozřejmě musí reflektovat sensitivní charakter podstatné části informací v ní obsažených<sup>252</sup>, omezení daná příslušnými právními předpisy<sup>253</sup> a rovněž zákonnou povinností mlčenlivosti osoby vedoucí evidenci dle § 116 ZPKT. Evidence investičních nástrojů, i majetkové účty jako její dílčí individualizované součásti, je samozřejmě předpokladem vzniku, existence i zániku celé řady investičních nástrojů v ní evidovaných, absolutně toto platí pouze o zaknihovaných cenných

---

<sup>247</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 432-433. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>248</sup> Věc v právním slova smyslu vymezuje § 489 OZ jako vše, co je rozdílné od osoby a slouží k potřebě lidí.

<sup>249</sup> Jako příklad lze uvést doktrínu francouzskou.

<sup>250</sup> Vedle uvedených také MAREK, Radan, JEŽEK, Václav. Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2013, s. 79, ISBN 978-80-7400-466-7

<sup>251</sup> MAREK, Radan, JEŽEK, Václav. Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2013, s. 79, ISBN 978-80-7400-466-7 respektive shodně SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 433. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>252</sup> Minimálně u podstatné části informací o majitelích účtů, kteří budou fyzickými osobami, se jedná o osobní údaje ve smyslu Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2016/679 ze dne 27. dubna 2016 o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů a o volném pohybu těchto údajů a o zrušení směrnice 95/46/ES (obecné nařízení o ochraně osobních údajů).

<sup>253</sup> Například ve vztahu k prodeji závodu či části závodu subjektu vedoucího evidenci.

papírech, a to formou změnových zápisů. Evidence, ani majetkové účty ovšem žádným způsobem nepřebírají jejich věcně-právní povahu, ani ji žádným způsobem nepotlačují.

Uvedenou skutečnost lze demonstrovat minimálně na značně hraničním příkladu, kdy by v důsledku vyšší moci, právní skutečnosti obdobného charakteru, či případně na základě zásadního zásahu třetí strany<sup>254</sup> došlo k nezvratné ztrátě obsahu evidence investičních nástrojů či její části, společně s archivovanými zálohami. Části evidence by nepochybně bylo možné zrekonstruovat díky seznamům v držení emitentů či díky dřívějším výpisům majitelů účtů. Určitě by to ale nebylo možné plně a se 100 % jistotou. Následkem „zmizení“ zaknihovaných cenných papírů z předmětné evidence by přitom dle mého názoru nebyl jejich automatický zánik. Jistě by bylo možné uvažovat o alternativě řízení obdobného řízení o umoření listin § 303 a následujících zákona č. 292/2013 Sb., o zvláštních řízeních soudních. Otázkou je, zda by prostá analogie k listinám postačovala k dovození věcné působnosti soudu k umoření zaknihovaných cenných papírů. Spíše bych se klonil k závěru, že nikoliv. Lze si ale představit variantu, kdy by se část ztracených informací podařilo po uplynutí určité doby zajistit např. díky činnosti orgánů činných v trestním řízení. V takovém případě by bezpochyby bylo možné evidenci investičních nástrojů obnovit a „přerušeni“ existence evidence by samo o sobě nevedlo k zániku evidovaných zaknihovaných cenných papírů. Tento stručný exkurz lze nicméně vnímat jen jako již vyřčené potvrzení skutečnosti, že z pohledu mého i jiných citovaných autorů by majetkový účet vedený v (tuzemské) evidenci investičních nástrojů neměl být za žádných podmínek relevantní k tomu, být klasifikován jako věc v právním slova smyslu, jakkoliv investiční nástroje, jež jsou předmětem evidence, věcmi bezpochyby jsou.

Pozitivní právo vymezuje několik druhů majetkových účtů. Základními legislativně vymezenými kategoriemi jsou účet vlastníka a účet zákazníků, které zmiňuje jednak § 527 a § 528 OZ pro zaknihované cenné papíry, paralelně s nimi § 94 ZPKT obecně ve vztahu ke všem evidencím investičních nástrojů. Standardním druhem účtu, který lze v rámci evidence investičních nástrojů zřídit, je účet vlastníka. Účet vlastníka zřizuje osoba vedoucí evidenci investičních nástrojů či evidenci navazující. V případě evidencí, založených na účastnickém

---

<sup>254</sup> Jakkoliv to přímo nesouvisí s odborným zaměřením předkládané práce, z mého pohledu je zajímavé, že toto je varianta, která se v poměrně promyšlené formě objevuje v populární literatuře, konkrétně v knize Čestný dluh autora Toma Clancyho. Jakkoliv by řešení využité v této knize, spočívající ve znicotnění veškerých transakcí až do okamžiku, kdy je dostupná poslední úplná historická záloha dané evidence, bylo v reálném světě jen velmi obtížně akceptováno všemi relevantními aktéry, jak je tomu v případě příběhu popisovaného v knize, samotná myšlenka a způsob její sugestivní prezentace je z mého pohledu dobrým podkladem pro teoretické zamyšlení nad touto, jakkoliv ryze hypotetickou, variantou.

principu<sup>255</sup>, musí být účet vlastníka standardně zřízen prostřednictvím některého z účastníků a na základě smlouvy s tímto. Na účtu vlastníka jsou evidovány investiční nástroje v majetku osoby, pro níž je zřízen a veden. Tato je tedy jejich vlastníkem, pokud povaha investičního nástroje umožňuje, aby byl předmětem vlastnického práva. V případě zaknihovaných cenných papírů § 527 odst. 2 OZ nicméně stanoví vyvratitelnou domněnku vlastnictví, která v zásadě reaguje na skutečnost, že v reálném životě dochází k situacím, kdy se liší údaje v evidenci od skutečného právního stavu<sup>256</sup>. Tuto vyvratitelnou domněnku nicméně nelze vnímat nijak široce, neboť v rámci doktríny<sup>257</sup> panuje shoda na tom, že ona vyvratitelná domněnka je aplikovatelná na případy technických chyb v evidenci, že přechodů dosud v evidenci nezaznamenaných. Stejně tak je relevantní v případě některých specifických druhů transakcí vznikajících na smluvním základě<sup>258</sup>. Naopak ji bezpochyby nelze aplikovat na případy, kdy je investiční nástroj na účtu vlastníka veden z jakéhokoliv právního důvodu pro jinou osobu, a to i kdyby s tímto osoba, pro kterou je účet vlastníka veden, souhlasila<sup>259</sup>. Zjednodušeně řečeno lze říci, že zákonodárce předpokládá, že investiční nástroje jsou vždy vedeny na účtu vlastníka na některém ze stupňů evidence.<sup>260</sup>

Účet zákazník<sup>261</sup> je po právní stránce bezpochyby zajímavějším. Jedná se o účet zřízený osobou vedoucí evidenci pro subjekt, která není vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na tomto účtu, ale naopak je ve vztahu k těmto pouze v pozici zprostředkovatele držby pro konečné vlastníky<sup>262</sup>. Ustanovení § 528 odst. 2 OZ toto výslovně stanoví pro zaknihované cenné papíry, pro ostatní investiční nástroje uvedené platí z povahy věci, byť to ZPKT výslovně neuvádí. Rozhodně tedy není jejich schovatelem či dokonce vlastníkem, otázkou je, zda jej lze považovat alespoň za držitele. Zde bude záležet na povaze investičního nástroje a obsahu vztahu mezi vlastníkem investičního nástroje a osobou, pro niž je účet zákazník<sup>261</sup> zřízen. V řadě případů ale

<sup>255</sup> Jak je tomu obvykle u evidence vedené centrálním depozitářem.

<sup>256</sup> Tato vyvratitelná domněnka byla ostatně již dříve dovozena judikaturou, srovnej rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 6. září 2000, sp. zn. 29 Cdo 901/2000.

<sup>257</sup> PAULY, Jan. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry, Právník, 2005, roč. 144, č. 8, s. 871 a shodně SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 434. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>258</sup> Zde lze uvést příklad smlouvy o prodeji obchodního závodu. Touto problematikou se zabýval i Nejvyšší soud ČR v rozsudku ze dne 30. října 2002, sp. zn. 29 Odo 314/2001. A jakkoliv byla v daném případě předmětem sporu směnka, tedy cenný papír na řad, lze dle mého názoru závěry obsažené v tomto rozsudku aplikovat i na zaknihované cenné papíry a další investiční nástroje.

<sup>259</sup> Být v takovém případě bezpochyby nic nebrání tomu, aby byly investiční nástroje převedeny na účet vlastníka vedený pro osobu, která má být po právní stránce jejich vlastníkem.

<sup>260</sup> Tamtéž, s. 432-435.

<sup>261</sup> V odborné literatuře, ale i v praxi, jsou tyto účty velmi často označovány rovněž jako sběrné účty či jako *nominee účty*, ale také anglickým termínem *omnibus účty*.

<sup>262</sup> Tímto zprostředkovatelem je v jistém smyslu rovněž i subjekt vedoucí samotnou evidenci investičních nástrojů.

držitelem bezpochyby bude. Osoby, pro které je v evidenci investičních nástrojů tento typ účtu zřízen, mají povinnost vést evidenci navazující. V té zřizují účty vlastníků, na kterých již údaje o konečných vlastnících až na specifické výjimky zaznamenány být musejí. Formálně vzato přitom není vyloučeno, aby na účtu zákazníků byly evidovány rovněž investiční nástroje v majetku osoby, pro kterou je účet zákazníků zřízen<sup>263</sup>. V takovém případě si ovšem pro sebe musí zřídit rovněž účet vlastníka ve vlastní navazující evidenci a na tomto účtu evidovat investiční nástroje ve svém majetku. Na účtu zákazníků by po právní stránce neměly být evidovány ani investiční nástroje, které má majitel účtu vlastníka zřízeného v navazující evidenci vztahující se k tomuto účtu zákazníka, svěřeny a byla by tedy ve vztahu k těmto druhotným schovatelem vyjma případů, ve kterých by tímto druhotným schovatelem byla zahraniční osoba<sup>264</sup>. Nelze samozřejmě vyloučit, že tak v praxi některé neregulované subjekty nečiní. Způsob vedení navazující evidence musí být v podstatných rysech shodný se způsobem vedení evidence na první úrovni, obě uvedené úrovně evidence spolu totiž v souhrnu tvoří evidenci investičního nástroje jako takovou. Subjekt na druhé úrovni evidence má povinnost provádět do jím vedené navazující evidenci zápisy, které by jinak prováděla osoba na úrovni první, tedy zápisy o změnách vlastnického práva, zřízení či zrušení zástavních práv, pozastavení práva nakládat apod. Analogicky má také povinnost zabránit převodu investičního nástroje v případech, kdy je ve vztahu k tomuto v evidenci zřízeno zástavní právo. Ze zákona má povinnost poskytovat informace na první úroveň evidence za účelem poskytování výpisů, informování orgánů veřejné správy a pro účely plnění dalších povinností. Z toho důvodu může navazující evidenci vést pouze zákonem vymezený okruh osob oprávněných k poskytování investičních služeb<sup>265</sup>, neboť u nich lze předpokládat odpovídající provádění uvedených činností. Možnost zřídit účty zákazníků a účty vlastníka neplatí vždy a pro každou úroveň evidence. U evidencí na první úrovni, tedy u centrální evidence a samostatné evidence, je toto možné vždy. U navazující evidence, tedy evidence na druhé úrovni, toto zákon (konkrétně § 94 odst. 5 ZPKT) připouští výlučně u evidence navazující na samostatnou evidenci, kdy je v navazující evidenci zřízen účet zákazníků pro zahraniční subjekt vymezený v § 93 odst. 3 písm. e) a g) ZPKT. Spíše pro zajímavost lze doplnit, že § 38 odst. 1 CSDR připouští, aby existoval v zásadě jeden „ultimátní“ sběrný účet na úrovni centrálního depozitáře, tedy účet, na kterém může být evidován velký objem majetků různých subjektů, přičemž o tomto majetku je následně vedena

---

<sup>263</sup> Rozhodně zde ale nelze uvažovat o aplikaci určité obrácené formy vyvratitelné domněnky vlastníka zaknihovaných cenných papírů, jak ji upravuje § 527 odst. 2 OZ v případě účtu vlastníka.

<sup>264</sup> PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, 2005, roč. 14, č. 1, s. 23. ISSN 1210-6410.

<sup>265</sup> Viz část 4.2. a 4.3. této práce.

evidence. Takový postup ostatně odpovídá praxi v řadě zemí. Český právní řád takové řešení nicméně neumožňuje.<sup>266</sup>

Významu účtu zákazníků pro poskytovatele investičních služeb lze poměrně snadno porozumět. Subjekt, pro který je tento typ účtu zřízen, má díky tomuto mnohem větší flexibilitu, navíc v celé řadě případů je pro něj poskytování služeb za využití účtu zákazníků ekonomicky výhodnější. V případě, že zřizuje účet vlastníka pro svého zákazníka, je tento účet otevřen rovnou v navazující evidenci. Je tedy čistě věcí tohoto subjektu, jak rychle je zřízení nového účtu vlastníka schopen zpracovat a jak jej případně zpoplatní. Nemusí se také dělit o úhradu za tuto službu se subjektem, který vede evidenci na první úrovni, neboť ten se obvykle o zřízení účtu v evidenci navazující ani nedozví. V případech, kdy je takový účet zřizován pro zahraniční osobu, navíc může postupovat flexibilněji. Majitel účtu zákazníků může v navazující evidenci řešit rovněž celou řadu standardních situací, a to opět tak, že není vázán procesními postupy osoby vedoucí evidenci samotnou. V případech, kdy dochází k převodům investičních nástrojů mezi účty vlastníků v navazující evidenci, lze toto provést pouze v navazující evidenci, a to rychleji, než by bylo možné na první úrovni evidence, navíc tak může v případě učinit kdykoliv a dle potřeb svých klientů. Nic mu nebrání v tom, vypořádat převody v rádech minut, v nočních hodinách či o víkendech. Totéž platí o zřízení zástavních práv apod. Přirozeně není vhodné opomíjet ani skutečnost, že shromážděním většího objemu investičních nástrojů na jednom místě může dosáhnout i zajímavých úspor na poplatcích spojených s vedením investičních nástrojů na majetkových účtech, byť toto bude do značné míry záležet na cenové politice osoby vedoucí evidenci, v níž je účet zákazníků zřízen<sup>267</sup>.

Tématem opakovaně řešeným v rámci doktríny<sup>268</sup> je otázka dalšího řetězení evidencí ve formě dalších evidencí vedených dle zahraničního práva, které budou navazovat na evidence vedené dle českého práva. Zákonodárce obecně koncipuje evidenci investičních nástrojů jako

---

<sup>266</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 430-431. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>267</sup> Zde srovnej CDCP [online]. Ceník centrálního depozitáře a sazebník úhrad věcných nákladů, verze účinná od 1. ledna 2018, s. 12-13. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z [https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/cenik\\_cdcp/CDCP\\_cenik\\_01012018.pdf](https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/cenik_cdcp/CDCP_cenik_01012018.pdf). V případě CDCP tedy lze konstatovat, že majitel účtu zákazníků může dosáhnout úspory díky tomu, že procentuální výše poplatku počítaného z objemu evidovaných zaknihovaných cenných papírů postupně klesá nepřímou úměrou nárůstu objemu evidovaných aktiv.

<sup>268</sup> Jako první ELEK, Štefan. Cenné papíry držené přes prostředníky. Právní rozhledy, 2005, roč. 14, č. 21, s. 775, ISSN 1210-6410, později pak rovněž FRANĚK, Michal. § 92. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 586. ISBN 978-80-7400-433-9.

dvoustupňovou. A to prostřednictvím dvou uvedených typů majetkových účtů, účtu vlastníků a účtu zákazníků. Ustanovení § 94 odst. 5 ZPKT ovšem připouští, aby byl v evidenci navazující na samostatnou evidenci zřízen účet zákazníků, a to pro zahraniční subjekt. Ten bude povinen vést další navazující analytickou evidenci, aby byl schopen odlišit majetek jednotlivých zákazníků. Zde tedy máme evidenci legálně rozšířenu o třetí úroveň. Obdobné nastavení u centrální evidence ovšem umožněno není, obdobně není ani možné, aby zahraniční evidence navazovala přímo na samostatnou evidenci. I doktrína nicméně reflektuje existenci praxe, kdy dochází k praktické ignoranci legislativní koncepce a na majetkových účtech klasifikovaných jako účty vlastníků jsou vedeny investiční nástroje v majetku zákazníků některých zahraničních poskytovatelů investičních služeb. Nejedná se přitom o marginální praxi, naopak se s ní lze ve velkém rozsahu setkat i v případě významných veřejně obchodovaných emisí akcií<sup>269</sup>. Popsaný stav je sice nejspíše v souladu s pojetím tzv. děleného vlastnictví v anglosaských právních systémech, zároveň je ale v rozporu s tím, jak pojetí vlastnického práva především ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům koncipuje české pozitivní právo. Souhlasím také s názorem vyřčeným v odborné literatuře<sup>270</sup>, že v těchto případech rovněž těžko půjde aplikovat vyvrátitelnou domněnku vlastnického práva dle § 527 odst. 2 OZ, respektive § 99 odst. 4 ZPKT, neboť z pohledu českého a obvykle i relevantního zahraničního práva je vlastníkem osoba, pro níž je majetkový účet zřízen. Z pohledu vymahatelnosti práv konečných vlastníků, tedy tzv. *beneficial owners*, v případě krizových situací, tedy klasicky v případě insolvence daného zahraničního poskytovatele služeb, by proto popsané nastavení vztahů mohlo mít poměrně zásadní následky. Pravděpodobnost, že by soud<sup>271</sup> takto vedeným investičním nástrojům neposkytl stejný status majetku zákazníků, jako je tomu v případě investičních nástrojů vedených na účtu zákazníků, je dle mého názoru rozhodně nikoliv nevýznamná. Domnívám se proto, že by si toto téma zasloužovalo reakci zákonodárce přesahující prosté tolerování objektivně existující tržní praxe. Tato reakce by přitom mohla mít i podobu formy faktické legalizace popsané praxe, kdy by došlo k otevření možnosti, aby na všechny kategorie evidencí vedených dle českého

---

<sup>269</sup> Jako příklad lze uvést akcie MONETA Money Bank, a.s., viz Shareholder Structure In. investors.moneta.cz [online]. [cit. 28. 2. 2019] Dostupné z WWW: <https://investors.moneta.cz/shareholder-structure>.

<sup>270</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 430-431. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>270</sup> Například oproti obecným otázkám cenných papírů.

<sup>271</sup> Nejvyšší soud ČR se k problematice zaknihovaných cenných papírů nabytých za peněžní prostředky zákazníků, ovšem neevidovaných zákonem předvídaným způsobem, již věnoval rozhodnutích sp. zn. 29 Cdo 203/2009 ze dne 24. září 2012 a sp. zn. 29 Cdo 5239/2008 ze dne 20. října 2009. Zde se nicméně jednalo o případy spojené s insolvencí obchodníka s cennými papíry KTP Quantum, a. s. V případě zahraničních subjektů by byl až na úplné výjimky příslušným zahraniční soud, takže z uvedených rozhodnutí samozřejmě nelze dovozovat, jak by se k tomuto problému postavil.

práva mohly navazovat evidence zahraniční a k souvisejícím úpravám ve vymezení režimu vlastnického práva k investičním nástrojům<sup>272, 273</sup>.

Vedle dvou uvedených základních a v pozitivním právu detailně popsaných typů účtů lze identifikovat rovněž další dva velmi specifické typy majetkových účtů, přičemž tyto ze své povahy slouží pouze pro evidování zaknihovaných cenných papírů. Prvním je tzv. zvláštní technický účet uvedený v § 533 odst. 1 OZ, který je rovněž majetkovým účtem a který lze zřídit výlučně v případě realizace přeměny cenných papírů na zaknihované cenné papíry. Technický účet je zřízen pro emitenta přeměňovaných cenných papírů, respektive OZ uvádí, že emitent je jeho majitelem. Emitent se ovšem nestává vlastníkem zaknihovaných cenných papírů zapsaných na technický účet. Tyto pouze drží pro třetí osoby, původní vlastníky přeměňovaných cenných papírů. Technický účet slouží výlučně k tomu, aby bylo možné vydat celou emisi přeměňovaných zaknihovaných cenných papírů i v případě, že část původních cenných papírů nebyla v rámci zákonem stanovených lhůt emitentovi odevzdána. Zaknihované cenné papíry nicméně nemusí být v právním „vakuu“ v podobě zápisů na technickém účtu drženy napořád. Emitent je má možnost zpeněžit dle § 534 OZ, přičemž výtěžek z tohoto prodeje náleží zcela logicky původním vlastníkům. Je také potřeba doplnit, že technický účet pro emitenta nesupluje jeho vlastní majetkový účet, na němž může mít evidovány investiční nástroje ve svém majetku. Technický účet je specifickým majetkovým účtem svého druhu, který může být použit výlučně pro zákonem úzce vymezený účel. Stejně tak není možné, aby byly zaknihované cenné papíry zahrazující neodevzdané cenné papíry vydány na „standardní“ majetkový účet, tedy účet zákazníků či účet vlastníka. Druhou kategorií neplnohodnotného majetkového účtu představují majetkové účty zřízené SCP pro vlastníky zaknihovaných cenných papírů emitovaných v době fungování SCP, u nichž po převzetí evidence SCP ze strany CDCP nedošlo v souladu s § 202a odst. 1 ZPKT k aktivaci účtu podpisem smlouvy s některým z účastníků CDCP a podřazení tohoto účtu pod daného účastníka v souladu s účastnickým principem CDCP. Na nezařazených účtech jsou vedeny zaknihované cenné papíry, často i ty obchodované na evropských regulovaných trzích, ovšem jejich vlastníci s nimi nemohou nakládat, a to až do okamžiku, kdy

---

<sup>272</sup> Objektivně je ale potřeba doplnit, že tento problém fakticky existuje v každé zemi, která se snaží o transparentní registraci vlastníků investičních nástrojů a je velmi obtížně řešitelný, pokud pomíneme variantu opuštění požadavku na registraci konečných vlastníků investičních nástrojů. K tomuto detailněji srovnej PAECH, Philipp. Market needs as paradigm – breaking up the thinking on the EU securities law. In. CONAC, Pierre-Henri, SEGNA, Ulrich, THÉVENOZ, Luc (eds.). INTERMEDIATED SECURITIES: The Impact of the Geneva Convention and the Future European Legislation, 2013, Cambridge: Cambridge University Press, s. 34. ISBN 978-1-10702347-5.

<sup>273</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 430-431. ISBN 978-807502-003-1.



účet podřadí pod některého z účastníků CDCP.<sup>274</sup> Centrální depozitář zcela přirozeně neumožňuje zřizování nových nezařazených účtů a ve vztahu k těm již existujícím poskytuje velmi limitované služby. Pokud se takový typ majtkového účtu vyprázdní, tedy na něm již nebudou vedeny žádné investiční nástroje, centrální depozitář je oprávněn tento jednostranně zrušit<sup>275</sup>. V mnoha ohledech však tyto účty zůstávají v jakési šedé zóně. Jakkoliv lze předpokládat, že počet účtů v nezařazené evidenci bude s postupem času klesat vlivem celé řady faktorů<sup>276</sup>, i přesto zůstanou nezařazené účty bezpochyby ještě po dlouhou dobu institutem, který bude potřeba reflektovat v praxi kapitálového trhu, ale v návaznosti na to rovněž i právní doktríně<sup>277, 278</sup>.

Jelikož zaznamenání informací je *raison d'être* majtkového účtu, je rovněž žádoucí vymezit, jaké informace to musejí či mohou být. Jak již bylo uvedeno, majtkové účty lze vlastně charakterizovat jako soubor informací. V první řadě musí obsahovat informaci umožňující odlišení účtu vlastníka od účtu zákazníků. Dále pak údaj, který umožní jednoznačnou identifikaci účtu v rámci evidence<sup>279</sup>. Dále pak obsahují údaje o na nich evidovaných investičních nástrojích, samostatně převoditelných právech, zástavním právu a o pozastavení práva vlastníka nakládat se zaknihovanými investičními nástroji (§ 94 odst. 1 ZPKT). Na majtkovém účtu nemusí být bezpodmínečně zaznamenány individuální investiční nástroje, postačí stavové údaje pro zastupitelné investiční nástroje z každé emise, tedy počet investičních nástrojů z dané emise evidovaných na majtkovém účtu<sup>280</sup>. Vhodným rozlišujícím údajem bude

<sup>274</sup> Informace a služby pro veřejnost i profesionály. In. [cdcp.cz](https://www.cdcp.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.cdcp.cz/index.php/cz/8-siroka-verejnost/4-nezarazeny-ucet>.

<sup>275</sup> CDCP [online]. Provozní řád, verze č. 7, účinná od udělení povolení podle CSDR, nedatováno, s. 12 [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cdcp.cz/images/CDCP\\_provozni\\_rad.pdf](https://www.cdcp.cz/images/CDCP_provozni_rad.pdf).

<sup>276</sup> Především potřeby zápisů změn vlastnického práva z důvodů jeho přechodů (děděním, vytěsněním menšinových akcionářů), ale také z důvodu zániku evidovaných zaknihovaných cenných papírů v důsledku jejich přeměny, likvidace emitenta apod.

<sup>277</sup> Případů, kdy tento typ účtů vnáší nestandardní prvek do procesů jinak relativně komplexně popsanych v pozitivním právu je celá řada. Jako modelový příklad lze uvést rozdělení akciové společnosti se zaknihovanými akciemi formou odštěpení se vznikem nové akciové společnosti, která vydává rovněž zaknihované akcie. Jakkoliv zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev s aspektem nezařazených účtů (poměrně logicky) nepracuje, v praxi je nezbytné zajistit proveditelnost kroků souvisejících s přeměnou. Klíčové je především vydání nových zaknihovaných akcií na účty všech akcionářů přeměňované společnosti, tedy včetně těch s účty v nezařazené evidenci.

<sup>278</sup> ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 563. ISBN 978-80-7400-653-1

<sup>279</sup> Ustanovení § 6 odst. 1 písm. a) VSamE toto stanoví explicitně, u centrální evidence toto lze dovodit implicitně, protože to vychází ze samé podstaty institutu evidence investičních nástrojů. Tímto údajem bude obvykle určitý číselný kód a právní řád na více místech jednoznačně očekává jeho existenci (např. § 530 OZ, § 478 písm. e) ZOK, § 481 odst. 2 ZOK apod.). Z principu se nicméně nemusí jednat pouze o číselný údaj.

<sup>280</sup> K odlišujícím faktorům u emise cenných papírů či zaknihovaných cenných papírů viz VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 100-101. ISBN 978-80-87284-43-8. Předmětné platí přiměřeně i pro jiné druhy investičních nástrojů.

obvykle identifikátor ISIN emise, pokud jí bude přidělen, případně jiný obdobný identifikátor, který stanoví osoba vedoucí evidenci, emitent či jiný relevantní subjekt. V případě samostatné evidence dokonce nemusí majetkový účet obsahovat údaje o počtu investičních nástrojů z dané emise, neboť postačí uvedené souhrnné jmenovité hodnoty evidovaných cenných papírů či jiných investičních nástrojů<sup>281</sup>. Otázkou je, jak moc bude takové řešení přehledné pro osobu, pro kterou je účet veden. Osobně se domnívám, že příliš přehledné nebude, neboť velmi často nebude mít představu o jmenovité hodnotě jednoho investičního nástroje z dané emise (např. dluhopisu). U investičních nástrojů bez jmenovité hodnoty musí být údaj o jejich počtu přítomen vždy. Obvyklou tržní praxí je, že je investičnímu nástroji přidělen rovněž určitý více či méně formalizovaný název, který obvykle bude zahrnut v množině údajů na majetkovém účtu. Pokud je předmětem evidence cenný papír či zaknihovaný cenný papír, musí majetkový účet obsahovat rovněž údaj o omezení jeho převoditelnosti. V případě samostatných evidencí VSamE<sup>282</sup> blíže specifikuje další údaje vztahující se k investičním nástrojům, které má majetkový účet obsahovat. U centrální evidence toto nestanoví, lze se ovšem domnívat, že uvedené údaje budou majetkové účty v ní zřízené obsahovat rovněž. Ve vztahu k samostatně převoditelným cenným právům zde musí být uvedeny informace o jejich oddělení společně s informacemi o charakteru práva a jeho rozlišujících údajích. V případě zástavních práv a pozastavení práva vlastníka nakládat s investičním nástrojem pak vedle informací o jejich zřízení, údaje o osobě oprávněného tato práva vykonávat a údaje o osobě zástavního věřitele. Ve vztahu k evidenci emise zaknihovaných cenných papírů požaduje § 94a odst. 2 ZPKT rovněž poskytnutí údaje o správci nebo jiné osobě oprávněné vykonávat práva spojená s evidovanými zaknihovanými cennými papíry. Z logiky věci by proto tento údaj měl být součástí údajů vztahujících se k majetkovému účtu. V neposlední řadě by zde v případech, kdy jsou investiční nástroje předmětem spoluvlastnictví více osob, měly být uvedeny údaje o spoluvlastníkovi a velikosti jeho podílu<sup>283</sup>. Samotná evidence samozřejmě bude obsahovat výrazně širší škálu údajů týkajících se evidovaných emisí investičních nástrojů, jako jsou kupříkladu úrokové sazby, data výplat výnosů a konečné splatnosti u dluhopisů apod. Tyto nemusí být a obvykle ani nebudou předmětem evidence na majetkových účtech

---

<sup>281</sup> Ustanovení § 15 odst. 1 písm. b), § 18 odst. 1 písm. b) a § 21 odst. 1 písm. d) VSamE.

<sup>282</sup> Ustanovení § 12 odst. 1, § 15 odst. 1, § 18 odst. 1 a § 21 odst. 1 VSamE.

<sup>283</sup> Ustanovení § 6 odst. 2 VSamE respektive CDCP [online]. Provozní řád, verze č. 7, účinná od udělení povolení podle CSDR, nedatováno, s. 9 [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cdcp.cz/images/CDCP\\_provozni\\_rad.pdf](https://www.cdcp.cz/images/CDCP_provozni_rad.pdf).

Pokud jde o informace vztahující se k osobě, pro níž je majetkový účet zřízen, tak ustanovení § 94 odst. 1 ZPKT především stanoví, že každý majetkový účet musí obsahovat údaje o osobě, pro kterou je veden a v případě fyzických osob rovněž její rodné číslo. Zákon pamatuje i na situace, kdy osoba nemá rodné číslo přiděleno. Pak stačí uvedení data narození. U právnických osob ZPKT specifikaci neuvádí, přesto se lze domnívat, že by měl majetkový účet obsahovat alespoň údaje postačující k identifikaci právnické osoby v rozsahu jejího názvu či obchodní firmy, IČO či obdobného identifikátoru. Příslušná ustanovení VSamE stanoví, že v případě majetkových účtů v samostatných evidencích musí být přítomno ještě uvedení bydliště fyzické osoby, respektive sídlo (ve smyslu sídla zapsaného v příslušném veřejném rejstříku) u právnické osoby<sup>284</sup>. Tento požadavek se jeví jako rozumný i v případě samostatné evidence. V případech, kdy budou evidované investiční nástroje předmětem spoluvlastnictví, budou na majetkovém účtu zapsány obdobné údaje vztahující se ke spoluvlastníkovi. S ohledem na skutečnost, že některé právní předpisy<sup>285</sup> výslovně předpokládají, že alespoň pro určité druhy investičních nástrojů jsou v evidenci obsaženy rovněž údaje o bankovních účtech<sup>286</sup>, by majetkový účet oměl obsahovat rovněž tento údaj. Minimálně v případech, kdy bude nezbytné zpracovat a dále hlásit identifikátor LEI<sup>287</sup> osoby, pro kterou je majetkový účet zřízen, případně i tam, kde jej tato osoba uvede dobrovolně, bude předmětem evidence i tento identifikátor. Tato povinnost se vztahuje kupříkladu k transakcím s OTC deriváty<sup>288</sup>.

### 3.2.3. Charakter evidence a zápisů do evidence

Definici evidence investičních nástrojů jakožto komplexního souboru informací, jakkoliv vyžadovaných legislativou, praxí či oběma, považují za bezrozpornou. Charakter evidence ovšem pozitivní právo detailněji nevymezuje. V případě evidence vedené centrálním

---

<sup>284</sup> Specificky tedy § 6 odst. 1 písm. c) VSamE odkazuje na § 2 odst. 1 písm. j) ZPKT. Některé z dřívějších novelizací nicméně způsobila, že odkaz je chybný, respektive mě by směřovat na ustanovení § 2 odst. 1 písm. h) ZPKT. Zde jsou již obsaženy uvedené informace.

<sup>285</sup> Ustanovení § 264 odst. 1 a 2 ZOK.

<sup>286</sup> CDCP [online]. Provozní řád, verze č. 7, účinná od udělení povolení podle CSDR, nedatováno, s. 9 [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cdcp.cz/images/CDCP\\_provozni\\_rad.pdf](https://www.cdcp.cz/images/CDCP_provozni_rad.pdf).

<sup>287</sup> Kód LEI je globálním 20ti místým unikátním identifikátorem právnické osoby, jehož přidělování se řídí normou ISO 17442. LEI je v současnosti již široce přijímaným způsobem identifikace osob na finančních trzích. Více informací viz *Introducing the Legal Entity Identifier (LEI)*. In. [gleif.org](http://gleif.org) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.gleif.org/en/about-lei/introducing-the-legal-entity-identifier-lei>.

<sup>288</sup> Prováděcí nařízení Komise (EU) č. 1247/2012 ze dne 19. prosince 2012, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o formát a četnost vykazování obchodů do registrů obchodních údajů podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů.

depozitářem (ten může vést evidenci centrální i samostatnou, v úvahu připadá i evidence vedená zahraničním centrálním depozitářem dle zahraničního práva) je zcela logicky předpokládáno využití elektronických prostředků a IT systémů (Článek 75 CSDR)<sup>289</sup>. Jejich robustnost musí odpovídat charakteru a rozsahu poskytovaných služeb. U samostatné evidence vedené jinými subjekty než centrálním depozitářem, toto stanoví § 2 odst. 1 VSamE. U centrální či samostatné evidence vedené ČNB sice žádný právní předpis nepředepisuje elektronickou formu evidence, v praxi tomu tak nicméně je<sup>290</sup>. Obdobná situace platí i u samostatné evidence státních dluhopisů vedené Ministerstvem financí. I zde se v praxi jedná o evidenci v elektronické podobě, což je výslovně uvedeno v Článku 3 Provozního řádu samostatné evidence státních dluhopisů<sup>291</sup>. Poměrně zajímavá je ovšem skutečnost, že Ministerstvo financí „outsourcuje“ část činností souvisejících s vedením této evidence na třetí kvalifikovaný subjekt, jímž je CDCP. V případě všech typů evidencí má osoba, která je vede, povinnost zajistit pravidelné zálohování údajů tvořících obsah evidence, stejně jako povinnost mít připraveno technické řešení pro rychlou rekonstrukci dat tvořících evidenci společně s možností využít náhradní provozní zázemí, odkud bude možné evidenci opětovně zprovoznit. V případě soukromoprávních subjektů tato povinnost vychází z relevantních právních předpisů, u veřejnoprávních subjektů z vnitřních předpisů upravujících fungování dané evidence. Detailní charakter použitých nástrojů a opatření se bude měnit v závislosti na charakteru a rozsahu evidence.

Evidence tedy tvoří soubor informací v ní obsažených, nikoliv samotné technické řešení užitá k jejich zaznamenání. Z toho lze dovodit, že subjekt vedoucí evidenci nemusí být přímo vlastníkem IT systému či technologie užitá k samotnému uchovávání předmětných údajů a dat ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon. A to ani v případě centrálního depozitáře, jakkoliv je to v takovém případě žádoucí. Tyto údaje čistě formálně ani nemusí mít uloženy na nosičích dat, které má ve své moci, ale bezpochyby může pro provoz evidence, její části či pro archivaci a zálohování dat využít technologické řešení poskytované třetími stranami<sup>292</sup>, pokud toto technologické řešení umožní odpovídající zabezpečení dat (např. šifrováním) a nezměnitelnost, jakož i odpovídající přístup k těmto datům prostřednictvím datových připojení,

<sup>289</sup> Shodně ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 562. ISBN 978-80-7400-653-1

<sup>290</sup> ČNB [online]. Pravidla systému krátkodobých dluhopisů, 2018, 44 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/financi\\_trhy/skd/pravidla.html](https://www.cnb.cz/cs/financi_trhy/skd/pravidla.html).

<sup>291</sup> MFČR [online]. Provozní řád samostatné evidence státních dluhopisů vedené Ministerstvem financí, účinný ode dne 1. prosince 2018, 11 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.sporicidluhopisycr.cz/cs/predpisy/provozni-rad>.

<sup>292</sup> Tedy v zásadě technické řešení úschovy dat poskytované třetí stranou (cloud), které splňuje vymezené požadavky.

komunikačních protokolů apod. Odpovídajícím způsobem musí být zabezpečena rovněž komunikace mezi jednotlivými stupni evidence. Obsahem vedení evidence tedy není tvorba ani udržování technologického řešení užívaného pro její fungování. Evidence tak může být z části či zcela založena na využití služeb třetích stran, v praxi to ostatně není neobvyklé. Unijní zákonodárce na tuto problematiku rámcově pamatuje v CSDR (Článek 30) i v jeho prováděcích předpisech, přirozeně ve vztahu ke všem službám poskytovaným centrálním deponentem. Takové řešení může být zajímavé pro menší lokální centrální deponenty, které mohou využít technologické platformy vyvinuté jiným subjektem s větším personálním i kapitálovým zázemím<sup>293</sup>. Rovněž menší subjekty, které by v samostatné evidenci vedly pouze několik málo emisí (např. menší investiční společnost pro zaknihované cenné papíry kolektivního investování) nejsou zákonem nuceni k tvorbě vlastních technologií, ale mohou si opatřit odpovídající řešení poskytnuté třetími stranami, standardně formou licence. Subjekt vedoucí evidenci má samozřejmě vždy odpovědnost za způsob, jakým evidenci vede. Této primární odpovědnosti se nemůže zprostit ani angažováním kvalifikované třetí strany, která bude poskytovat technologické zázemí pro vedení evidence.<sup>294</sup>

Obsah evidence investičních nástrojů je tím, co evidenci tvoří, a subjekt vedoucí evidenci si nemůže údaje zapisovat a měnit, jak se mu zlíbí. Pokud pomineme specifické případy provádění oprav v evidenci<sup>295</sup> a ještě specifičtější případy neoprávněných zásahů třetích stran do evidence, pak platí, že prvotní zápis relevantních údajů, jakož i jejich pozdější změny, lze provádět výlučně na základě příkazu oprávněné osoby (§ 95 odst. 2 ZPKT). Touto může být s ohledem na charakter příkazu emitent, vlastník investičního nástroje, pověřený správce, exekutor, obchodník s cennými papíry, jenž zprostředkovává převod investičního nástroje apod. Ve valné většině případů je příkaz podán přes prostředníka – účastníka<sup>296</sup>. V takovém případě nicméně zákon přenáší na prostředníka i povinnost řádným způsobem ověřit oprávněnost příkazu, klasicky tedy bude muset ověřit totožnost dané osoby a rovněž právní základ, na němž je obsah příkazu založen (např. obsah dokumentů). V případech, kdy je předmětem příkazu převod investičního nástroje v důsledku obchodu uzavřeného na regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému, je ze zákona subjektem oprávněným k podání daného příkazu zainteresovaný organizátor regulovaného trhu, provozovatel mnohostranného

---

<sup>293</sup> Tento přístup je ostatně častý v případě organizátorů regulovaných trhů.

<sup>294</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 433. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>295</sup> Viz část 3.2.7. této práce.

<sup>296</sup> Toto platí, až na velmi specifické výjimky, především u evidence vedené centrálním deponentem.

obchodního systému či provozovatel vypořádacího systému (§ 96 odst. 5 ZPKT). Osoba vedoucí evidenci jim tak musí poskytnout odpovídající součinnost. Především v případě samostatných evidencí naopak nebude neobvyklé, že příkazy budou podány přímo oprávněnou osobou. Příkazy směřují k založení či zrušení majetkových účtů, k zápisu změn na majetkových účtech a také k provedení určité služby, jejíž provedení evidence umožňuje (což může být klasicky převod či přechod investičních nástrojů)<sup>297</sup>. Příkazy mohou směřovat k provedení relativně triviálních změn informací, jako jsou změny příjmení či bydliště majitele účtu, ale samozřejmě i k velmi zásadním zápisům, jako kupříkladu k výmazu předmětné emise z evidence.

V případech, kdy jsou předmětem evidence zaknihované cenné papíry, stanoví § 94a ZPKT, respektive § 14 VSamE pro zaknihované cenné papíry kolektivního investování vedené v samostatné evidenci, osobě vedoucí evidenci povinnost souběžně vést také tzv. evidenci emise. Evidence emise je vedle majetkových účtů druhou klíčovou složkou evidence, byť pouze u zaknihovaných cenných papírů a přiměřeně u imobilizovaných cenných papírů (jak stanoví § 93a odst. 7 ZPKT)<sup>298</sup>. Obsah evidence emise odráží údaje uvedené na majetkových účtech a tyto údaje konsoliduje ve vztahu k dané emisi. Zatímco majetkové účty jsou v evidenci vedeny na základě smluvního vztahu s jejich majiteli, evidence emise je vedena pro účely emitenta cenných papírů a na základě smlouvy s ním. Evidence emise tak představuje paralelní souhrn informací vedených pro emitenta a údaje z evidence emise slouží emitentovi k řadě účelů souvisejících s plněním jeho povinností vyplývajících z předmětných cenných papírů. Právní význam údajů v evidenci emise je značný, protože v určitých zákonem vymezených případech mají přednost před údaji na majetkových účtech. V § 94a odst. 2 ZPKT, respektive v § 14 odst. 2 VSamE, je normován požadavek na obsah evidence emise, a to v zásadě shodným způsobem. Evidence emise tak musí obsahovat údaje vztahující se ke všem majetkovým účtům, na nichž jsou cenné papíry z dané emise vedeny, obsahovat identifikaci jejich majitelů, uvedení počtů cenných papírů na nich evidovaných, údaje o správci či jiné osobě oprávněné vykonávat práva spojená s cennými papíry. VSamE pamatuje rovněž na údaj o spoluvlastnících cenných papírů, které musí být z logiky věci v centrální evidenci uvedeny rovněž. Osoba vedoucí konkrétní evidenci je bezpochyby oprávněna rozšířit okruh údajů v evidenci emise, pokud je schopna tyto opatřit. U některých druhů cenných papírů musejí být v evidenci bezpodmínečně i další

---

<sup>297</sup> Ustanovení § 95a odst. 1 ZPKT toto stanoví pro evidenci zaknihovaných cenných papírů, ale předmětná úprava zcela logicky funguje pro ostatní evidence obdobně.

<sup>298</sup> Proto budu v tomto odstavci hovořit souhrnně o cenných papírech, zahrnující pod toto označení i zaknihované cenné papíry.

informace. V případě emise zaknihovaných akcií, jejíž emitent ve stanovách určil, že seznam akcionářů vedený dle § 264 odst. 1 ZOK nahrazuje evidence, musí obsahovat údaje o bydlišti či sídle akcionáře, jakož i číslo jeho bankovního účtu vedeného u osoby oprávněné k poskytování bankovních služeb. Obdobně toto platí pro zaknihované podílové listy, u nichž je statutem podílového fondu určeno, že evidence nahrazuje seznam podílníků (§ 109 odst. 1 ZISIF). I v případech, kdy je část emise vedena na účtech zákazníků, garantuje pozitivní právo emitentovi, že prostřednictvím evidence emise získá údaje o konečných vlastnících cenných papírů, a to prostřednictvím povinnosti subjektů vedoucích navazující evidence poskytnout tyto informace osobě vedoucí evidenci (§ 94a odst. 2 a 5 ZPKT, resp. § 14 odst. 6 VSamE). Tímto je zajištěno, že se navazující evidence nestane pro emitenta jakousi černou skříňkou. Ustanovení § 14 odst. 7 VSamE pamatuje na případy, kdy jsou v evidenci vedena rovněž samostatně převoditelná práva oddělená od zaknihovaných cenných papírů. I u nich garantuje jejich evidování v evidenci emise a emitentovi rovněž přístup k těmto informacím. Což je zásadní pro to, aby mohl dostát povinnostem z nich vyplývajícím. Obdobným způsobem musí postupovat i osoba vedoucí centrální evidenci z titulu své odborné péče, jakkoliv to zákon detailněji nespecifikuje.<sup>299</sup>

Zcela klíčovým prvkem evidence investičních nástrojů jsou jednání činěná s cílem vydat a převést investiční nástroje vedené v evidenci. To, jak k těmto právo přistupuje, se přitom liší dle charakteru investičního nástroje. V případě zaknihovaných cenných papírů zákonodárce stanoví najisto, že k převodu (a analogicky rovněž k originárnímu nabytí) vlastnického práva dochází změnami zápisů na majetkových účtech v příslušné evidenci (§ 525 odst. 1 OZ). Změnou zápisu je přitom potřeba rozumět připsání zaknihovaného cenného papíru na příslušný majetkový účet. V případě převodů není podmínkou účinnosti převodu jeho souběžné odepsání z majetkového účtu převodce, jakkoliv musí samozřejmě dojít rovněž, snad vyjma případů technických chyb na straně osoby vedoucí evidenci. V tomto ohledu je česká evidence investičních nástrojů koncipována jako systém nepodmíněný<sup>300</sup>. Zákonodárce dokonce poskytuje těm zápisům do evidence, které směřují k vydání zaknihovaných cenných papírů, povahu zvláštních zájmů chráněných trestním právem. Konkrétně tím, že v § 249 odst. 2 zákona

---

<sup>299</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 429-430. ISBN 978-807502-003-1 a ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 565. ISBN 978-80-7400-653-1.

<sup>300</sup> Srovnej VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 62-65. ISBN 978-80-87284-43-8.

č. 40/2009 Sb., trestní zákoník (dále jen jako „TZ“) zakládá zvláštní skutkovou podstatu trestného činu neoprávněného vydání cenného papíru, respektive neoprávněného vydání zaknihovaného cenného papíru. Skutkovou podstatu tohoto trestného činu naplní ten, kdo v úmyslu způsobit jinému škodu nebo získat pro sebe či pro jiného neoprávněnou výhodu či prospěch nechá provést zápis o vydání zaknihovaného cenného papíru do evidence, aniž jsou splněny podmínky stanovené zákonem pro takový zápis. Trestní sazba tohoto trestného činu je trest odnětí svobody v délce až dvou let či zákaz činnosti. Zákon sice nespécifikuje, co jsou podmínky stanovené pro zápis do evidence, v zásadě ale budou spočívat v tom, že do evidence nebudou zapsány náležitosti zaknihovaného cenného papíru stanovené obecně závaznými právními předpisy, anebo nebude dodržen postup pro prvotní zápis<sup>301</sup>. Vždy však musí být přítomen prvek úmyslu způsobit škodu či se obohatit. Zajímavé přitom je, že podobný režim ochrany není poskytnut zápisům směřujícím k vydání jiných investičních nástrojů, jako jsou třeba deriváty, což považuji za opomenutí zákonodárce, respektive nedostatečnou reflexi aktuálních trendů kapitálových trhů. Tento trestný čin není zahrnut mezi trestné činy uvedené v § 7 zákona č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob. Nemůže se jej tedy dopustit přímo subjekt vedoucí evidenci investičních nástrojů (zde připadá v úvahu postih za správní delikt dle § 171 ZPKT), její zaměstnanci či vedoucí osoby ale samozřejmě ano.

Pokud se zaměříme na účinky zápisu ve vztahu k ostatním druhům investičních nástrojů, narazíme na poměrně komplikovaný režim. Ustanovení § 96 odst. 1 a 2 ZPKT rozšiřuje právní účinky na další investiční nástroje. Výkladový problém zde nicméně může působit skutečnost, že uvedená ustanovení užívají poněkud nejasné spojení zaknihovaný investiční nástroj, aniž by v ZPKT či jiném právním předpisu byl poskytnut jeho výklad. Tento přístup není po stránce legislativně-technické příliš šťastný, protože v rámci doktríny nepanuje shoda na jeho výkladu. Nesouhlasím nicméně s názorem<sup>302</sup>, že zde má zákonodárce na mysli fakticky pouze zaknihované cenné papíry. Naopak se domnívám, že je nezbytné toto ustanovení, jakož i další ustanovení, kde se pojem zaknihovaný investiční nástroj vyskytuje, vykládat šířeji<sup>303</sup>. A to

---

<sup>301</sup> SOTOLÁŘ, Alexander. § 249. In. DRAŠTÍK, Antonín, FREMR, Robert, DURDÍK, Tomáš, RŮŽIČKA, Miroslav, SOTOLÁŘ, Alexander a kol. Trestní zákoník: komentář. II. díl, Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 1827-1852. 978-80-7478-790-4.

<sup>302</sup> FRANĚK, Michal. § 96. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 596. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>303</sup> Toto spojení je užito rovněž v § 94 odst. 1 ZPKT, 95 odst. 1 ZPKT, § 97 odst. 1 písm. a) ZPKT a § 99 odst. 2 ZPKT.



aplikací logické a teleologické metody výkladu normy<sup>304</sup>, tedy v kontextu nejpravděpodobnějšího úmyslu zákonodárce. Pokud by totiž zákonodárce chtěl v předmětném ustanovení uvést pouze zaknihované cenné papíry, bezpochyby to udělá. Domnívám se, že cílem zákonodárce v daném případě bylo vytvořit zvláštní otevřenou (a to i do budoucna) množinu investičních nástrojů zahrnující jak zaknihované cenné papíry, tak i jakékoliv dostatečně obdobné investiční nástroje. Pojem zaknihovaný investiční nástroj by tedy měl zahrnovat i zahraniční investiční nástroje, které mají shodné pozitivní konstitutivní znaky se zaknihovanými cennými papíry, tedy jsou vydány do určité evidence, může se přitom jednat i o evidenci vedenou neregulovaným subjektem, a nelze je převést jinak než změnou zápisu v této evidenci. Pojem zaknihované investiční nástroje měl zahrnovat rovněž povolenky na emise<sup>305</sup>, pokud prostřednictvím řetězce zprostředkované držby vstoupí do evidence investičních nástrojů. Měl by zahrnovat i takové zahraniční derivátové investiční nástroje, které sice nebudou zaknihovanými cennými papíry, ovšem nebude je na základě jejich povahy či podmínek stanovených v relevantních zahraničních právních předpisech možné převádět jinak než zápisy v evidenci investičních nástrojů. Uvedené spojení musí zahrnovat rovněž ty emise imobilizovaných cenných papírů, u nichž bude v § 2414 OZ najisto stanoveno, že nelze požadovat vydání jednotlivého cenného papíru z úschovy, byť na tyto se popsany režim převodu vlastnického práva vztahuje rovněž na základě zákonem stanovené přiměřené aplikace režimu zaknihovaných cenných papírů podle uvedeného ustanovení OZ. Obdobně je tedy potřeba vykládat i kontext užití spojení zaknihované investiční nástroje v dalších ustanoveních ZPKT.

Samotnou podstatou ustanovení § 96 odst. 1 a 2 ZPKT je samozřejmě úprava režimu zápisu vlastnického práva na majetkový účet, pokud se zápisy vztahují k množině zaknihovaných investičních nástrojů. V případě zápisu na účet vlastníka, a to i v případě zápisu na účty vlastníků v rámci jedné navazující evidence (tedy bez ohledu na to, na jaké úrovni evidence se účet nachází), dochází k převodu vlastnictví v okamžiku zápisu na majetkový účet. Tento zápis je tedy konstitutivním, a to i v případech, kdy je investiční nástroj převáděn

---

<sup>304</sup> Větší efekt naopak nepřináší užití metody historické. Spojení zaknihovaný investiční nástroj předmětná ustanovení ZPKT obsahují již v prvním znění tohoto zákona účinném od 1. 5. 2004. Jeho bližší vysvětlení nepřináší ani důvodová zpráva (viz Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb. In: Psp.cz [online]. 2003, 49 s. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=4&ct=522&ct1=0>), která má pouze 49 stran a k relevantním ustanovením se vyjadřuje velmi stroze. Znění předmětných ustanovení se přitom od roku 2004 zásadním způsobem neproměnilo. Zákonodárce tedy zřejmě necítí potřebu revidovat užití zmíněného spojení.

<sup>305</sup> Jakkoliv toto bezpochyby zákonodárce při vytvoření spojení „zaknihované investiční nástroje“ nezamýšlel.

komisionáři jeho jménem na účet komitenta<sup>306</sup>. Tuto konstitutivnost neovlivňují ani případná více či méně závažná pochybení v procesu vydání<sup>307</sup>. Pokud dochází k převodu zápisem na účet zákazníků, převod vlastnictví je účinný již okamžikem zápisu na účet zákazníků.<sup>308</sup> Aby zákonodárce předešel možnosti, že zaknihovaný investiční nástroj „uvázne“ v právním vakuu bez zapsaného konečného vlastníka, stanoví zároveň, že majitel účtu zákazníků má povinnost zapsat vlastnické právo na účet vlastníka v jím vedené navazující evidenci do závěrky dne, kdy bylo vlastnické právo zapsáno na účet zákazníků. Uvedená lhůta je nicméně pouze pořádková<sup>309</sup>, zápis vlastnického práva tedy po jejím uplynutí nenastává automaticky ze zákona. Lze nicméně předpokládat, že v drtivé většině případů umožní úroveň vyspělosti užívaných technologických řešení pro vedení evidencí na první i druhé úrovni velmi rychlé propsání zápisu vlastnického práva až na účty vlastníků v navazující evidenci. Nevyjasněnými zůstávají důsledky situací, kdy dojde k zápisu vlastnického práva na účet zákazníků vedený pro zahraniční subjekt, kdy ve vztahu k tomuto účtu musí být vedena další navazující evidence dle zahraničního práva (tedy fakticky třetí úroveň evidence)<sup>310</sup>, kterému bude koncept účtu vlastníka dalece vzdálen. I zde považuji za jediný možný výklad ten, že konstitutivním je relevantní zápis na první majetkový účet, v daném případě tedy na první účet zákazníků v rámci řetězce nepřímé držby. Je rovněž vhodné doplnit, že shodný režim platí i pro případy, kdy je investiční nástroj (klasicky cenný papír či zaknihovaný cenný papír) vydáván prvnímu nabyvateli, byť zde striktně vzato nedochází k převodu vlastnického práva, ale k jeho originárnímu nabytí.<sup>311</sup>

V případě „nezaknihovaných“ investičních nástrojů vedených v samostatné evidenci naopak pozitivní právo<sup>312</sup> reflektuje, že zápis v evidenci je toliko deklaratorním, když ukládá subjektu vedoucímu evidenci povinnost zajistit, že zápis převodu je proveden až tehdy, kdy je prokázáno, že k převodu vlastnického práva došlo nejpozději k okamžiku zápisu do evidence<sup>313</sup>. Výše uvedenému pak odpovídá obsah § 95 odst. 1 ZPKT, dle něž jsou údaje zapsané na účtu

<sup>306</sup> Tuto problematiku řešil mimo jiné i Nejvyšší soud ČR, srovnej rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 24. června 2009, sp. zn. 29 Cdo 3197/2008.

<sup>307</sup> Srovnej rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 25. ledna 2015, sp. zn. 29 Cdo 4272/2011 k situaci, kdy byl zaknihovaný cenný papír vydán na účet, který nebyl zřízen na jméno osoby, jež splatila emisní kurs.

<sup>308</sup> Shodný právní režim upravuje § 1104 odst. 1 a 2 OZ pro zaknihované cenné papíry.

<sup>309</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 417. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>310</sup> K tomuto blíže srovnej část 4.3.2. této práce.

<sup>311</sup> MATYÁŠOVÁ, Eva. [online] Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů, UK Praha – disertační práce, 2012, s. 111-112. vedoucí práce Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/download/140020118>.

<sup>312</sup> Srovnej § 16 a § 19 VSaME a také § 96 odst. 4 ZPKT, byť ten toto uvádí poněkud zastřeným způsobem.

<sup>313</sup> Zmíněná ustanovení VSaME hovoří o převodu na základě smlouvy, osoba vedoucí evidenci ale samozřejmě musí obdobně postupovat rovněž v případech mimosmluvních převodů či přechodů.

vlastníka k závěrce dne určené osobou vedoucí evidenci rozhodnými pro uplatnění práv spojených se zaknihovanými investičními nástroji. Závěrka je stanovena jako rozhodný okamžik proto, že do nejpozději tohoto okamžiku musí být na účtech vlastníka reflektovány zápisy provedené na účtech zákazníků. *A contrario* lze dovodit, že v případě „nezaknihovaných“ investičních nástrojů zákonodárce zápisu v evidenci nepřipisuje takovou právní sílu a předmětná práva může uplatnit i jiná osoba, která prokáže, že je z nich oprávněna, a to například na základě smlouvy. *De lege ferenda* lze nicméně vyslovit názor, že zákonodárce v tomto ohledu zbytečně svazuje emitenty v tom, aby určili jiný rozhodný okamžik, nežli je závěrka provozního dne stanovená osobou vedoucí evidenci, a to klidně s přesností na hodiny či minuty. Tímto by klasicky mohl být jednak určitý předem stanovený okamžik, či případně neurčený okamžik, kdy by kupříkladu došlo k nějaké právní události. Není nikterak neobvyklé, že způsob vedení evidence investičních nástrojů umožňuje, aby byly zápisy na majetkové účty prováděny i několikrát za den a jeden investiční nástroj tak teoreticky může v rámci jednoho dne změnit majitele i několikrát. Flexibilnější úprava rozhodného stavu evidence by z mého pohledu mohlo najít široké využití kupříkladu u derivátových investičních nástrojů. A zákonodárce tak možná poněkud zbytečně omezuje možnost autonomie vůle smluvních stran v této oblasti.

V případě zaknihovaných cenných papírů, bez ohledu na druh evidence, v níž jsou vedeny, je § 96 odst. 3 ZPKT poskytnut nadstandardní režim ochrany nabyvatele v dobré víře. Uvedené ustanovení konkrétně stanoví: „*Pokud jiný právní předpis nestanoví jinak, stává se ten, na koho je zaknihovaný cenný papír převáděn, vlastníkem tohoto cenného papíru i tehdy, jestliže převodce neměl právo zaknihovaný cenný papír převést; to neplatí, jestliže ten, na koho je zaknihovaný cenný papír převáděn, věděl nebo musel vědět, že převodce toto právo v době převodu neměl. V pochybnostech se dobrá víra předpokládá.*“ Vyšší úroveň ochrany nabyvatele v dobré víře je obecně charakteristická pro převody cenných papírů (listinné i dematerializované) napříč vyspělými právními řády<sup>314</sup>. Tím je zajištěna právní jistota nabyvatelů a s ní související stabilita obchodování na kapitálových trzích. V opačném případě by právní spory týkající se vlastnických práv mohly vést k řetězení selhání při dodání cenných papírů a faktické paralýze obchodování. Dobrá víra nabyvatele se navíc presumuje, její absenci za účelem zpochybnění vlastnického práva je tedy potřeba prokázat, což obvykle nebude snadné.<sup>315</sup>

<sup>314</sup> Srovnej například DONALD, David C. [online]. Disintermediating Securities Settlement, 2008, s. 14. [cit. 28. 2. 2019] Dostupné z WWW: <https://ssrn.com/abstract=1154850>.

<sup>315</sup> FRANĚK, Michal. § 96. In. HUSTÁK, Zdeněk. § 3. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 596-597. ISBN 978-80-7400-433-9.

Ustanovení § 527 odst. 2 OZ zároveň upravuje další významný zákonný korektiv, a to vyvratitelnou domněnku vlastnictví osoby, na jejímž účtu vlastníka jsou zaknihované cenné papíry evidovány. Obsah evidence lze tedy zpochybnit pouze předložením jiných důkazů či listin. Tím právo usnadňuje výkon práva skutečného vlastníka a současně zefektivňuje možnost výkonu veřejného práva v určitých specifických situacích, jako jsou případy neplatnosti převodních smluv, přechodů nezapsaných do evidence, ale také prokazatelné chyby v údajích obsažených v evidenci<sup>316</sup>. Na jiné druhy investičních nástrojů nicméně uvedená speciální úprava aplikovat nelze a osoba vedoucí evidence je nemůže suplovat např. prostřednictvím vytvoření obdobných konstrukcí ve vnitřních předpisech. Na uplatnění práv spojených s investičním nástrojem, který není zaknihovaným cenným papírem, se proto aplikuje obecný režim v § 95 odst. 1 ZPKT. Není bez zajímavosti, že vyvratitelnou právní domněnku formulačně shodnou s tou vymezenou v § 527 odst. 2 OZ obsahoval § 93 odst. 3 ZPKT ve znění účinném do 31. 12. 2013. Ačkoliv důvodová zpráva k předmětné novelizaci<sup>317</sup> neobsahovala žádné zdůvodnění provedené změny, lze se domnívat, že tímto zákonodárce pouze reagoval na objektivní skutečnost, že předmětem evidence jsou i investiční nástroje, u nichž režim převodu vlastnického práva nepodléhá konstitutivnímu zápisu v evidenci investičních nástrojů.<sup>318</sup>

Nakládání s investičními nástroji vedenými v české evidenci investičních nástrojů ovšem nemusí po jejich vydání podléhat pouze domácímu právu, tedy popsanému režimu OZ a ZPKT. Zahraniční právo bude klíčové také pro následné dispozice v případech, kdy bude druhý či další stupeň předmětné evidence veden již zahraničním subjektem mimo ČR. V souladu s § 83 odst. 3 zákona č. 91/2012 Sb., o mezinárodním právu soukromém (dále jen jako „ZMPS“) se režim nakládání (tj. především převody a zřizování zajišťovacích práv) se zaknihovanými či imobilizovanými cennými papíry, jakož i právy zapsanými v evidenci, která se chovají jako zaknihovaný cenný papír, řídí právem státu, ve kterém je veden příslušný majetkový účet v evidenci. A to bez možnosti volby práva vyjma případů, kdy bude mít osoba vedoucí evidenci pobočky<sup>319</sup> ve více zemích. Jedná se o zakotvení kolizního pravidla označeného jako PRIMA

---

<sup>316</sup> K tomuto blíže např. ŠOVAR, Jan. § 527 In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 567. ISBN 978-80-7400-653-1.

<sup>317</sup> Ta byla provedena zákonem č. 303/2013 Sb.

<sup>318</sup> Této problematice se autor věnoval detailněji rovněž v článku MAZANEC, Luboš. Samostatná evidence investičních nástrojů ve světle některých současných trendů finančního trhu, Daně a Finance, 2018, roč. 26, č. 4, s. 4-12. ISSN 1801-6006.

<sup>319</sup> Nepochybně se nabízí úvaha, jaká infrastruktura již naplní charakter pobočky. Tento problém sice detailněji postihuje Článek 4 odst. 2 Haagské úmluvy, který stanovil, že pobočka musí splňovat alespoň dvě z kritérií

(*Place of Relevant Intermediary Approach*), respektive rovněž PRACA (*Place of Relevant Account Approach*). Rozhodné v těchto případech přitom nebude samotné místo, kde jsou informace v elektronické podobě uloženy. To by v případě využití např. cloudových služeb na straně osoby vedoucí evidenci mohlo být téměř nemožné, či by naopak vedlo k bizarním závěrům. Počet prostředníků zapojených v řetězci nepřímé a státy, kde sídlí, přitom nehrají roli. Podstatné je, v jaké zemi je veden majetkový účet, na který je prováděn konkrétní zápis.<sup>320</sup>

### 3.2.4. Samostatně převoditelná práva jakožto předmět evidence

Poněkud matoucí může být skutečnost, že předmětem evidence investičních nástrojů není pouze legislativně vymezená množina investičních nástrojů, u nichž to jejich charakter umožňuje. Osoba vedoucí evidenci má ze zákona povinnost evidovat také samostatně převoditelná práva, která se vztahují k některým účastnickým cenným papírům vymezeným v § 245 ZOK, pokud emitent využije fakultativní možnost jejich zapsání do evidence a o toto požádá. Samostatně převoditelná práva vymezuje § 281 odst. 2 ZOK konkrétně takto: „*právo na vyplacení podílu na zisku, přednostní právo na upisování akcií a vyměnitelných a prioritních dluhopisů, právo na podíl na likvidačním zůstatku a jiná obdobná majetková práva určená stanovami jsou samostatně převoditelnými.*“ Předmětné ustanovení lze označit za *lex specialis* s obecné normě v § 514 OZ. Ta hovoří o takovém sejetí práv s listinou, které neumožňují převod či uplatnění práv bez tohoto nosiče. Samostatně převoditelnými právy tedy mohou být výlučně majetková práva spojená s akciemi a vyměnitelnými a prioritními dluhopisy, u nichž to výslovně stanoví zákon, nebo stanovy akciové společnosti. Zákon nejspíše z důvodu právní jistoty stanoví, že hlasovací právo spojené s akcií není samostatně převoditelným, což považují za zbytečné, neboť se beztak nejedná o právo majetkové. Osamostatnit se mohou výlučně konkrétní práva jinak spojená s akciemi, mající povahu splatného a vymahatelného subjektivního majetkového práva, nikoliv tedy práva abstraktní, jež ještě nevznikla<sup>321</sup>. Samostatně převoditelná práva samozřejmě mohou být z rozhodnutí emitenta vydána jako cenné papíry či zaknihované cenné papíry (§ 281 odst. 3 ZOK) a v této podobě mohou „vstoupit“ do evidence v důsledku

---

uvedených v tomto ustanovení. Haagská úmluva nicméně nebyla ČR ratifikována, a může tak sloužit pouze jako podpůrný pramen pro výklad pojmu pobočky.

<sup>320</sup> BRODEC, Jan. § 83. In. PAUKNEROVÁ, Monika, ROZEHNALOVÁ, Naděžda, ZAVADILOVÁ, Marta a kol. Zákon o mezinárodním právu soukromém. Komentář, Praha: Wolters Kluwer, 2013, s. 552-555. ISBN 978-80-7478-368-5.

<sup>321</sup> K tomuto blíže PAULY, Jan. § 281. In. BĚLOHLÁVEK, Alexander J. Komentář k zákonu o obchodních korporacích, Plzeň: Aleš Čeněk, 2013, s. 1278. ISBN 978-80-7380-451-0.

jejich imobilizace nebo zaknihování. Pak se jedná o samostatné investiční nástroje, respektive cenné papíry či zaknihované cenné papíry, takže způsoby jejich vydání a nakládání s nimi nejsou nijak specifické.

Společnost, která vydala zaknihované účastnické cenné papíry může (ale samozřejmě nemusí, protože tak obvykle skutečně emitenti nečiní) dát příkaz k zápisu samostatně převoditelného práva do příslušné evidence. Předmětné ustanovení se obdobně aplikuje i na akcie imobilizované způsobem vymezeným v § 2414 OZ. Ustanovení § 282 odst. 1 ZOK sice výslovně hovoří pouze o právech spojených se zaknihovanou akcií, nelze jej ale vykládat jinak, než že se aplikuje obdobně i na samostatně převoditelná práva spojená s vyměnitelnými a prioritními dluhopisy. Po zápisu do evidence již samostatně převoditelné právo nenásleduje osud původního zaknihovaného cenného papíru. Již se nejedná o práva spojená s cenným papírem, proto daný stav není rozporný s § 514 OZ. Pokud je samostatně převoditelné právo zapsané v příslušné evidenci, nakládání s ním upravuje § 282 odst. 1 ZOK. Toto ustanovení stanoví, že se samostatně převoditelné právo převádí registrací převodu v evidenci, přičemž na postup při zápisu samostatně převoditelného práva a jeho převody se užijí obdobně ustanovení § 95 až § 96 ZPKT. Takové samostatně převoditelné právo se tedy převádí změnou zápisu v evidenci. Čistě z terminologického pohledu není příliš šťastné, že ZOK hovoří o registraci převodu v evidenci, neboť právní řád systematicky užívá ve vztahu k úpravě údajů v evidenci termín „zápis“. Může proto vznikat mylná domněnka, zda registrací není něco jiného než zápis, což rozhodně není. Na samostatně převoditelné právo, u nějž emitent nerozhodne o jeho vtělení do cenného papíru, se ovšem neaplikuje (a to ani analogicky) zvláštní režim ochrany nabyvatele v dobré víře (§ 96 odst. 3 ZPKT), ani možnost vyvratitelné domněnky vlastnického práva (§ 526 odst. 2 OZ), které jsou vlastní toliko a pouze zaknihovaným cenným papírům.<sup>322</sup>

Samostatně převoditelná práva jsou, stejně jako jiná práva, bezpochyby věcmi ve smyslu § 489 OZ, a to věcmi nehmotnými. S ohledem na skutečnost, že minimálně u těch, která se váží k zaknihovaným a imobilizovaným cenným papírům, a může proto dojít k jejich vydání do příslušné evidence, se lze důvodně zamýšlet nad tím, zda se svým charakterem nepřibližují investičním nástrojům vymezeným v § 4 odst. 1 ZPKT, konkrétně tedy investičním cenným

---

<sup>322</sup> VYBÍRAL, Petr. § 282. In. LASÁK, Jan, POKORNÁ, Jarmila, ČÁP, Zdeněk, DOLEŽIL, Tomáš a kol. Zákon o obchodních korporacích. Komentář. I. díl, Praha: Wolters Kluwer, 2014, s. 1427-1430. ISBN 978-80-7478-537-5.

papírům<sup>323</sup>. Domnívám se, že samostatně převoditelná práva svým charakterem po materiální stránce naplní obsah pojmu převoditelný cenný papír v Článku 4 odst. 1 bod 44) MiFID II, který je unijní předlohou tuzemskému pojmu investiční cenný papír. Jsou u nich totiž přítomny jak prvky převoditelnosti, tak i obchodovatelnosti na kapitálovém trhu. Pokud ovšem tuzemský zákonodárce v § 4 odst. 2 vymezuje investiční cenné papíry jako cenné papíry, výrazně tím limituje možnost subsumovat je do této množiny v rámci tuzemského práva. Paradox tuzemského legislativně-technického přístupu bude zvýrazněn v případech (zatím spíše teoretických), kdy by emitent využil možnosti, kterou mu poskytuje Článek 49 odst. 1 CSDR a vydal zaknihovanou akcii do zahraniční evidence vedené centrálním depozitářem, a to v zemi, která zmíněné ustanovení MiFID II přebrala pouze minimalistickým způsobem. Domnívám se totiž, že v takovém případě by „tuzemská“ samostatně převoditelná práva vedená v zahraniční evidenci měla být pro účely např. veřejného nabízení v rámci dotčené zahraniční jurisdikce klasifikována jako převoditelné cenné papíry.

### 3.2.5. Výpisy z evidence investičních nástrojů

Výpisy z evidence investičních nástrojů představují velmi podstatnou složku fungování evidence investičních nástrojů. Jedná se o strukturovanou formu poskytnutí informací, které jsou v evidenci obsaženy. Oproti výpisům vztahujícím se kupříkladu k peněžním účtům je ovšem jejich role mnohem významnější. Výpis lze označit jako odraz obsahu evidence pro vnější svět, neboť zákon výslovně stanoví jeho účinnost vůči třetím osobám, jakkoliv je tato formulována jako vyvratitelná domněnka (§ 99 odst. 3 ZPKT). Ustanovení § 8 VSamE detailně upravuje požadavky na obsah výpisu z majetkového účtu pro všechny samostatné evidence<sup>324</sup>. Speciální úpravu pro zaknihované cenné papíry v centrální evidenci pak obsahuje § 94a odst. 2 ZPKT, dle níž výpis musí obsahovat informace o majiteli účtu a případně o správci nebo jiné osobě oprávněné vykonávat práva spojená se zaknihovaným cenným papírem (pokud je ustanovena), údaje o počtu zaknihovaných cenných papírů evidovaných na účtu a další údaje stanovené osobou vedoucí evidenci. Ačkoliv žádný právní předpis nestanoví požadavek, aby výpis obsahoval číslo předmětného majetkového účtu, lze předpokládat, že toto bude standardně přítomno. Výpis z majetkového účtu standardně prokazuje skutečnosti zapsané v evidenci

---

<sup>323</sup> K tomuto blíže viz část 2.2.1. této práce.

<sup>324</sup> Výpis z majetkového účtu musí obsahovat údaje o osobě vedoucí evidenci, údaje o majiteli účtu a údaje evidované na majetkovém účtu, obchodní firmu, název nebo jméno emitenta, provozní den, kdy byl výpis vystaven a den, ve kterém je výpis vystaven (v praxi nemůže dojít k tomu, že se tedy dny budou shodovat).

k závěrce dne, k němuž je vydán (v souladu s § 99 odst. 3 ZPKT). Domnívám se nicméně, že *a contrario* k uvedenému neplatí, že by subjekt vedoucí evidenci nemohl po technické stránce zajistit, aby výpis reflektoval stav evidence k určitému okamžiku odlišnému od závěrky dne, pokud by pro takové řešení našel reálné využití.

Vedle výpisu z majetkového účtu upravuje zákon rovněž výpis z evidence emise v případě emisí zaknihovaných cenných papírů. Výpis z evidence emise je vyhotoven pro účely emitenta, obsahuje proto především informace o emitentovi a emisi jako celku, dále údaje vlastních zaknihovaných cenných papírů z dané emise a o případných jiných osobách oprávněných vykonávat práva s nimi spojená. Výpis je extraktem informací obsažených v evidenci, především tedy údajů vedených na majetkových účtech, přičemž § 99 odst. 3 ZPKT mu přisuzuje účinky vůči třetím osobám (tj. osobám odlišným od emitenta a osoby vedoucí evidenci). Ovšem při souběžném stanovení vyvratitelné domněnky správnosti jeho obsahu. V případech obsahového nesouladu mezi výpisem z majetkového účtu a výpisem z evidence emise vyhotovenými ke shodnému dni, má přednost obsah výpisu z evidence emise. Z mého pohledu nicméně není zcela jasné, jak by nesoulad vznikl, pokud je zdrojem obsahu obou výpisů stejný soubor dat v předmětné evidenci. Eva Matyášová<sup>325</sup> zmiňuje situaci, kdy by osoba vedoucí účet zákazníků záměrně poskytovala osobě vedoucí evidenci na první úrovni záměrně chybné či falešné údaje. Tuto možnost jistě v rovině teoretické vyloučit nelze, nicméně v takovém případě by tyto chybné či falešné údaje byly obsaženy i v evidenci emise v důsledku výměny informací mezi jednotlivými úrovněmi evidence. Uvedený příklad by nicméně mohl nastat ve chvíli, kdy by osoba vedoucí evidenci na první úrovni sama upravila obsah evidence emise po předložení dostatečně důvěryhodných důkazů. Z tohoto postupu by resultoval obsahový rozpor mezi údaji na některých účtech vlastníků a evidencí emise. Osoba vedoucí evidenci má obecně povinnost vydat majiteli účtu výpis na žádost. V případech, kdy je evidence postavena na účastnickém principu (tedy především u centrální evidence), mohou být výpisy poskytovány výlučně prostřednictvím těchto účastníků. Poskytnutí výpisu si může ze zákona nárokovat rovněž zástavní věřitel ve vztahu k zaknihovaným investičním nástrojům, k nimž má zřízeno zástavní právo.<sup>326</sup>

---

<sup>325</sup> MATYÁŠOVÁ, Eva. [online] Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů, UK Praha – disertační práce, 2012, s. 114. vedoucí práce Prof. JUDr. Milan Bakoš, DrSc. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zcp/download/140020118>.

<sup>326</sup> ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 565-566. ISBN 978-80-7400-653-1.



Emitent investičního nástroje, který není zaknihovaným cenným papírem či imobilizovaným cenným papírem, není oprávněn požadovat souhrnný výpis vztahující se k předmětné emisi. V řadě případů se ho ostatně vedení evidence ani nijak nemusí týkat, což bude případ některých samostatných evidencí. Detailněji je upraven právní režim v případech, kdy je vedena evidence emise, tedy u zaknihovaných cenných papírů a imobilizovaných cenných papírů (§ 93a odst. 7 ZPKT v kombinaci s § 2413 odst. 1 OZ), a to včetně imobilizovaných zahraničních cenných papírů. V těchto případech je subjekt vedoucí evidenci povinen předat emitentovi výpis z evidence emise rovněž při vydání emise a při jejím zrušení. Ustanovení § 94a odst. 2 ZPKT toto stanoví direktivně pro centrální evidence, přičemž § 94 odst. 7 ZPKT následně vztahuje rovněž na zaknihované cenné papíry kolektivního investování vedené v samostatné evidenci. Zcela evidentně se jedná o povinnost osoby vedoucí evidenci, otázkou ovšem je, za jakých podmínek přesně musí být tato povinnost vykonána. Jsem toho názoru, že ani v těchto případech nelze rozumně požadovat, aby byly výpisy vydány bezúplatně. V případech, kdy emitent neposkytne pro poskytnutí výpisu součinnost a především neuhradí příslušný poplatek stanovený v souladu s obecnými podmínkami, které stanoví subjekt vedoucí evidenci, tak mu výpis nemusí být předán. Lze zároveň doporučit, aby byly náklady na vyhotovení obou výpisů zohledněny v celkové ceně služby zřízení a vedení evidence, aby se předešlo případným komplikacím ve chvíli, kdy by emitent odmítl takto povinně poskytovaný výpis uhradit.

Výpisy z evidence obecně jsou zásadním prvkem, neboť vlastníků investičních nástrojů umožňuje uplatňovat práva spojená s investičními nástroji a emitentovi umožňuje identifikovat osoby oprávněné k přijetí daných plnění. V celé řadě případů přikládá právní řád výpisům z evidence zcela zásadní roli. V případě zaknihovaných akcií může akciová společnost v souladu s § 264 odst. 1 ZOK ve stanovách určit, že seznam akcionářů je nahrazen evidencí zaknihovaných cenných papírů. V takovém případě plní výpis z evidence emise roli seznamu akcionářů. V případě zaknihovaných akcií rovněž výpis vyhotovený ke dni, který je stanoven jako rozhodný pro výkon určitého práva<sup>327</sup>, v souladu s § 275 odst. 3 ZOK prokazuje oprávnění určité osoby<sup>328</sup> k uplatnění práva<sup>329</sup>. Správce zapsaný na majetkovém účtu jako osoba oprávněná vykonávat práva spojená s akcií se rovněž nemusí na valné hromadě prokazovat plnou mocí, ale postačí právě výpis z evidence (§ 400 ZOK). Uvedené platí obdobně pro akcie imobilizované v souladu s § 2414 OZ. Evidence může nahradit také seznam podílníků podílového fondu, který

---

<sup>327</sup> Ustanovení § 284 odst. 1 ZOK.

<sup>328</sup> Byť s vyvratitelnou domněnkou správnosti údajů v evidenci.

<sup>329</sup> Nejčastěji se jedná o právo na podíl na zisku a právo účasti na valné hromadě.

musí být veden dle § 109 odst. 1 ZISIF. Z evidence ovšem opět musí být možné opatřit údaje vyžadované § 109 odst. 2 ZISIF. Ustanovení § 4 odst. 1 ZoD pak v případě zaknihovaných dluhopisů výslovně předjímá, že je seznam jejich vlastníků veden osobou vedoucí evidenci investičních nástrojů. V tomto případě toto dokonce není upraveno jako fakultativní možnost emitenta, ale objektivní skutečnost. Emitent zaknihovaných dluhopisů tedy povinnost vést seznam vlastníků nemá.

Pokud jde o formu výpisů z evidence, tak tuto pozitivní právo normativně neupravuje, vyjma velmi specifického vymezení požadavků výpisu poskytovaného v podobě zprávy odpovídající požadavkům mezinárodního systému pro telekomunikaci mezi finančními institucemi (SWIFT) v § 8 odst. 2 VSamE. Lze nicméně důvodně očekávat, že všechny výše popsané druhy výpisů budou mít obvykle formu písemnou či případně elektronickou formu, distribuovat na fyzických nosičích dat (CD, DVD, flash disk) či případně elektronickými prostředky komunikace. Cena za výpisy poskytované v různé formě se přirozeně může lišit, reflektující různé náklady spojené s jejich vyhotovením a distribucí. Legislativě bezpochyby vyhoví i technologické řešení, které by umožnilo zprostředkovat údaje, které jsou předmětem výpisu, prostřednictvím dostatečně zabezpečené webové či mobilní aplikace. Lze se ostatně důvodně domnívat, že takováto forma poskytování dat z evidence bude v budoucnu stále více dominovat.

### **3.2.6. Právní povaha vztahů souvisejících s evidencí investičních nástrojů**

Právně velmi významnou je problematika právní povahy vztahu mezi osobou vedoucí evidenci investičních nástrojů, jejími zákazníky a dalšími relevantními subjekty<sup>330</sup>. V doktríně, ale ani v praxi, přitom nepanují pochybnosti o tom, že se jedná o vztah soukromoprávní povahy, který vzniká smlouvou na základě svobodné vůle stran smlouvy, což ostatně podtrhuje i obsah § 94 odst. 1 ZPKT, který výslovně uvádí, že se majetkový účet zřizuje smlouvou, tedy dvoustranným právním závazkovým vztahem, mezi osobou, pro kterou je účet zřízen, a osobou, která je oprávněna účet zřídit. Zcela evidentně se ale jedná o vztah, který je zároveň podřízen i veřejnoprávnímu normativnímu režimu. Povaha služby poskytované osobou vedoucí evidenci

---

<sup>330</sup> Stranou ponecháme charakter vztahu, který má osoba vedoucí evidenci investičních nástrojů, nejčastěji centrální depozitář, se subjekty v postavení účastníků. Zde se totiž jedná o značně komplexní problematiku, která navíc věcně nespadá do tématu předkládané práce. I v těchto případech se nicméně jedná o komplexní soukromoprávní vztahy.

investičních nástrojů se nicméně v řadě aspektů liší s ohledem, a to především s ohledem na předmět evidence a subjekt, kterému je služba poskytována.

V případě cenných papírů v hromadné úschově (bez ohledu na to, zda jsou plně imobilizovány dle § 2414 OZ) či listinných investičních nástrojů svěřených osobě vedoucí evidenci, má poskytnutá služba bezpochyby charakter investiční služby úschova a správa dle § 4 odst. 3 písm. 1 ZPKT, která je zvláštní formou obecné úschovy dle OZ a jenž se tedy přiměřeně řídí ustanoveními § 2402 a násl. OZ, respektive speciálními ustanoveními pro úschovu cenných papírů dle § 2409 a násl. OZ. Tento závěr platí i na případy, kdy emitent vydává emisi cenných papírů přímo do rukou schovatele dle § 2413 odst. 1 OZ. I u nich není nijak dotčena skutečnost, mezi tímto schovatelem a vlastníky investičních nástrojů vzniká vztah úschovy, přičemž pro tyto vlastníky musejí být zřízeny majetkové účty v evidenci vedené schovatelem<sup>331</sup>. S úschovou přímo souvisí vedení majetkových účtů v předmětné evidenci. Existence majetkového účtu je nezbytná pro evidování investičních nástrojů v evidenci. Ustanovení § 12c odst. 1 písm. a) ZPKT, a v návaznosti na něj § 5 odst. 2 a 4 VSamE, ve vztahu k povinnostem schovatele odlišného od centrálního depozitáře hovoří o povinnosti uzavřít smlouvu o vedení majetkového účtu<sup>332</sup>. Z dikce tohoto ustanovení, ale i z povahy souslednosti poskytovaných služeb lze dovodit, že smlouva o vedení majetkového účtu může být uzavřena i bez souběžného připsání či převedení investičních nástrojů na majetkový účet<sup>333</sup>. Majetkový účet tak bude pouze připraven pro budoucí potřeby<sup>334</sup>. Paralelně s uvedenými smlouvami mohou být uzavřeny rovněž další smlouvy, upravující např. zřízení peněžního účtu či poskytování jiných investičních služeb, jako je správa a obhospodařování majetku, poskytování investičního poradenství. Není ani vyloučeno, aby poskytování úschovy či vedení majetkového účtu bylo integrováno do těchto jiných smluv. Nepovažuji to ovšem za příliš praktické řešení.

V případě zaknihovaných cenných papírů je právní povaha poskytované služby přeci jen o něco zastřenější. Bez ohledu na to, zda jsou primárně zapsány v centrální evidenci vedené

<sup>331</sup> Samozřejmě v případech, kdy je emitent rovněž vlastníkem investičních nástrojů z dané emise, vzniká analogicky smluvní vztah rovněž s ním. Vydání dluhopisů na majetkový účet emitenta výslovně připouští § 15 odst. 4 ZoD, obdobně takový postup mohou připouštět zahraniční právní řády pro listinné investiční nástroje.

<sup>332</sup> Obsah smlouvy o vedení majetkového účtu není v dalších ustanoveních ZPKT ani jiných právních předpisech blíže rozvinut. Lze ji tedy považovat za nepojmenovanou smlouvu, jež může obsahovat či reflektovat určité prvky zmiňované smlouvy o úschově, zároveň ale může být i součástí smlouvy o úschově. To bude záviset na tom, jak nastaví relevantní vztahy osoba vedoucí evidenci.

<sup>333</sup> Shodně ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 564 ISBN 978-80-7400-653-1.

<sup>334</sup> Tento závěr je ostatně zcela logický s ohledem na skutečnost, že budoucí vlastník musí mít nejprve zřízen majetkový účet, aby následně mohl na tento nabýt investiční nástroje.

centrálním depozitářem (což bude nejčastější varianta), či v evidenci vedené jinou osobou, nebude se zde jednat o klasickou úschovu či hromadnou úschovu, mimo jiné i proto, že jen obtížně lze žádat vydání zaknihovaného cenného papíru z úschovy, neboť nemůže existovat mimo svět dané evidence. Nelze říci, že zaknihovaný cenný papír je někde uložen či uschován analogicky k tomu cennému papíru, neboť je konstruován pouze právní fikcí. Není totiž fakticky nikde, pokud pomineme jeho seznatelnost prostřednictvím technických prostředků pro čtení elektronických záznamů (jako je monitor i tiskárna), respektive prostřednictvím výpisů z majetkových účtů. Problémem je, že český právní řád nevytváří zvláštní konstrukci pro vztah mezi osobou vedoucí evidenci zaknihovaných cenných papírů a jejich vlastníky. Nelze si pomoci ani analogií s jinými kategoriemi věcí. Zároveň ale vztah výše uvedených osob zcela logicky nějakou povahu mít musí. Zde bych proto přisvědčil závěru opakovaně vyslovenému v rámci doktríny, že v případě vedení evidence zaknihovaných cenných papírů se jedná o zvláštní formu opatrování, na níž se v souladu s § 2408 OZ užijí zákonná ustanovení upravující úschovu. V případě zaknihovaných cenných papírů totiž osoba vedoucí evidenci tyto skutečně „přijímá“ do sféry jí vedené evidence, aby je opatrovala pro jejich vlastníky<sup>335</sup>. Nečiní tak ovšem s motivací být jejich držitelem či schovatelem. Právní řád osobě vedoucí evidenci ani nepřisuzuje oprávnění vykonávat byť jen některých z práv, která jsou se zaknihovaným investičním nástrojem spojena<sup>336</sup>. Dokonce i v případech, kdy by vlastník investičních nástrojů nehradil úplatu za poskytované služby, nemůže osoba vedoucí evidenci jednoduše a s okamžitými účinky od smlouvy odstoupit, neboť i tak bude nezbytné vyřešit osud evidovaných zaknihovaných cenných papírů. Stejně tak se nemůže jednoduše uspokojit prodejem zaknihovaných cenných papírů vedených na majetkovém účtu dlužníka, neboť pro tento účel potřebuje nejprve získat odpovídající právní titul<sup>337</sup>. Obdobný charakter má i vztah mezi osobou vedoucí jakoukoliv navazující evidenci a jejím zákazníkem. Toto přitom platí i v případech, kdy je evidence na první úrovni založena na úschově či hromadné úschově. Legislativní koncept účtu zákazníků, na který taková evidence navazuje, je založen na principu, že zde evidované investiční nástroje jsou majetkem osob odlišných od majitele účtu zákazníků. V případech, kdy bude evidence založena na účastnickém principu, tedy klasicky v případě

---

<sup>335</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 433, Praha: Leges, 2014, s. 421. ISBN 978-807502-003-1 a shodně ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 563. ISBN 978-80-7400-653-1.

<sup>336</sup> Jak je tomu v případě některých zahraničních právních řádů.

<sup>337</sup> Specifickou výjimku tvoří zákonné zástavní právo centrálního depozitáře na pohledávky vzniklé při poskytování služeb vztahujících se k nezařazeným majetkovým účtům dle § 202b odst. 3 ZPKT. Zde se ale jedná o zcela specifickou a ve své podstatě jednorázovou výjimku vycházející z neopakovatelných okolností, nikoliv tedy o speciální pravidlo.

centrálního depozitáře, a majetkový účet v evidenci bude pro jeho majitele zřízen některým z účastníků, se právní kvalifikace vztahu rovněž nemění, a to navzdory skutečnost, že smluvní dokumentace bude uzavřena mezi majitelem účtu a daným účastníkem. Ten v zásadě zprostředkovává uzavření smlouvy. Zároveň zajišťuje plnění řady zákonných povinností souvisejících s identifikací majitele účtu, prověřením původu peněžních prostředků apod. Smlouva o zřízení majetkového účtu tak bude součástí vztahu komplexnější povahy. Výše uvedený závěr ostatně dokládá skutečnost, že účet v centrální evidenci vedené centrálním depozitářem lze mezi jednotlivými účastníky převádět, aniž by tento zanikl.<sup>338</sup>

Žádné z ustanovení ZPKT ani VSamE nepředepisuje písemnou formu výše uvedených relevantních smluv. V praxi tomu však obvykle bude, protože jinak by subjekt vedoucí evidenci obtížně prokazoval uzavření smlouvy pro účely dohledových kontrol, vnitřního auditu, vymáhání smluvních povinností apod. To samozřejmě opět nevyklučuje, aby byla smlouva uzavřena distančním způsobem ve smyslu § 1820 a násl. OZ za využití elektronických prostředků komunikace, a to včetně telefonického rozhovoru, či prostředky vzdálené komunikace. Musí být však možné zaznamenat podstatné náležitosti smlouvy. V případě evidencí založených na účastnickém principu (klasicky tedy evidence centrálního depozitáře) je obsah uvedených smluv věcí každého účastníka. Musí nicméně zajišťovat, že budou splněny odpovídající zákonné povinnosti i požadavky osoby vedoucí evidenci (např. stran poskytnutých údajů).

Pokud jde o vztah mezi emitentem a osobou vedoucí evidenci, tak v případě cenných papírů imobilizovaných dle § 2414 OZ a zaknihovaných cenných papírů dochází mezi nimi k uzavření smlouvy, jejímž předmětem je vedení evidence emise. Tato smlouva by měla pokrývat nejen základní zákonné povinnosti dle § 94a ZPKT, ale měla by rovněž rámcově, a to alespoň odkazem na další vnitřní předpisy vydané osobou vedoucí evidenci, upravovat další práva a povinnosti vyplývající z tohoto vztahu. I zde není obecně vyloučeno, aby smlouva vedle samotné úschovy řešila celý komplexnější a rozsáhlejší vztah mezi emitentem a schovatelem. Klasicky by se mohlo jednat o případy, kdy je emitentovi poskytována investiční služba upisování a umístování emise cenných papírů, kdy samotná úschova pouze resultuje z úspěšného umístění emise mezi investory. V případech, které si vyžadují zřízení zvláštního technického účtu, bude jeho zřízení a vedení podléhat rovněž režimu založenému touto smlouvou. Smlouvy, jejichž předmětem je poskytování služeb souvisejících s vedením evidence emise, budou mít

<sup>338</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 433, Praha: Leges, 2014, s. 432-433. ISBN 978-807502-003-1.

v praxi obvykle charakter tzv. adhézních smluv, jejichž obsah bude předem stanoven subjektem vedoucím evidenci a nebude možné se od něj odchýlit, případně to bude možné pouze velmi omezeně<sup>339</sup>. Osoba vedoucí evidenci musí v souladu s povinností odborné péče předmětné služby poskytovat všem zákazníkům za obdobných podmínek a nediskriminačním způsobem. Uvedený princip je zásadní především ve vztahu k centrálnímu depozitáři, a to s ohledem na jeho standardně dominantní pozici. V případě jiných osob vedoucích samostatné evidence si lze představit vyšší míru smluvní volnosti mezi stranami. Zákon ani zde nepředepisuje písemnou formu smlouvy, jakkoliv tak schovatelé činí v praxi<sup>340</sup>. Analogicky k výše uvedenému lze opětovně zkonstatovat, že bez ohledu na formu smlouvy musí být odpovídajícím způsobem zaznamenány její podstatné obsahové náležitosti.<sup>341</sup>

Jelikož vztah mezi osobou vedoucí evidenci investičních nástrojů a emitenty i vlastníky investičních nástrojů je vztahem smluvním, založeným na souhlasném projevu vůle smluvních stran, je samozřejmě každá ze stran rovněž oprávněna uzavření smlouvy odmítnout, a to i bez udání důvodu. V případě osob vedoucích samostatné evidence či evidence navazující na centrální i samostatné evidence toto bezpochyby není problém, neboť lze obvykle nalézt alternativního poskytovatele dané služby. V případě centrálního depozitáře toto ovšem z důvodu jeho dominantní role v rámci trhů neplatí. V souladu s Článkem 49 CSDR by měli službu zaevidování emise poskytnout vyjma případů, kdy bude odmítnutí založeno na odpovídajícím zhodnocení rizik<sup>342</sup>. Ve vztahu k investorům do investičních nástrojů je nicméně centrální depozitář do značné míry závislý na tom, zda konkrétní osobu akceptuje jako svého zákazníka některý z jeho účastníků. Tento aspekt by nicméně do značné míry měla řešit konkurence mezi účastníky centrálního depozitáře. Spíše na okraj lze doplnit, že poskytnutí služeb směřujících ke zřízení a vedení majetkového účtu by z principu nemělo být podmiňováno uzavřením smlouvy na poskytování nesouvisejících služeb (např. uzavřením smlouvy o vedení peněžního účtu, smlouvy o úvěru apod.). Jelikož ovšem tento princip nemá výslovnou oporu v zákoně či jiném právním předpisu, nelze vyloučit, že se k této formě „prodejní“ praktiky někteří poskytovatelé služeb uchylují.

---

<sup>339</sup> Viz například Smlouva o vedení evidence emise. cdcz.cz [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cdcz.cz/images/dokumenty/dokumenty\\_emitenti/Smlouva\\_o\\_vedeni\\_evidence\\_emise.pdf](https://www.cdcz.cz/images/dokumenty/dokumenty_emitenti/Smlouva_o_vedeni_evidence_emise.pdf).

<sup>340</sup> Což potvrzuje již zmíněný příklad návrhu smlouvy s emitentem uveřejněný CDCP.

<sup>341</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 433-434. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>342</sup> K tomuto tématu blíže srovnej část 4.1.6. této práce.

Zpoplatnění služeb souvisejících s vedením evidence investičních nástrojů je velmi senzitivní otázkou. Náklady na tyto služby navíc kontrastují s tím, že například vydání cenných papírů s sebou nese relativně nízké náklady spojené s vydáním (vytištění cenných papírů, implementace ochranných prvků, distribuce listin apod.) a obvykle takřka nulové náklady následné (pokud pro úschovu není využita např. komerční bezpečnostní schránka). V případě služeb spojených s vedením samostatných evidencí zde bezpochyby existuje pluralita poskytovatelů relevantních služeb, a tedy i konkurenční trh. V určitých případech také může vedení evidence poskytováno a také hrazeno v souhrnu za poskytování více služeb či služby komplexní povahy. Tak tomu může být v případě administrátora investičního fondu poskytujícího službu evidence. V případě centrálního depozitáře je ovšem situace poněkud odlišná. Z podstaty věci je dominantním subjektem na relevantním trhu. CSDR se sice tuto situaci snaží změnit cestou odstranění regulatorních bariér pro přeshraniční poskytování služeb centrálního depozitáře, to je ale cesta postupná. Emitent, který chce vydat zaknihované akcie či dluhopisy, nemá jinou možnost než oslovit centrálního depozitáře. Stejně tak investoři nemohou upsat či zakoupit zaknihované cenné papíry bez majetkového účtu.

Centrální depozitář je podnikatelem, který svou činnost vykonává za účelem dosažení zisku. S ohledem na skutečnost, že jeho pozice odpovídá dominantnímu postavení dle § 10 zákona č. 143/2001 Sb., o ochraně hospodářské soutěže, nesmí se dopustit zneužití dominantního postavení dle § 11 téhož zákona<sup>343</sup>. Mimo jiné by neměl poskytovat služby za nepřiměřené ceny. Přiměřenost cen je ovšem věcí posouzení více faktorů. Cena dané služby musí, vede dalšího, reflektovat i velikost konkrétního centrálního depozitáře, od níž se bude odvíjet jím realizovaná výše úspor z rozsahu. Podstatná část nákladů spojených s tímto druhem podnikatelské činnosti je fixní (tj. personální náklady, nájmy, regulatorní náklady, IT systémy) a menší centrální depozitáře tyto bohužel mohou rozložit na menší počet uživatelů služeb. Centrální depozitář rovněž obvykle poskytuje řadu služeb, přičemž v případě některých nemusí mít faktické soutěžitele, zatímco služby jiné mohou být poskytovány na konkurenčním trhu. Zapovězeno je křížové subvencování poskytování některých služeb z výnosů služeb jiných, obvykle s cílem zatraktivnit takto subvencované služby. Za tímto účelem má centrální depozitář v souladu s pravidly transparentnosti jeho činností povinnost vést oddělené účty nákladů a výnos z jednotlivých poskytovaných služeb (Článek 34 CSDR). Poplatky účtované ve vztahu k poskytnutým službám musí vycházet z údajů uvedených ve veřejně dostupných cenících. Je

<sup>343</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 526-528. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 430. ISBN 978-807502-003-1.

ovšem potřeba upozornit na skutečnost, že řadu služeb centrální depozitář poskytuje prostřednictvím svých účastníků. Tito pak mají smluvní vztah ke koncovým uživatelům služeb, vlastníkům investičních nástrojů. Účastníci centrálního depozitáře jsou rovněž podnikajícími subjekty, proto zcela legitimně mohou (ale samozřejmě nemusí) navýšit ceny služeb poskytovaných koncovým uživatelům.

### 3.2.7. Pozastavení práva nakládat s investičním nástrojem

Zásadní výhodou evidence investičních nástrojů není jenom zjednodušení procesu převádění investičních nástrojů, ale samozřejmě také varianta přesně opačná, tedy možnost snadného „znehynění“ investičních nástrojů vedených v předmětné evidenci v případech, kdy si toto vyžadují oprávněné zájmy třetích stran či z důvodu ochrany právní jistoty. A opět pro tento účel zákonodárce vytvořil speciální institut. Tím je právě možnost zápisu pozastavení výkonu práva vlastníka nakládat s investičním nástrojem dle § 97 ZPKT (dále jen jako „PPN“). V případě aplikace PPN dochází k zamezení převodů s investičními nástroji. Nemůže tedy docházet k převodům smluvním, neznamena to ale samozřejmě, že nemůže docházet k přechodům vlastnického práva, klasicky v případě dědění. V případě přechodů pouze není možné změnu vlastnického práva do evidence zapsat. PPN vzniká formou zápisu do evidence investičních nástrojů, tedy zápisem na příslušný majetkový účet. Problematickým je ovšem obsah § 94 odst. 1 ZPKT, který opět uvádí, že majetkový účet musí obsahovat údaje o PPN vztahující se k zaknihovanému investičnímu nástroji<sup>344</sup>. To ovšem nekoresponduje s ustanovením § 97 odst. 5 ZPKT, které přímo hovoří o důsledcích existence PPN k investičnímu nástroji v listinné podobě, konkrétně tedy o nemožnosti tento vydat z úschovy. Předmětná ustanovení jsou tedy vůči sobě v rozporu, který dle mého názoru vede k nutnosti vykládat možnost aplikace PPN širěji, a to tak, že se vztahuje jak na zaknihované cenné papíry, tak i jiné investiční nástroje obdobné povahy, u nichž dochází k převodu vlastnického práva výlučně zápisem v příslušné evidenci<sup>345</sup>. Jakkoliv ani VSamE nezmiňuje údaje o PPN mezi obligatorními údaji zapisovanými na majetkové účty u jiných evidencí, než jsou samostatné evidence zaknihovaných cenných papírů (§ 12 odst. 2 písm. c) VSamE resp. § 21 odst. 2 písm. c)

---

<sup>344</sup> K výkladu pojmu zaknihovaný investiční nástroj, který může být sám o sobě problematický, blíže část 3.2.3. této práce.

<sup>345</sup> Půjde tedy především o zahraniční investiční nástroje obdobné zaknihovaným cenným papírům, ale rovněž o cenné papíry v úschově.



VSamE), bude samozřejmě primárně povinností osoby vedoucí příslušnou evidenci, aby zajistila zápis PPN u všech druhů investičních nástrojů, u nichž to jejich povaha umožňuje.

Příkaz k tomuto zápisu může dle § 97 odst. 1 ZPKT dát osobě vedoucí evidenci výlučně některý z těchto subjektů: a) organizátor obchodního systému, pokud má být zaknihovaný investiční nástroj převeden; b) 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) osoba, která vede centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů, jestliže je to nezbytné v souvislosti s vypořádáním, případně jinými službami, které poskytuje; d) depozitář investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu (samozřejmě pokud tak činí za účelem zajištění práv účastníků předmětného investičního fondu); e) třetí osoba, pokud dává příkaz ve svůj prospěch se souhlasem vlastníka. PPN přitom nemusí být odůvodněno nestandardním stavem. Může tak být učiněno v rámci běžného vypořádání obchodů, při zpětném odkupování cenných papírů kolektivního investování atd. Podaný příkaz také musí obsahovat dobu, na kterou se nakládání s investičním nástrojem pozastavuje. Bez uvedení doby je příkaz po právní stránce považován za nicotný, byť čistě teoreticky nelze vyloučit, že osoba vedoucí evidenci provede jeho zápis, jakkoliv by to bylo v rozporu s platným právem. Zákon sice blíže nevymezuje obsah příkazu k zápisu PPN, osoba vedoucí evidenci nicméně může ve svých vnitřních předpisech vymezit minimální obsahové a formální náležitosti příkazu<sup>346</sup>. Rozsah požadavků by nicméně měl být odůvodněný.<sup>347</sup>

Ustanovení § 97 odst. 3 ZPKT vymezuje tři možnosti zániku PPN, a to: a) uplynutím doby uvedené v příkazu; b) z příkazu osoby, která příkaz podala; nebo c) z příkazu jiné osoby, která prokáže své oprávnění zrušit zápis pozastavení, tedy klasicky soudy či správního orgánu. Ustanovená § 97 odst. 5 ZPKT pak vymezuje důsledky zápisu PPN. Po dobu trvání zápisu nelze do evidence zapsat změnu vlastníka převodem investičního nástroje, tedy fakticky není možné převést vlastnické právo k investičnímu nástroji ve smyslu § 96 ZPKT. Nelze samozřejmě vyloučit, že v průběhu trvání zápisu dojde k přechodu vlastnického práva (např. děděním, v důsledku nuceného přechodu účastnických cenných papírů apod.), i v takovém případě bude

---

<sup>346</sup> Viz CDCP [online]. Provozní řád, verze č. 7, účinná od udělení povolení podle CSDR, nedatováno, 36 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cdcp.cz/images/CDCP\\_provozni\\_rad.pdf](https://www.cdcp.cz/images/CDCP_provozni_rad.pdf).

<sup>347</sup> FRANĚK, Michal. § 97. In. HUSTÁK, Zdeněk. § 3. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 598-599. ISBN 978-80-7400-433-9.

možné zapsat změnu vlastníka až po zániku pozastavení. Po dobu trvání PPN rovněž není možné do evidence zapsat zástavní smluvní právo a v případě listinných investičních nástrojů není možné tyto vydat z úschovy, tedy fakticky ukončit jejich evidování. Ve shodě s názorem prezentovaným v odborné literatuře se rovněž domnívám, že s ohledem na zcela zásadní povahu pozastavení nakládání do jinak ústavně zaručeného vlastnického práva jednotlivce nelze prostou analogií, tedy bez výslovného uvedení v zákoně, dovodit další konsekvence pozastavení. Nemělo by se tedy ani dopadat na samostatně převoditelná práva spojená s investičním nástrojem.<sup>348</sup>

Ačkoliv zákon ani rámcově neřeší problematiku úhrady nákladů spojených se zápisem příkazu k pozastavení, jako je tomu třeba v případě poskytování informací dle § 115 ZPKT, nelze z toho dovodit, že by měl subjekt vedoucí evidenci tuto činnost provádět bezúplatně, pokud by tak nečinil na základě vlastního obchodního uvážení<sup>349</sup>. S přijetím, zpracováním a provedením zápisu PPN jsou bezpochyby spojeny určité náklady, proto se domnívám, že nic nebrání zpoplatnění této služby v přiměřené výši<sup>350</sup>. Výše úhrady by nicméně měla být stanovena transparentně a předem ve vnitřních předpisech subjektu vedoucího evidenci. Bezpochyby přitom bude důvodné, když určité typy zápisů pozastavení, klasicky ty provedené na příkaz soudů či orgánů státní správy, nebudou zpoplatněny.

Od institutu PPN je potřeba odlišovat institut zajištění movité věci dle § 79c zákona č. 141/1961 Sb., trestní řád. Zatímco PPN standardně resultuje ze vztahů soukromoprávní povahy, zajištění movité věci je naopak nástrojem práva trestního, který má za účel zajistit nástroje trestné činnosti, výnosy z trestné činnosti či náhradní hodnoty. Rozhodnutí, které je podkladem pro zajištění, vydávají orgány činné v trestním řízení. Okamžikem doručení rozhodnutí o zajištění se nesmí ve vztahu k zajištěným investičním nástrojům provádět zápisy, respektive je tak možné činit pouze se souhlasem předsedy senátu či státního zástupce, pokud je zajištění provedeno v přípravném řízení (§ 79e odst. 3 zákona č. 141/1961 Sb., trestní řád). Pro účely realizace zajištění zřídí osoba vedoucí evidenci pro majitele investičních nástrojů zvláštní účet, na kterém tyto budou evidovány. Zajištění se nevztahuje pouze na investiční nástroje, ale

---

<sup>348</sup> Tamtéž s. 599.

<sup>349</sup> Samozřejmě rovněž v případech, kdy pozastavení provádí osoba vedoucí evidenci sama ve své evidenci, tedy kupříkladu centrální depozitář dle § 97 odst. 1 písm. c) ZPKT. Na druhou stranu si lze představit alespoň teoretické situace, kdy by centrální depozitář takové poplatky účtoval v rámci jakéhosi vnitřního účetnictví, a to s cílem zvýšit transparentci způsobu určení nákladů spojených s jednotlivými kategoriemi základních služeb.

<sup>350</sup> Což je ostatně postup, který CDCP dlouhodobě aplikuje. Viz CDCP [online]. Ceník centrálního depozitáře a sazebník úhrad věcných nákladů, verze účinná od 1. ledna 2018, 25 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z [https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/cenik\\_cdcp/CDCP\\_cenik\\_01012018.pdf](https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/cenik_cdcp/CDCP_cenik_01012018.pdf).

analogicky rovněž na samostatně převoditelná práva evidovaná v evidenci investičních nástrojů, neboť i tato jsou věcmi movitými. Z logiky věci nebude možné realizovat zajištění u osoby vedoucí evidenci v případě investičních nástrojů, jejichž převádění nezávisí na provedení zápisu v evidenci.<sup>351</sup>

### 3.2.8. Opravy chyb v evidenci investičních nástrojů

V praxi je poměrně obvyklé, že je v evidenci investičních nástrojů prováděna řada změn v rámci každého pracovního dne. A nelze předpokládat, že subjekt vedoucí evidenci investičních nástrojů bude tuto činnost vykonávat vždy bezchybně, jakkoliv by to bylo žádoucí. K potřebě provedení oprav v evidenci však nemusí docházet v důsledku něčí chyby, ale může vzniknout i v důsledku určité právní události či z rozhodnutí orgánu veřejné moci. Specifický druh procesu opravy chyb v určitém typu evidencí investičních nástrojů, konkrétně tedy v případě evidencí vedených centrálním depozitářem u chyb vztahujících se ke stavu investičních nástrojů na majetkových účtech, je upraven rovněž v Článku 37 CSDR a v souvisejících ustanoveních prováděcích právních předpisů<sup>352</sup>. Samostatnou úpravu procesu rekonsiliace stavu evidence a oprav chyb ve vztahu k samostatné evidenci investičních nástrojů obsahuje příslušný podzákoný předpis, tedy konkrétně VSamE. V případě centrální evidence problematiku identifikace a oprav chyb, vyjma zmíněné unijní právní úpravy, žádný jiný obecně závazný právní předpis neobsahuje. Centrální depozitář obecně musí tuto problematiku důsledně řešit z hlediska povinnosti odborné péče, mimo jiné by ji tak měl mít upravenou ve svých vnitřních předpisech. Lze proto předpokládat, že v rámci řízení o udělení povolení k poskytování služeb centrálního depozitáře bude vedle mnoha dalších aspektů posuzován i tento, případně bude přímo vyžadována implementace úpravy obdobné té obsažené ve VSamE do vnitřních předpisů, především pak do provozního řádu centrálního depozitáře. Obecný režim opravy chyb se v každém případě aplikuje na všechny druhy evidencí vedených dle českého práva paralelně s výše zmíněnými zvláštními předpisy.<sup>353</sup>

---

<sup>351</sup> MAREK, Radan, JEŽEK, Václav. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář*. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2013, 149 s., ISBN 978-80-7400-466-7

<sup>352</sup> Blíže k tomuto tématu viz část 4.1.4. této práce.

<sup>353</sup> ŠOVAR, Jan. § 526. In: PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. *Občanský zákoník. Komentář*. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 563. ISBN 978-80-7400-653-1.

Proces oprav chyb v evidenci upravuje ustanovení § 98 odst. 1 ZPKT, které předpokládá, že osoba vedoucí evidenci investičních nástrojů má povinnost opravit chybu v předmětné evidenci nejen na základě vlastních zjištění či na základě oprav provedených v jiných evidencích investičních nástrojů, které mají vliv na evidenci vedenou touto osobou (§ 98 odst. 1 písm. c) a d) ZPKT – obvykle, nikoliv však výlučně se bude jednat o evidence navazující na tuto prvotní evidenci), ale rovněž na základě pravomocného orgánu soudu či jiného orgánu veřejné moci (§98 odst. 1 písm. b) ZPKT) a také na základě oprávněné námitky ze strany dalších subjektů, které mohou mít nějakou formu právního vztahu k předmětné evidenci (§ 98 odst. 1 písm. a) ZPKT). Osoba vedoucí evidenci přitom v případě, že dojde ke zjištění objektivně existující chyby, musí tuto opravit ke dni jejího vzniku, pokud je možné tento určit. Jiný režim platí pouze pro případy, kdy den vzniku chyby nelze určit (pak má být chyba opravena ke dni jejího zjištění) a dále samozřejmě případy, kdy příslušné rozhodnutí určí konkrétní jiné datum účinnosti opravy. Při opravě chyb spolu musí subjekty vedoucí propojené evidence odpovídajícím způsobem spolupracovat na opravách zjištěných chyb (§ 98 odst. 4), což je jistě zcela odůvodněný požadavek. Lze nicméně důvodně předpokládat, že tento proces bude detailněji upraven ve vnitřních předpisech upravujících fungování předmětné evidence, jakož i v případné smlouvě mezi těmito subjekty. Ustanovení § 98 odst. 3 ZPKT rovněž požaduje, aby osoba vedoucí danou evidenci, rovněž dokumentovala opravené chyby, aby bylo možné realizovat budoucí kontroly odůvodněnosti předmětných oprav.<sup>354</sup>

### **3.2.9. Povinnost uchování evidence a dokumentů**

Osoba vedoucí evidenci investičních nástrojů má dle § 99a odst. 1 ZPKT povinnost uchovávat tuto evidenci a všechny dokumenty, které se jí týkají, po dobu 10 let od konce kalendářního roku, v němž byl předmětný údaj do evidence zapsán. Toto ustanovení ZPKT původně stanovilo dokonce archivační lhůtu v délce 12 let, novelizací provedenou zákonem č. 148/2016 Sb. byla nicméně lhůta zkrácena tak, aby se shodovala s obsahem Článku 29 odst. 1 CSDR. Český zákonodárce nevyužil možnosti stanovit archivační lhůtu odlišně pro různé druhy evidencí. Jakkoliv zákon přímo nepředepisuje způsob uchování evidence, z povahy věci bude obvykle využita elektronická forma. Možnost využití uchovávaných údajů nicméně zákon významně limituje, neboť tyto mohou být bez souhlasu osoby, pro kterou byl zřízen konkrétní

<sup>354</sup> FRANĚK, Michal. § 98. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 600-601. ISBN 978-80-7400-433-9.

majetkový účet, k němuž se určitý okruh údajů vztahuje, toliko a pouze na základě povinnosti stanovené v relevantním právním předpisu, anebo v případě, kdy osoba vedoucí evidenci podává trestní oznámení. Analogicky k tomuto lze dovodit, že osoba, pro kterou byl určitý majetkový účet zřízen, si relevantní údaje může vyžádat a měla by je obdržet, jakkoliv si za jejich poskytnutí může centrální depozitář stanovit poplatek. Částečně souhlasím s názorem<sup>355</sup>, že analogický režim předchozího souhlasu s poskytnutím by se měl vztahovat i na údaje a dokumenty vztahující se k evidenci emise a souhlas emitenta dané emise, jakkoliv ZPKT na tyto případy nepamatuje. Domnívám se ovšem, že tuto analogii nelze aplikovat absolutně. A jelikož to zákon výslovně nezapovídá, jsem toho názoru, že osoba, která vede evidenci investičních nástrojů, je oprávněna dále nakládat s údaji z evidence emise, které nemají sensitivní povahu. Za tyto lze například považovat údaje o celkovém objemu emise a jeho změně v průběhu času, či obecné údaje o počtu majetkových účtů, na které byla emise vydána a na nichž byla průběžně evidována. Zmíněné údaje přitom mohou být zpracovány pro marketingové či statistické účely, ale nic by nemělo bránit ani jejich zpeněžení.<sup>356</sup>

### 3.2.10. Poskytování informací

Jako příklad zcela zásadního pozitiva, které je velmi často v médiích, ale i v odborných publikacích obecně uváděno ve vztahu k dematerializaci či imobilizaci investičních nástrojů, a přiměřeně tedy platí pro institut evidence investičních nástrojů, je prvek transparentnosti evidence pro příslušné orgány veřejné správy. A to ve smyslu dostupnosti údajů o vlastnicích investičních nástrojů, zahrnující i historii změn vlastnického práva. Především centrální evidence představuje obrovský soubor informací, jež mají nepochybně relevanci pro potřeby statistické i z pohledu aspektů řízení daňových, správních, trestních i jiných. Zákonodárce zcela logicky předpokládá, že by subjekt vedoucí evidenci investičních nástrojů neposkytoval relevantní údaje zcela automaticky, a to především s odkazem na povinnost mlčenlivost dle § 116 ZPKT, případně i s odkazem na obecnou povinnost mlčenlivosti a ochranu obchodního tajemství. Proto v § 115 ZPKT ukládá osobám vedoucím centrální či samostatnou evidenci povinnost poskytovat údaje, které dle § 99a odst. 1 ZPKT uchovávají, subjektům uvedeným v § 115 odst. 1 ZPKT<sup>357</sup> v případě, že o některý z těchto subjektů o předmětné údaje či informace požádá. Uvedený výčet

---

<sup>355</sup> Tamtéž, s. 603.

<sup>356</sup> Tamtéž s. 603.

<sup>357</sup> Ustanovení § 115 odst. 1 ZPKT mezi oprávněnými subjekty uvádí mimo jiné soudy pro účely relevantních soudních řízení, exekutory pro účely relevantních exekučních řízení, správce daně, ČNB apod.

přítom lze považovat ze své povahy za taxativní, jakkoliv nelze vyloučit jeho potenciální rozšíření na základě zvláštního ustanovení jiného zákona. Ve vztahu k informační povinnosti platí, že analogicky k povinnosti subjektu vedoucího evidenci vůči orgánu veřejné správy mají i subjekty vedoucí navazující evidence povinnost poskytnout údaje a dokumenty (§ 115 odst. 2 a 4 ZPKT). Před rekonstrukcí českého soukromého práva byl příležitostně kritizován fakt, že zákonodárce právě v § 115 opakovaně hovoří o vlastníkově investičního nástroje<sup>358</sup>, což za konstelace, kdy významnou součástí množiny investičních nástrojů tvořily deriváty, které měly povahu práva či pohledávky a nemohly být předmětem vlastnického práva, nebylo příliš šťastné. Tato výtku nicméně pozbyla relevance s ohledem na mnohem širší pojetí věci v příslušných ustanoveních OZ<sup>359</sup>. Uvedené ustanovení ale nejspíše nečinilo aplikační potíže ani před účinností OZ, což lze přisoudit faktu, že v českých podmínkách nejsou derivátové investiční nástroje ve větším rozsahu předmětem evidence.

Zákon připouští, aby osoba vedoucí samostatnou evidenci odlišná od centrálního depozitáře plnila informační povinnost dle § 115 ZPKT prostřednictvím centrálního depozitáře za podmínek stanovených smlouvou mezi touto osobou a centrálním depozitářem. Toto řešení, jakkoliv se jeví jako praktické, neboť centrální depozitář bude muset být s ohledem na rozsah vedených evidencí odborně, organizačně i personálně vybaven na poskytování informací v značném rozsahu, nelze považovat za automatické a vymahatelné na straně všech subjektů vedoucích samostatné evidence. Zákon předpokládá, že takováto forma poskytování informací probíhá na základě smlouvy, takže tato možnost by měla být poskytnuta pouze na základě dohody smluvních stran. Vždy bude záležet primárně na centrálním depozitáři, zda tuto možnost nabídne a za jakých podmínek, měl by jí nicméně nabízet za transparentních podmínek shodných pro všechny zájemce.

S ohledem na skutečnost, že povinné osobě obvykle vzniknou s poskytnutím údajů či dokumentů určité náklady, předpokládá ustanovení § 115 odst. 5 ZPKT jejich refundaci, ovšem pouze v rozsahu účelně vynaložených nákladů. Nelze je tedy navýšit o jakýkoliv další poplatek

---

<sup>358</sup> PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, 2005, roč. 14, č. 1, s. 25. ISSN 1210-6410.

<sup>359</sup> Shodně MATYÁŠOVÁ, Eva [online]. Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů, UK Praha – disertační práce, 2012, s. 77. vedoucí práce Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/download/140020118>.

či marži a výše těchto nákladů nemůže být určena svévolně<sup>360</sup>. Způsoby určení jejich výše a úhrady upravuje vyhláška č. 212/2010 Sb., způsobu stanovení výše vynaložených věcných nákladů a způsobu jejich úhrady při poskytování údajů centrálním depozitářem a osobou, která vede samostatnou evidenci investičních nástrojů.<sup>361</sup>

### 3.3. Centrální evidence zaknihovaných cenných papírů

Centrální evidence zaknihovaných cenných papírů je stěžejní tuzemskou evidencí investičních nástrojů. Lze vyjádřit důvodný předpoklad, že se jedná o evidenci obsahující nejvýznamnější množinu investičních nástrojů obchodovaných na českém kapitálovém trhu, a to zaknihované cenné papíry. K jejímu vedení je přitom kvalifikován pouze velmi omezený okruh subjektů. Institut centrální evidence přitom prošel v českém právním prostředí poměrně zajímavým vývojem, který v především v posledních letech výrazně ovlivnil legislativní vývoj na unijní úrovni. V této podkapitole proto nejprve stručně představím právně-historický kontext institutu centrální evidence na území ČR, abych následně přistoupil k analýze základních legislativních principů a pravidel, které pro fungování tohoto typu evidence stanoví český právní řád.

#### 3.3.1. Geneze vývoje centrální evidence

Současné právní úpravě centrální evidence zaknihovaných cenných papírů nelze plně porozumět bez analýzy historického vývoje tohoto institutu v právním řádu ČR. Možnost zaknihování cenného papíru, v daném případě tedy pouze dluhopisů, zavedl do českého právního řádu zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech ve znění účinném od 1. 2. 1991. V tehdejší pojetí přitom měla evidence charakter spíše účetního záznamu, tedy značně neformální. Zákonodárce nicméně projevil ambici aplikovat přístup, který byl v tehdejší době relativně nevyzkoušený, tedy požadavek na koncentraci vedení evidencí zaknihovaných cenných papírů v jedné centrální

---

<sup>360</sup> Touto problematikou se zabýval i Ústavní soud, a to postupně ve vztahu k různým subjektům v usneseních sp. zn. II.ÚS 3319/14, sp. zn. II.ÚS 327/14 a sp. zn. I.ÚS 548/15, přičemž ve všech v zásadě pouze potvrdil výše uvedený závěr.

<sup>361</sup> FRANĚK, Michal. § 99a. In. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 668-670. ISBN 978-80-7400-433-9.

evidenci.<sup>362</sup> Toto rozhodnutí je potřeba vnímat i v kontextu procesu tzv. kuponové privatizace<sup>363</sup>. Pro naplnění výše uvedeného cíle ZCP s účinností od 1. 1. 1993 vytvořil právní rámec pro Středisko cenných papírů (dále jen jako „SCP“), které bylo příspěvkovou organizací Ministerstva financí ČR (dále jen jako „MFČR“) a disponovalo právním i logicky i faktickým monopolem na vedení centrální evidence zaknihovaných cenných papírů, byť zákon připouštěl existenci evidencí některých specifických druhů zaknihovaných cenných papírů provozovaných ČNB a MFČR<sup>364</sup>. K tomuto subjektu musely být rovněž převedeny již existující evidence. Zároveň v právním řádu absentovala úprava vedení evidencí o instrumentech, které nebyly zaknihovaným nebo imobilizovaným cenným papírem. Ze své povahy bylo SCP veřejnoprávním subjektem, který nevykonával činnost za účelem dosažení zisku a disponoval poměrně rozsáhlou pobočkovou sítí. Jím vedená evidence proto byla evidencí veřejnoprávní, jakkoliv samotné vztahy mezi vlastníky investičních nástrojů a SCP byly vztahem povahy soukromoprávní. Objektem relativně časté kritiky byla skutečnost, že centrální evidence vedená SCP byla evidencí jednostupňovou, v níž byly vedeny majetkové účty výlučně pro vlastníky zaknihovaných cenných papírů. Právní řád blíže neupravoval vedení tzv. sběrných účtů pro cenné papíry klientů, tedy účtů zákazníků, jakkoliv byl tento postup v praxi aplikován, a rovněž doktrína dovozovala jeho přípustnost<sup>365</sup>. Skutečně lze říci, že tehdejší právní úprava evidence vedené SCP odpovídala více veřejnému registru vlastníků zaknihovaných cenných papírů nežli komplexnímu režimu upravujícímu aspekty jejich nepřímého držení<sup>366</sup>. Vedle toho SCP neposkytovalo škálu činností, které na vyspělých trzích poskytují centrální depozitáře či obdobné subjekty<sup>367</sup>, což v některých ohledech nepochybně znevýhodňovalo český kapitálový trh. SCP se rovněž nevyhnula

---

<sup>362</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 414. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>363</sup> Spíše namátkou lze k tomuto tématu zmínit například publikace ZEMAN, Karel. Analýza privatizace a restitucí v ČR, Praha: Karolinum, 2017, s. 79 a násl., ISBN 978-80-246-3796-9 či RICHTER, Tomáš. Kuponová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností, Praha: Karolinum, 2005, 132 s. ISBN 80-246-1012-4.

<sup>364</sup> I tyto však po právní stránce byly dle ZCP ve znění účinném do roku 2004 definovány jako specifická součást centrální evidence vedené SCP. Jejich legislativní vymezení jakožto samostatných evidencí zavedl zákon až později. Blíže viz SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TĚGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 414. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>365</sup> ELEK, Štefan. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů, Právní rozhledy, 2002, roč. 11, č. 8, s. 360. ISSN 1210-6410.

<sup>366</sup> PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, 2005, roč. 14, č. 1, s. 23. ISSN 1210-6410.

<sup>367</sup> Tedy služby vedení evidencí emisí a majetkových účtů, služby vypořádacího systému a služby s těmito bezprostředně související, jako je přidělování relevantních identifikátorů.



pochybení související s ochranou majetku investorů, což bezpochyby nepřispělo jeho pozitivnímu obrazu v očích investorské veřejnosti<sup>368,369</sup>.

Poměrně zásadní koncepční obrat pak přinesl ZPKT, který vstoupil v účinnost počínaje dnem 1. 5. 2004. Vedle řady jiných změn do českého právního řádu, konkrétně v § 100 a následujících ZPKT ve znění účinném od 1. 5. 2004, uvedl zcela novou kategorii regulovaného subjektu. A to konkrétně centrální depozitář cenných papírů, jakožto soukromoprávní subjekt (tj. podnikající právnickou osobu) vedoucí centrální evidenci cenných papírů v ČR. Tímto byl zahájen poměrně komplikovaný proces transformace vedení centrální evidence, který byl dokončen ke dni 7. 7. 2010<sup>370</sup>. K tomuto dni převzala centrální evidenci cenných papírů vedenou SCP společnost Centrální depozitář cenných papírů, a.s. (dále jen jako „CDCP“)<sup>371</sup>, která předtím získala povolení ČNB k činnosti centrálního depozitáře dle právního řádu ČR. CDCP převzal vedení stávajících evidencí emisí i majetkových účtů investorů a v rámci českého trhu integroval činnosti subjektu vedoucího centrální evidenci cenných papírů dle § 92 a následujících ZPKT, tedy centrálního depozitáře, a provozovatele vypořádacího systému dle § 82 a následujících ZPKT. Spíše na okraj lze doplnit, že nedlouho po převedení centrální evidence bylo SCP zrušeno. Pozbylo svého významu. A jelikož CDCP funguje na účastnickém principu, přičemž SCP naopak poskytovalo své služby investorské veřejnosti napřímo, obtížně řešitelným problémem zůstal stav, kdy nikoliv nevýznamný objem cenných papírů zůstává veden na účtech v tzv. nezařazené evidenci, u nichž investoři neuzavřeli smlouvu s některým z účastníků CDCP<sup>372</sup>.

Na druhou stranu koncept evidence investičních nástrojů doznal v pozitivním právu možná menších změn, než by bylo žádoucí. I tak to samozřejmě byly změny zásadní. Zatímco

---

<sup>368</sup> K tomuto například viz Ukradli mu přes sto tisíc akcií ČEZ. Odškodné 31 milionů zaplatí stát, neuhlídal je. In. aktualne.cz [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://zpravy.aktualne.cz/domaci/podvodnici-mu-ukradli-pres-sto-tisic-akcii-cezu-odskodne-31/r~c4b327784e9811e6b597002590604f2e/>. Autorovi se bohužel nepodařilo dohledat spisovou značku rozhodnutí citovaného v předmětném článku.

<sup>369</sup> DĚDIČ, Jan, Štenglová, Ivana. Zákon o cenných papírech. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 1997, s. 143-145. ISBN 80-7179-104-0.

<sup>370</sup> K tomuto blíže například viz Středisko cenných papírů končí, vaše akcie se neztratí. In. idnes.cz [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.idnes.cz/ekonomika/domaci/stredisko-cennych-papiru-konci-vase-akcie-se-neztrati.A100617\\_173945\\_domaci\\_iky](https://www.idnes.cz/ekonomika/domaci/stredisko-cennych-papiru-konci-vase-akcie-se-neztrati.A100617_173945_domaci_iky).

<sup>371</sup> Spíše na okraj lze doplnit, že CDCP vznikl transformací z dceřiné společnosti Burzy cenných papírů Praha, a.s. jménem UNIVYC, a.s., která do té doby zajišťovala vypořádání obchodů s investičními nástroji na trzích Burzy cenných papírů Praha, a.s. a související služby.

<sup>372</sup> K tomuto například detailněji viz například Informace a služby pro veřejnost i profesionály. In. www.cdcp.cz [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.cdcp.cz/index.php/cz/8-siroka-verejnost/4-nezarazeny-ucet>.

centrální evidence vedená SCP měla *de jure* i *de facto* charakter jednostupňové evidence, v níž byly zaknihované cenné papíry vedeny výlučně na účtech koncových majitelů, kteří navíc měli na zřízení majetkového účtu ze zákona nárok. To bylo řešení pro praxi značně nepružné, neboť činilo transakce administrativně náročnějšími, a navíc vylučovalo aplikaci různých forem správy majetku užívaných na vyspělých zahraničních trzích. Jak jsem již uvedl, v praxi docházelo v tom, že tuzemští obchodníci s cennými papíry či zahraniční subjekty vedly na majetkových účtech zřízených na své jméno majetek svých zákazníků, což bylo bezpochyby obecně závaznými právními předpisy zakázáno. V případě zahraničních subjektů mohl být tento postup legitimován i tím, že na základě právního řádu relevantního pro vztah mezi nimi a koncovými investory byli po právní stránce vlastníky předmětných zaknihovaných cenných papírů. Problém ovšem nastával v případě úpadku takového zprostředkovatele, což se prokázalo i v praxi<sup>373</sup>. Popsaný stav nicméně byl bezpochyby způsobilý k tomu značně znevěrohodnit český kapitálový trh v očích některých významných zahraničních investorů. Jakkoliv ZPKT již od roku 2004 legislativně upravoval tzv. dvoustupňovou evidenci, kdy společně s institutem centrálního deponitáře zavedl možnost evidování zaknihovaných cenných papírů na účtech vlastníka a účtech zákazníků, v praxi byl tento koncept aplikován až v roce 2010, tedy až v okamžiku, kdy CDCP převzal centrální evidenci vedenou SCP.

Pokud akceptujeme značnou míru zjednodušení, lze aktuální legislativní přístup k evidování zaknihovaných či imobilizovaných cenných papírů v ČR klasifikovat jakožto částečně decentralizovaný vícečlankový systém, u něhož je sice významná role centrální evidence koncentrující u sebe naprostou většinu zaknihovaných cenných papírů, ovšem *de jure* i *de facto* část emisí existuje v rámci samostatných evidencí<sup>374</sup>. Přípustné je rovněž využití zahraniční evidence<sup>375</sup>, což jen posiluje uvedenou decentralizační tendenci. Pokud jde o samostatné evidence investičních nástrojů, tak tyto mají z pohledu pozitivního práva povahu jednočlankových i vícečlankových decentralizovaných systémů, lze se však domnívat, že v praxi se bude jednat spíše o řešení s jedním stupněm bez navazujících evidencí. Pokud se zaměříme na další představené možnosti klasifikace, tak lze systémy evidencí z pohledu transparency pozitivního práva klasifikovat jako systémy přímého vlastnictví, z pohledu transparency jako

---

<sup>373</sup> Lze odkázat na v této práci již zmíněná rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 29 Cdo 203/2009 ze dne 24. září 2012 a sp. zn. 29 Cdo 5239/2008 ze dne 20. října 2009.

<sup>374</sup> Přitom především v případě podílových listů představujících podíl na fondech kolektivního investování, jež jsou vedeny v samostatných evidencích a distribuovány v rámci významných tuzemských finančních skupin se jedná o velmi významnou složku kapitálového trhu, a to především z pohledu menších investorů.

<sup>375</sup> K tomuto detailněji rovněž viz část 4.1.6. této práce.

semitransparentní, kdy informace o konečných majitelích lze standardně získat na základě výměny informací mezi jednotlivými články evidence. A konečně z pohledu podmíněnosti účinků převodu jako systémy podmíněné, kdy k převodu dochází derivativně na základě smlouvy.<sup>376</sup>

V souladu s jinými autory<sup>377</sup> nicméně souhlasím s tím, že ve vztahu k výše uvedenému je nezbytné doplnit, že způsob, jakým české pozitivní právo (především tedy příslušná ustanovení ZPKT) upravuje evidenci investičních nástrojů lze označit za koncept nepřímé držby jen při aplikaci velmi vysoké míry zjednodušení. Právní předpisy se totiž většinou zabývají veřejnoprávními aspekty souvisejícími s registrací investičních nástrojů, přičemž zároveň prakticky rezignují na problematiku právních vztahů, především pak na otázky dělení ekonomického a právního vlastnictví, která je vlastní řadě vyspělých právních řádů, jakož i dalších aspektů souvisejících s výkonem vlastnického práva i dalších věcných práv v rámci řetězce prostředníků. Vyvratitelnou domněnku vlastnictví zaknihovaného cenného papíru dle § 527 odst. 2 OZ rozhodně nelze považovat za komplexnější přístup k této problematice.

### 3.3.2. Principy fungování centrální evidence

Z názvu centrální evidence zaknihovaných cenných papírů je celkem patrné, jaký druh investičních nástrojů je předmětem tohoto druhu evidence. Jsou to samozřejmě zaknihované cenné papíry. Úvodem je ovšem potřeba upozornit na skutečnost, že přívlastek centrální je v případě tohoto typu evidence anachronismem. Pozitivním právem stanovený monopol jednoho subjektu na vedení evidencí zaknihovaných cenných papírů byl totiž postupně rozbit celou řadou více či méně zásadních výjimek. Základní vymezení centrální evidence obsahuje § 91 ZPKT. Dle tohoto ustanovení mohou být zaknihované cenné papíry, vyjma zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, zaknihovaných státních dluhopisů vedených v samostatné evidenci MFČR, evidovány dle českého práva výlučně v centrální evidenci a v evidenci navazující na centrální evidenci. Obě zmíněné výjimky, tedy zaknihované cenné papíry a zaknihované státní dluhopisy, lze označit za dlouhodobě etablované. Možnost vést

---

<sup>376</sup> VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 64-65. ISBN 978-80-87284-43-8

<sup>377</sup> Viz MATYÁŠOVÁ, Eva. [online]. Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů, UK Praha – disertační práce, 2012, s. 118-119. vedoucí práce Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zcp/download/140020118> a PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, 2005, roč. 14, č. 1, s. 22-27. ISSN 1210-6410.

zaknihované cenné papíry v samostatné evidenci vedené investiční společností obsahovalo již první znění ZPKT z roku 2004. Původně přitom tato možnost platila pouze pro podílové listy otevřeného podílového fondu, což důvodová zpráva poměrně legitimně zdůvodňovala tím, že podílové listy fondů otevřeného typu jsou průběžně odkupovány a vydávány, často na každodenní bázi, takže neustálá komunikace s centrálním depozitářem představuje zcela zbytečnou zátěž oproti mnohem efektivnější a samozřejmě také levnější variantě<sup>378</sup>, kdy jsou podílové listy vedeny přímo v evidenci investiční společnosti emitující podílové listy, či jiné partnerské podílové společnosti<sup>379</sup>. Souběžně s touto výjimkou zákon pamatoval rovněž na výjimku pro samostatné evidence vedené Českou národní bankou.<sup>380</sup>

Poměrně zásadní koncepční obrat nicméně přinesla novelizace ZPKT provedená zákonem č. 148/2016 Sb. s účinností od 1. 6. 2016. Potřeba harmonizace českého právního řádu s obsahem CSDR vyústila v řešení, kdy zákonodárce zcela ustoupil od konceptu centralizace evidence zaknihovaných cenných papírů, respektive byl nucen rozmělnit prvek centralizace natolik, že je otázkou, zda lze ještě hovořit o evidenci centrální. Nicméně od uvedeného data je centrální evidencí stále a především evidence zaknihovaných cenných papírů vedená centrálním depozitářem. V souladu s § 92 odst. 4 ZPKT je ovšem centrální evidencí i evidence imobilizovaných cenných papírů vedená centrálním depozitářem. A konečně centrální evidencí je také evidence jakýchkoliv zaknihovaných dluhových cenných papírů vedená ČNB, která je v souladu s Článkem 18 odst. 2 CSDR pro účely vedení evidencí investičních nástrojů rovněž klasifikována jako centrální depozitář. Vedle toho ale mohou být v souladu s Článkem 49 CSDR „české“ zaknihované cenné papíry vedeny i v evidenci zahraničního centrálního depozitáře, pokud je tento schopen vyhovět požadavkům české legislativy. V takovém případě se samozřejmě již nejedná o centrální evidenci, ale o evidenci vedenou tímto centrálním depozitářem dle zahraničního práva. Pokud se k uvedeným přičtou i již zmíněné výjimky pro zaknihované cenné papíry kolektivního investování a zaknihované státní dluhopisy, je zřejmé, že aktuální právní stav je relativně vzdálen původní myšlence koncentrace vedení příslušných

---

<sup>378</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb. mj. uvedenou variantu zmiňovala rovněž jako věrohodnější, což je z mého pohledu značně diskutabilní argument. Srovnej Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb. In: Psp.cz [online]. 2003, s. 35. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=4&ct=522&ct1=0>.

<sup>379</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb. In: Psp.cz [online]. 2003, s. 35. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=4&ct=522&ct1=0>.

<sup>380</sup> Uvedené dvě výjimky z pravidla byly později doplněny o oprávnění pro ČR, zastoupenou MFČR, k vedení samostatné evidence zaknihovaných státních dluhopisů. Tato možnost byla do § 35 zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech (dále jen jako „ZRoZP“) přidána novelizací provedenou zákonem č. 199/2010 Sb. s účinností od 16. 6. 2010.

evidenci u jednoho kvalifikovaného subjektu. Byť významnou roli hrají externí faktory v podobě požadavků unijní legislativy.

S účinností uvedené novely byla zrušena podstatná část ustanovení ZPKT věnovaných centrálnímu depozitáři a institutu centrální evidence. Podstatná část ustanovení, které v ZPKT přetrvaly je navíc relevantní pro jakýkoliv druh evidence investičních nástrojů, proto byly předmětem analýzy v předcházející části této kapitoly. Možná není až tak překvapivé, že centrální evidence je oproti evidenci samostatné v pozitivním právu (aktuálně) upravena o poznání méně detailně. Zákonodárce zde vychází, dle mého názoru zcela legitimně, z předpokladu, že subjekt vedoucí centrální evidenci upraví relevantní materii dostatečně v rámci svých vnitřních předpisů. Znění ZPKT účinné do 31. 5. 2016 přikládalo velký význam k vnitřnímu předpisu centrálního depozitáře označenému jako provozní řád. Současné znění tento pojem již nezná, v praxi zůstal nicméně zachován<sup>381</sup> právě jakožto klíčový vnitřní předpis centrálního depozitáře schvalovaný v rámci příslušného licenčního řízení. S ohledem na tuto relativní stručnost pozitivního práva je poměrně překvapující, že právní řád obsahuje rovněž některá zaměřením velmi úzce profilovaná ustanovení dopadající v praxi na sféru vedení centrální evidence. Význam povinnosti centrálního depozitáře (a samozřejmě zahraničního centrálního depozitáře) poskytnout ČNB výpis z evidence emise akcií banky, která je obsažena v § 94a odst. 3 ZPKT, lze bezpochyby legitimizovat právním zájmem ČNB na opatření tohoto dokumentu pro účely dohledu nad bankovním sektorem, konkrétně tedy nad identifikací osob, které vlastní či nabydou kvalifikovanou účast na bance<sup>382</sup>. Smysl § 94a odst. 4 ZPKT, který centrálnímu depozitáři či zahraničnímu centrálnímu depozitáři ukládají, aby na základě žádosti autorizované obalové společnosti zřízené dle zákona upravujícího hospodaření s obaly<sup>383</sup> poskytl takové společnosti výpis zahrnující identifikaci vlastníků akcií konsolidovanou i s obsahem navazujících evidencí, mi ovšem zůstává zastřen. Zájem tohoto typu emitenta<sup>384</sup> se bezpochyby zásadním způsobem neliší od zájmu jakéhokoliv jiného subjektu podléhajícího určité formě

---

<sup>381</sup> CDCP [online]. Provozní řád, verze č. 7, účinná od udělení povolení podle CSDR, nedatováno, 36 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cdcp.cz/images/CDCP\\_provozni\\_rad.pdf](https://www.cdcp.cz/images/CDCP_provozni_rad.pdf).

<sup>382</sup> V souladu s § 20 odst. 1 zákon č. 21/1991 Sb., o bankách (dále jen jako „ZoB“) může banka vydávat akcie, s nimiž je spojeno hlasovací právo, výlučně jako zaknihované akcie.

<sup>383</sup> Zákon č. 477/2001 Sb., o obalech a o změně některých zákonů (dále jen jako „ObalZ“).

<sup>384</sup> Ustanovení § 20 odst. 1 ObalZ umožňuje autorizované obalové společnosti vydávat výlučně zaknihované akcie na jméno. Zároveň § 18 odst. 1 téhož zákona omezuje okruh akcionářů takového subjektu pouze na osoby, které uvádějí obaly na trh či do oběhu, k čemuž dále odstavec 3 téhož ustanovení přidává omezení podílu na základním kapitálu autorizované obalové společnosti, dle něž podle akcionáře či více akcionářů jednajících ve shodě nesmí přesáhnout 33 % základního kapitálu společnosti. Kontrolu plnění tohoto ustanovení lze provádět samozřejmě především díky výpisům z evidence emise zaknihovaných akcií.

veřejnoprávní regulace upravující nabývání kvalifikované účasti<sup>385</sup> na tom, znát své akcionáře. Předmětné ustanovení se tedy jeví být v hrubém nepoměru k možnostem, které právní řád poskytuje jiným subjektům v obdobném postavení a v tomto kontextu jej považují za nadbytečné.

Významným tuzemským specifíkem je skutečnost, že významný počet majetkových účtů<sup>386</sup>, na nichž jsou evidovány zaknihované cenné papíry vedené v centrálních evidencích, patří mezi nezařazené účty<sup>387</sup>. Jejich existence je důsledkem a zároveň připomínkou právních vztahů let minulých. Konkrétně tedy resultují ze skutečnosti, že CDCP jakožto subjekt, který v souladu s § 202 odst. 1 ZPKT převzal evidence zaknihovaných cenných papírů vedené do roku 2010 SCP, měl (a stále má) dle § 202a odst. 1 ZPKT povinnost zajistit vedení evidence investičních nástrojů na majetkovém účtu (bez toho by se ocitly v právním vakuu), povinnost zajistit vydání výpisu z evidence investičních nástrojů na žádost majitele účtu a rovněž povinnost zajistit zápis změny spočívající v převodu či přechodu investičních nástrojů z nezařazeného účtu na účet vedený u účastníka CDCP<sup>388</sup>. Zatímco zřízení a vedení majetkového účtu u SCP nebylo spojeno s významnými náklady, přesun této činnosti do sféry čistě komerční zcela logicky neumožňuje centrálnímu depozitáři podobně benevolentní přístup. Existence nezařazených účtů tedy představuje jakýsi přechodný stav, dovolím si ale vyslovit domněnku, že žádný z dotčených aktérů snad ani nepředpokládal, že všechny tehdy existující majetkové účty budou „aktivovány“ ve formě podřazení pod určitého účastníka v horizontu několika málo let. ZPKT nicméně výrazně omezuje dispozice s těmito účty. Vedle již uvedeného má centrální depozitář (dikcí zákona jakýkoliv, v praxi samozřejmě CDCP) ve vztahu k nezařazeným účtům již jen povinnost zápisu změn do evidence emise na základě požadavku emitenta, povinnost zápisu vzniku nebo zániku zákonných zástavních práv a rovněž povinnost zápisu pozastavení výkonu práva vlastníka nakládat s investičním nástrojem z příkazu zákonem vymezených osob, vyjma příkazu daného vlastníkem investičního nástroje. Zákonodárce samozřejmě neomezuje centrálního depozitáře v poskytování či umožnění dalších služeb nad rámec uvedených<sup>389</sup>, je to ovšem čistě na jeho

---

<sup>385</sup> Jak je tomu u bank, obchodníků s cennými papíry, pojišťoven apod.

<sup>386</sup> Poslední dostupný článek, který se tomuto problému věnoval, hovořil o více jak 1,27 milionu individuálních účtů. Blíže viz Pátrali jsme po zapomenutých akciích z kupónovky. Má je přes milion lidí In: idnes.cz [online]. 2017. Dostupné z WWW: [https://www.idnes.cz/finance/financni-radce/akcie-z-kuponove-privatizace.A170516\\_154927\\_viteze\\_sov](https://www.idnes.cz/finance/financni-radce/akcie-z-kuponove-privatizace.A170516_154927_viteze_sov).

<sup>387</sup> K problematice nezařazených účtů viz část 3.2.2. této práce.

<sup>388</sup> Může se jednat i o majetkový účet zřízený pro tu samou osobu. V takovém případě jde skutečně pouze o technický převod v rámci evidence, nikoliv o převod vlastnického práva.

<sup>389</sup> Příkladem takové možnosti, jakkoliv omezené, je možnost zápisu čísla bankovního účtu k nezařazenému účtu, které umožňuje výplatu dividend vlastníkům zaknihovaných akcií vedených na nezařazených účtech, viz

vlastní podnikatelské úvaze. Zároveň je ale potřeba doplnit, že centrální depozitář je oprávněn zpoplatnit i služby poskytované ve vztahu k nezařazeným účtům<sup>390</sup>, což ostatně v praxi činí, a to včetně zpoplatnění samotného vedení majetkového účtu. Toto oprávnění je výslovně zakotveno v § 202a odst. 3 ZPKT. Zákonodárce, nejspíše veden předpokladem, že CDCP bude u řady majitelů účtů jen obtížně vymáhat úhradu, proto dokonce zakotvil zákonné zástavní právo CDCP k investičním nástrojům, které jsou vedeny na majetkových účtech zřízených pro osoby, které ??? s některým z účastníků CDCP. Toto zástavní právo nicméně do značné míry relativizuje skutečnost, že ve velké většině nebudou představovat ani příliš hodnotný, ani příliš likvidní předmět zástavy.

### 3.3.3. Evidence navazující na centrální evidenci

Jak již bylo zmíněno v části věnované obecným principům fungování evidence investičních nástrojů, centrální evidence (a samozřejmě ani samostatné evidence) nefungují jako uzavřený ostrov, ale je pro ně charakteristický prvek víceúrovňovosti, který usnadňuje přístup k předmětné investici pro širší okruh osob. V navazující evidenci vedené dalšími regulovanými subjekty<sup>391</sup>, kterým toto zákon umožňuje, jsou vedeny účty vlastníků navazující na účet zákazníků zřízený v centrální evidenci. Existence navazující je fakultativní záležitostí. Nemusí tedy existovat v případě všech emisí vedených v centrální evidenci. Emise může být vedena zcela na účtech vlastníků. Právní předpisy detailněji neupravují podmínky vedení navazující evidence, tyto nicméně může specifikovat osoba vedoucí evidenci centrální. Tato také nemusí zřídit účet zákazníků, který je základním předpokladem vedení navazující evidence, každému subjektu, u něhož to obecně zákon připouští. Jelikož osoba vedoucí centrální evidenci má řadu zákonných i smluvních povinností (povinnost poskytovat výpisy, informační povinnost dle § 115 ZPKT, povinnost oprav chyb a rekonsiliace apod.), je legitimně oprávněna stanovit pro subjekty vedoucí navazující evidence takové podmínky, které zajistí, že bude schopna plnit své povinnosti. Tyto podmínky by z podstaty věci měly zahrnovat jak aspekty právní, organizační, tak i technické. Mezi klíčové podmínky dané zákonem patří především povinnost sdělit osobě vedoucí centrální evidenci údaje obsažené na účtech vlastníků vedených v navazující evidenci

---

CDCP [online]. Ceník centrálního depozitáře a sazebník úhrad věcných nákladů, verze účinná od 1. ledna 2018, s. 13. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z [https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/cenik\\_cdcp/CDCP\\_cenik\\_01012018.pdf](https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/cenik_cdcp/CDCP_cenik_01012018.pdf).

<sup>390</sup> Předmětné ustanovení hovoří o tom, že služby uvedené v § 202a odst. 1 a 2 ZPKT jsou zabezpečeny za úplatu.

<sup>391</sup> Jejich vymezení se věnuje blíže část 4.3.2. této práce.

dle § 94a odst. 5 ZPKT, také povinnost zajistit zápis zástavních práv k cenným papírům a nemožnost následných převodů (§ 94 odst. 3 ZPKT), stejně jakož i zajištění zápisu PPN na účty vlastníků v navazující evidenci. Osoby vedoucí navazující evidence jsou ve vztahu k subjektům, kterým v těchto zřídí majetkové účty, osobami povinnými např. z předpisů upravujících problematiku legalizace výnosů z trestné činnosti a financování terorismu<sup>392</sup>, ochranu osobních údajů apod. Zároveň je ale potřeba upozornit na skutečnost, že osoba vedoucí centrální evidenci neodpovídá za škody, které vzniknou v souvislosti s vedením navazující evidence, a to například v důsledku technických chyb. Právě proto zákon omezuje okruh subjektů oprávněných k vedení evidence navazující na centrální evidence pouze na úzkou skupinu osob, které mají obvykle specifický režim odpovědnosti dle zvláštních právních předpisů.

### **3.4. Samostatná evidence investičních nástrojů<sup>393</sup>**

Koncept samostatné evidence investičních nástrojů zavedl do českého právního řádu poprvé až ZPKT v roce 2004. Do té doby zákonodárce po koncepční stránce lpěl na jednotné povaze evidence zaknihovaných cenných papírů vedené SCP. To je ostatně důvod, proč byla označena jako centrální evidence. Výjimku z pravidla svého druhu představovala možnost pověření jiné osoby k vedení části evidence spravované SCP, či případně k výkonu dalších činností SCP, dle § 70a ZCP. Zde se nicméně po právní i faktické stránce stále jednalo o součást jednotné evidence, kterou pouze na základě smlouvy s SCP a po předchozím schválení ze strany orgánu dohledu, jímž bylo nejprve MFČR a posléze Komise pro cenné papíry. Princip jedné ústřední evidence tak narušen nebyl.<sup>394</sup> Důvodová zpráva k ZPKT<sup>395</sup> pak zdůvodnila motivaci k vytvoření další možné evidence především zájmy sektoru kolektivního investování, specificky pak investičních společností ve vztahu k otevřeným podílovým fondům, pro něž byl rámec centrální příliš málo flexibilní pro průběžné vydávání a odkupy podílových listů. Ustanovení

---

<sup>392</sup> Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu (dále jen jako „AMLZ“).

<sup>393</sup> Tato podkapitola částečně vychází z dříve publikovaného článku autora, viz MAZANEC, Luboš. Samostatná evidence investičních nástrojů ve světle některých současných trendů finančního trhu, *Daně a Finance*, 2018, roč. 26, č. 4, s. 4-12. ISSN 1801-6006.

<sup>394</sup> DĚDIČ, Jan, Štenglová, Ivana. Zákon o cenných papírech. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 1997, s. 180. ISBN 80-7179-104-0.

<sup>395</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb. In: Psp.cz [online]. 2003, s. 35. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=4&ct=522&ct1=0>.



§ 93 ZPKT také reflektovalo skutečnost, že ČNB historicky vedla evidence zaknihovaných cenných papírů, což ostatně důvodová zpráva rovněž zmiňuje.<sup>396</sup>

Samostatnou evidenci investičních nástrojů lze tedy označit za „nižší“ druh evidence, která podléhá menší míře regulace, možnost jejího vedení je otevřena širšímu okruhu osob a především jejím předmětem může být mnohem širší okruh investičních nástrojů, respektive tedy jakýkoliv investiční nástroj, jehož povaha vedení v evidenci umožňuje. Jaké investiční nástroje mohou být v samostatné evidenci vedeny, určuje především § 93 odst. 1 ZPKT. V první řadě se jedná o některé specifické druhy zaknihovaných cenných papírů, konkrétně tedy o zaknihované cenné papíry kolektivního investování a rovněž o zaknihované státní dluhopisy vedené v samostatné evidenci MFČR (byť tyto nejsou výslovně zmíněny v ZPKT). V samostatné evidenci mohou být dále vedeny listinné investiční nástroje v úschově obchodníka s cennými papíry, imobilizované cenné papíry a také zahraniční investiční nástroje, které jsou svěřeny obchodníkovi s cennými papíry za účelem poskytnutí investiční služby (§ 93 odst. 1 písm. b) a c) ZPKT). Jakkoliv uvedené ustanovení nezmiňuje banky disponující oprávněním k poskytování investiční služby úschova a správa<sup>397</sup> dle § 1 odst. 3 písm. h) zákona č. 21/1992 Sb., o bankách (dále jen jako „ZoB“) shodným s oprávněním obchodníka s cennými papíry<sup>398</sup>, jedná se spíše o legislativně-technický nedostatek. Ustanovení § 93 odst. 2 písm. d) ZPKT banky nezpochybnitelně zahrnuje mezi subjekty oprávněné k vedení samostatné evidence a povinnosti vztahující se k investičním nástrojům zákazníků, které jsou přijaty do úschovy či za účelem poskytnutí investiční služby, se na banky aplikují analogicky. Poslední a velmi otevřenou kategorií vymezuje § 93 odst. 1 písm. d) ZPKT. V zásadě se jedná o zbytkovou kategorii, zahrnující všechny investiční nástroje, které nespadají do některé z již uvedených množin, a přitom jejich povaha umožňuje evidování v samostatné evidenci.

Předmětem evidence investičních nástrojů tedy mohou být v první řadě zaknihované cenné papíry kolektivního investování (§ 93 odst. 1 písm. a) ZPKT). Příslušná ustanovení ZISIF přitom připouštějí, aby investiční fondy vydávaly zaknihované akcie (pokud má právní formu akciové společnosti či evropské společnosti), zaknihované zakladatelské akcie a zaknihované

<sup>396</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 414.

<sup>397</sup> Blíže k charakteru doplňkové investiční služby úschova a správa, která úzce souvisí s problematikou evidence investičních nástrojů a evidencí navazujících, srovnej HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 89-91. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>398</sup> K tomuto detailněji LIŠKA, Petr. § 1 In. LIŠKA, Petr, DŘEVÍNEK, Karel, ELEK, Štefan, KOTÁB, Petr, RÝDL, Tomáš. Zákon o bankách. Komentář, Praha: Wolters Kluwer, 2016, s. 15. ISBN 978-80-7552-385-3.

investiční akcie (u akciové společnosti s proměnným základním kapitálem) a také zaknihované podílové listy (pokud se jedná o podílový fond). Zde je ale vhodné doplnit, že i pokud budou mít tyto podobu cenného papíru, mohou být vedeny v evidenci z důvodu jejich imobilizace či svěřeni poskytovateli investičních služeb<sup>399</sup>. Tak tomu ostatně může být i v případě dalších cenných papírů kolektivního investování, jejichž vydání zákon umožňuje u fondů kvalifikovaných investorů, tedy kmenových listů<sup>400</sup> a investičních listů<sup>401</sup>, byť oba mohou být vydány výlučně jako cenné papíry na řad. V případě investičních nástrojů uvedených § 93 odst. 1 písm. b) a c) ZPKT se jedná o široký okruh aktiv využívaných v praxi kapitálového trhu. V případě regulovaných subjektů (obchodník s cennými papíry, banka, investiční společnost) je ustanovením § 12c ZPKT přímo uložena povinnost vést evidenci investičních nástrojů a není dovolen alternativní způsob vedení záznamů o jejich vlastnících. Nejedná se tedy o jejich dobrovolné rozhodnutí vést evidenci, což je významný rozdíl oproti „zbytkové“ kategorii pod bodem d) téhož ustanovení. Ta totiž už zahrnuje ty případy a investiční nástroje, u nichž je jejich vstup do evidence volbou a nikoliv povinností. Ve výše uvedených případech investiční nástroje velmi často vstupují do sféry samostatné evidence bez vůle a zapojení emitenta, neplatí to ale samozřejmě bezvýhradně. Opačnou variantu reprezentují například situace, kdy jsou cenné papíry vydány emitentem do hromadné úschovy dle § 2413 odst. 1 OZ. Je také vhodné upozornit na skutečnost, že § 93 odst. 1 písm. b) ZPKT klade výslovný požadavek na to, aby měl předmět úschovy podobu listin (respektive aby se případně jednalo o imobilizované cenné papíry), tedy na sepetí s hmotným substrátem. Nabízí se proto úvaha, jak klasifikovat investiční nástroje vydané v nějaké hraniční podobě, kterou nelze klasifikovat jako listinou (např. emitované plně za využití elektronických prostředků). Úvaha je to ovšem v praxi bezvýznamná, neboť i tyto se mohou kvalifikovat do zmíněné „zbytkové“ kategorie investičních nástrojů, jejichž povaha vedení v evidenci umožňuje.

Z teoretického pohledu je bezpochyby zajímavou množina uvedená v § 93 odst. 1 písm. d) ZPKT. Ta v jistém smyslu může zahrnovat prakticky jakýkoliv instrument spadající pod vymezení investičního nástroje uvedené v § 3 odst. 1 písm. a) až l) ZPKT, tedy včetně jakýchkoliv relevantních zahraničních investičních nástrojů a také povolenek na emise skleníkových plynů. Zde jsou investiční nástroje předmětem samostatné evidence čistě z důvodů zájmu na straně jejich emitenta, vlastníka či vlastníků či jiného relevantního subjektu. Jediný

---

<sup>399</sup> Pak se tedy stanou předmětem evidence dle § 93 odst. 1 písm. b) ZPKT.

<sup>400</sup> V souladu s § 101 odst. d) ZISIF společně s § 137 ZOK.

<sup>401</sup> V souladu s § 172 ZISIF.

požadavek stanovený zákonem je ten, aby jejich povaha umožňovala jejich evidování předpokládaným způsobem. Je samozřejmě otázkou, zda je nezbytné tuto podmínku výslovně uvádět v právním předpisu, neboť investiční nástroje, u nichž to vylučuje jejich povaha, zcela logicky nemohou být evidovány v evidenci investičních nástrojů. Ve vztahu k této kategorii je ale především nezbytné vyhodnotit, jaký stav znemožňuje, aby byl investiční nástroj předmětem samostatné evidence. Z podstaty věci to bude vyloučeno u takových investičních nástrojů, kde bude emitentem či zákonem zapovězena jejich úschova. Obdobně diskvalifikující by byla absolutní nemožnost převodů takového investičního nástroje. Příslušná ustanovení VSaME (tj. § 16 a § 19) výslovně předpokládají, že v případě zahraničních investičních nástrojů a cenných papírů v úschově má zápis v evidenci pouze deklaratorní povahu. Způsobnost k tomu, být předmětem evidence, tedy zcela evidentně není podmíněna tím, že je investiční nástroj možné převádět pouze změnou zápisu v evidenci. To totiž platí pouze u zaknihovaných cenných papírů a přiměřeně u imobilizovaných cenných papírů.

Vedení samostatné evidence je předmětem poměrně detailního režimu upraveného ve VSaME. Otázky týkající se majetkových účtů, poskytování výpisu i řada dalších již byly předmětem rozboru v úvodní části této kapitoly. Velmi významnou materii, které se VSaME věnuje, souvisí s tzv. rekonciliací stavu evidence, což je cizí termín označující proces sesouhlasení počtu investičních nástrojů vedených v emisi a na majetkových účtech. Velmi detailně je tento proces upraven v CSDR ve vztahu k evidencím vedeným centrálním depozitářem a je proto potřeba mít na paměti, že i centrální depozitář (tj. tuzemský) může vést samostatnou evidenci<sup>402</sup>. Pro jakékoliv samostatné evidence vedené de českého práva se pak uplatní režim VSaME, konkrétně tedy § 13, § 17, § 19 a §22, z čehož plyne, že na samostatné evidence vedené centrálním depozitářem se vztahují oba režimy. Základní rozdíl je přitom v požadované frekvenci kontrol. Zatímco v případě evidencí zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování a evidencí navazujících na samostatné evidence ČNB je požadována každodenní rekonciliace, v případě evidencí zahraničních cenných papírech již postačuje provádět sesouhlasení alespoň jednou měsíčně a v případě listinných cenných papírů v úschově je sesouhlasení mezi samostatnou evidencí a jejími navazujícími evidencemi prováděno rovněž jednou měsíčně, přičemž osoba vedoucí tento typ samostatné evidence zároveň musí alespoň jednou ročně ověřit, zda počet cenných papírů v evidenci odpovídá počtu cenných papírů

---

<sup>402</sup> V samostatné evidence vede centrální depozitář evidence zahraničních investičních nástrojů, ale také evidence o zahraničních investičních nástrojích, které navazují na zahraniční evidence na vyšší úrovni. V případě některých zemí může být takovou osobou přímo emitent investičního nástroje.

svěřených schovatelí. Ustanovení § 8 odst. 2 VSaME také obsahuje speciální úpravu věnovanou výpisům z majtkového účtu poskytovaným v podobě datové zprávy odpovídající požadavkům mezinárodního systému pro telekomunikaci mezi finančními institucemi (SWIFT). Předmětné ustanovení samozřejmě nestanoví povinnost každé osoby vedoucí samostatnou evidenci takto výpisy zprostředkovat. Jedná se o možnost fakultativní. Je přitom důvodné očekávat, že tento typ distribuce informací bude vyhledávaný především u evidencí vedených centrálním depozitářem, kde minimálně část emise bude vlastněna zahraničními subjekty. Je proto otázkou smysluplnosti této úpravy v případě VSaME. Naopak lze předpokládat, že centrální depozitář zahrne relevantní úpravu do vnitřního předpisu i pro potřeby evidence centrální.

I v případě samostatných evidencí platí, že na tyto mohou prostřednictvím účtu zákazníků navazovat evidence další. Ustanovení § 94 odst. 5 ZPKT dokonce připouští, aby na evidenci navazující na samostatnou evidenci navazovala evidence další, vedená ve vztahu k účtu zákazníků zřízenému pro zahraniční subjekt. Pak bude záležet čistě jen na relevantním zahraničním právu, zda se tato evidence bude řetězit dále. Okruh subjektů oprávněných k vedení těchto navazujících evidencí vymezuje především § 93 odst. 3 ZPKT<sup>403</sup>. I zde přitom obdobně k evidencím navazujícím na centrální evidenci platí, že osoba vedoucí samostatnou evidenci bude oprávněna detailněji určit podmínky, za nichž zřídí účet zákazníků, přičemž při vedení navazující evidence předmětná osoba sama odpovídá za plnění relevantních právních předpisů a vykonává tuto činnost na vlastní odpovědnost.

### **3.5. Základní principy evidencí vedených centrálním depozitářem dle CSDR**

Požadavky příslušných ustanovení CSDR se aplikují na všechny druhy evidencí vedených centrálním depozitářem s povolením uděleným dle tohoto nařízení. Je tedy potřeba reflektovat skutečnost, že se uplatní jak na centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů, tak i na samostatnou evidenci investičních nástrojů, pokud jsou tyto vedeny centrálním depozitářem. Pro účely systematického uchopení této problematiky jsem se ji proto rozhodl zařadit až do podkapitoly následující po částech věnovaných nejprve obecným zákonným požadavkům na evidenci investičních nástrojů a následně centrální evidenci a samostatné evidenci. Tento přístup je zdůvodněn rovněž tím, že principy uvedené CSDR ve vztahu k problematice evidence investičních nástrojů lze označit spíše fragmenty, jakkoliv mají zásadní charakter, a nikoliv za

---

<sup>403</sup> Toto téma je detailně zpracováno v části 4.3.2. této práce.

koherentní soubor principů. V této podkapitole se proto budu postupně věnovat požadavkům CSDR na celistvost emise, na ochranu majetku účastníků a jejich zákazníků a také

### 3.5.1. Požadavek na celistvost emise

Prvním z klíčových principů pro evidence vedené centrálním depozitářem je požadavek na celistvost (tedy integritu emise). Článek 37 odst. 1 CSDR konkrétně požaduje, aby centrální depozitáře zavedly odpovídající opatření, která zajistí celistvost emise. Předmětná povinnost přímo souvisí s povinností provádět pravidelně tzv. rekonsiliace<sup>404</sup>, tedy proces vzájemného porovnávání obsahu databáze centrálního depozitáře či souvisejících databází, jenž souhrně tvoří evidenci určité emise. Rekonsiliace musí být prováděna na každodenní bázi. Obsahem této povinnosti je takové nastavení interních i externích opatření, které zajistí, že počet investičních nástrojů. Smyslem tohoto požadavku je zabránit, aby v důsledku realizace převodů a přechodů, cyklů vypořádání, řetězení držby, ale především následkem technických chyb byl na majetkových účtech koncových investorů a zprostředkovatelů v souhrnu jiný počet investičních nástrojů, než předmětná emise má zahrnovat. Pokud má totiž určitá emise akcií zahrnovat přesně 1 000 000 kusů, ovšem v důsledku chyby na straně registru by jich na majetkových účtech bylo evidováno např. o 50 000 více, lze si jistě představit, že emitent nebude ochoten vyplátit dividendu i těmto „nadbytečným“ akcionářům. Stejně tak je ale problém, pokud určitý počet investičních nástrojů v emisi chybí, protože některý z investorů je zcela logicky musí postrádat. Popisovaný stav přitom může zcela legálně vzniknout v jurisdikcích, které spojují vznik vlastnického práva s připsáním investičních nástrojů na majetkové účty, aniž by jej bezvýhradně podmiňoval souběžným odepsáním z majetkového účtu převodce. Rekonsiliace na denní bázi proto zajistí, že vzniklá situace je řešena bezodkladně, a to standardně úpravou příslušných záznamů, prostřednictvím intervenčních obchodů apod.

Pokud je centrální depozitář jediným subjektem, který vede účty, na nichž se nacházejí investiční nástroje z dané emise, je provádění kontrol poměrně snadné a tento proces ani není detailněji legislativně vymezen. Nařízení 2017/392 ovšem blíže specifikuje opatření vykonávaná za účelem rekonsiliace pro emise investičních nástrojů, které centrální depozitář vede společně s dalšími subjekty, ať už tyto centrální depozitář vede centrálně (tedy jako jediný subjekt),

<sup>404</sup> České znění CSDR užívá poněkud krkolomný termín sesouhlasení. Z mého pohledu je nicméně termín rekonsiliace, který vychází z počestění anglického *reconcile*, srozumitelný. Proto bude nadále užíván tento pojem.

decentralizovaně (tj. společně s více subjekty), či navazuje na evidenci vedenou plně jiným subjektem. Přičemž tato činnost musí vždy zahrnovat i odpovídající spolupráci od subjektů, které se podílejí na vedení evidence dané emise. Základním opatřením je každodenní porovnávání konečných zůstatků mezi emisemi a účty, na nichž jsou investiční nástroje z dané emise vedeny. V souladu s principy podvojného účtování musí každému zápisu, při němž se investiční nástroje připíší na určitý účet, odpovídat zápis, jimž se z jiného účtu odepíše. V případě imobilizovaných investičních nástrojů jsou postupy doplněny o požadavek kontroly zajištění ochrany uložených listin (v trezorech s odpovídajícími bezpečnostními prvky poskytující ochranu proti krádeži, poškození či zničení v důsledku vnějších podmínek, přírodních katastrof, událostí vyšší moci apod.) a kontrol přítomnosti předmětných listin v úschově. Postupy ve vztahu k zajištění celistvosti emisí přitom musí být předmětem každoročních nezávislých auditů.

Nařízení konkrétně rozlišuje mezi modely registru emisí cenných papírů, správce emisí a společného depozitáře. V případě modelu registru emisí je předmětná emise investičních nástrojů z části vedena subjektem odlišným od centrálního depozitáře<sup>405</sup>, předmětná emise je ale vedena rovněž centrálním depozitářem. V těchto případech musí docházet k dennímu ověřování konečných zůstatků na jednotlivých účtech cenných papírů a zůstatků v evidenci vedené tímto dalším subjektem. Nejméně jednou za dva týdny pak musí dojít k úplnému sesouhlasení všech zůstatků v předmětné emisi se zůstatky v evidenci vedené subjektem odlišným od centrálního depozitáře. V případě modelu správy emisí je evidence celé emise vedena správcem, přičemž v rámci této evidence je jeden či více účtů vedených na jméno centrálního depozitáře, který následně vede evidenci investičních nástrojů na těchto účtech. Může se jednat kupříkladu o cenné papíry kolektivního investování evidované licencovaným subjektem se vztahem k emitujícími investičnímu fondů. V takovém případě musí být celistvost emise zajištěna každodenním sesouhlasením otevírací a konečné bilanci evidencí vedených centrálním depozitářem a subjektem vedoucím danou evidenci. V případech, kdy by navíc centrální depozitář přistupoval k dané evidenci prostřednictvím třetí strany, musí i tato třetí strana zajistit každodenní provádění této rekonsiliace. Konečně u modelu společného depozitáře CSDR předvídá situace, kdy více centrálních depozitářů na základě interoperabilního propojení užívá jeden společný depozitář pro vedení evidence emise. Tímto společným depozitářem by klasicky mohl být mezinárodní centrální depozitář a předmětem evidence emise dluhopisů o velkém objemu vydaná globálně širšímu okruhu institucionálních investorů. V tomto případě musí

---

<sup>405</sup> Může jím být například emitent investičního nástroje.

technologické zajištění interoperabilního propojení zajistit každodenní rekonsiliaci stavu účtů mezi jednotlivými centrálními depozitáři, přičemž primárně odpovědným subjektem je právě uvedený společný depozitář.

Nařízení 2017/392 vždy klade odpovědnost za zavedení opatření zajišťující integritu emise na bedra centrálních depozitářů, kteří tak odpovídají i za to, že další zapojené subjekty postupují odpovídajícím způsobem. Technologické řešení napojení těchto dalších subjektů každopádně musí vždy zajistit, aby i u nich docházelo ke každodenní rekonsiliaci s evidencí vedenou centrálním depozitářem. Článek 64 Nařízení 2017/392 navíc centrálním depozitářům ukládá, aby zajistili spolupráci na procesech rekonsiliace, ve smyslu poskytování odpovídajících informací o stavech účtů, na straně svých uživatelů a vlastníků účtů cenných papírů. Vedle toho Článek 64 odst. 1 Nařízení 2017/392 poskytuje národním orgánům dohledu prostor pro to, aby případně požadovali nastavení dalších opatření zajišťujících celistvost emise, vedle těch specifikovaných v unijní legislativě. Nesoulad u dané evidence musí být obvykle odhalen a vyřešen do rámci daného pracovního dne. Pokud je nicméně problém takové povahy, že jej v rámci tohoto časového úseku nelze vyřešit, pak musí být v souladu s Článkem 65 odst. 2 Nařízení 2017/392 pozastaveno vypořádání dané emise až do okamžiku, kdy je problém odstraněn. Tímto je zajištěno, aby problém nebyl ještě znásoben tím, že bude docházet k dalším změnám na účtech, kde chybí či přebývají určité investiční nástroje. Článek 65 odst. 8 Nařízení 2017/392 také vymezuje měsíční četnost pochybení, která je již považována na kritickou. Tou je konkrétně 5 případů nesouladu za jeden měsíc. Pokud je tento limit překročen, musí centrální depozitář vypracovat detailní plán opatření ke zmírnění daného stavu, tento předložit příslušnému dohledovému orgánu a rovněž jej aplikovat. Následně musí dohledovému orgánu zasílat hlášení o aktuálním stavu, a to až do okamžiku, kdy počet nesouladů klesne pod 5 za jeden měsíc.

### **3.5.2. Požadavek na oddělení majetku**

Článek 38 odst. 1 CSDR dále vyžaduje, aby centrální depozitáře vedly ve vztahu ke každému vypořádacímu systému, který provozují, evidenci a účty umožňující oddělit investiční nástroje v majetku účastníků a od těch v majetku centrálního depozitáře. Centrální depozitář přitom ani nesmí užívat investiční nástroje, které nejsou v jeho majetku, vyjma těch v majetku svých účastníků, od nichž k tomuto získá předchozí výslovný souhlas. Klasickým příkladem takové situace budou případy, kdy centrální depozitář organizuje zápůjčky investičních nástrojů

mezi svými účastníky či rovněž pro širší okruh subjektů. Povinnost umožnit segregaci investičního majetku analogicky dopadá i do sféry evidence investičních nástrojů, neboť účty v této evidenci buď přímo slouží pro účely vypořádacího systému, či jsou přímo napojeny na účty vedené pro účely vypořádání.

V souladu s Článkem 38 odst. 2 CSDR pak musí mít každý účastník centrálního depozitáře obdobně možnost oddělit vlastní investiční nástroje od majetku svých zákazníků, navíc účastníkům musí být umožněno oddělit svůj investiční majetek od majetku zákazníků a musí mít rovněž možnost využít souhrnných účtů pro majetek svých zákazníků (tzv. souhrnné oddělení zákazníků)<sup>406</sup>, označovaných také jako omnibus účty, i účtů pro jednotlivé zákazníky (tzv. oddělení jednotlivých zákazníků)<sup>407</sup>. CSDR toto doplňuje o plošnou povinnost pro účastníky centrálního depozitáře, aby svým zákazníkům nabízeli možnost využít obou zmíněných variant a informovali je o nákladech a rizicích spojených s oběma možnostmi, a to včetně informací o úrovni ochrany majetku zákazníka a právních důsledcích, které daná varianta poskytuje, a také informace o relevantním insolvenčním právu aplikovaném v jurisdikci, které vedení daného účtu podléhá. Požadavek na možnost segregace přitom není žádné novum a lze jej najít napříč sektorovou legislativou unijní a samozřejmě i tuzemskou<sup>408</sup>. Lze přitom předpokládat, že varianta souhrnného oddělení zákazníků bude zpravidla pro konečné uživatele levnější než varianta s účty segregovanými pro každého koncového zákazníka. Článek 38 odst. 6 CSDR sice stanoví obecný předpoklad, že účastníci nabízejí obě uvedené služby za přiměřených obchodních podmínek, takže by neměli „uměle“ znevýhodňovat jednu variantu oproti druhé. to ovšem nic nemění na skutečnosti, že varianta souhrnného oddělení zákazníků je pro centrálního depozitáře bezpochyby méně provozně náročná, protože by měla být i po nákladové stránce výhodnější. U zákazníků, kteří jsou občany, residenty či osobami usídlenými v členských státech, jejichž právní řád v nějaké formě vyžaduje poskytování dané služby ve formě zřízení individuálních účtů pro každého zákazníka, musí centrální depozitář a jeho účastníci v souladu s Článkem 38 odst. 5 CSDR vést účty formou oddělení jednotlivých zákazníků. Zajímavé přitom je, že CSDR tyto národní právní režimy akceptuje pouze v případě, že byly

---

<sup>406</sup> Tyto jsou v českém právním řádu označeny jako účty zákazníků.

<sup>407</sup> Tyto jsou v českém právním řádu označeny jako účty vlastníka.

<sup>408</sup> Vedle některých ustanovení MiFID II a jeho prováděcích předpisů lze zmínit obdobné požadavky na oddělení majetku pro centrální protistrany dle Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů.



platnými ke dni 17. září 2014<sup>409</sup>. Žádný ze členských států by tak již neměl mít možnost takovou povinnost do svého právního řádu zavést.<sup>410</sup>

S ohledem na možnost poskytovat některé ze služeb ve více členských státech EU musí být centrální depozitář, který má o takou možnost zájem a úspěšně absolvuje příslušné řízení o udělení povolení, po organizační i technologické stránce připraven na to, vyhovět požadavkům zakotvených v jakémkoliv z relevantních právních řádů. Z pohledu práva relevantního pro vedení samotné evidence bude zásadní skutečnost, zda centrální depozitář působí v hostitelském státě ve formě pobočky či nikoliv, a rovněž na charakteru této pobočky. Pokud v daném státě pobočku zřídí, tato bude zahrnovat příslušné technologické zázemí a plnohodnotně poskytovat základní služby registrace, centrální registrace či obě společně, pak si nelze představit jiný výklad, než že vedení evidence v rámci takové pobočky se řídí právními předpisy hostitelského státu. Naopak pokud by daná pobočka měla omezený charakter (např. čistě formu obchodního zastoupení) a technologické zázemí i klíčové činnosti by byly poskytovány ze státu sídla centrálního depozitáře, pak by fungování takové evidence řídilo toliko a pouze právními předpisy domovského státu. Samozřejmě pokud by „mateřský“ centrální depozitář i jeho pobočka v hostitelském státě plnohodnotně poskytující uvedené základní služby používaly společné technologické řešení evidování investičních nástrojů, zcela přirozeně by toto muselo být schopné vyhovět požadavkům (např. na zabezpečení, zálohování a archivaci dat, obsah údajů apod.) právních řádů v obou zemích.<sup>411</sup>

Příslušný centrální depozitář ale rovněž v souladu se zásadou volného pohybu finančních služeb může disponovat oprávněním poskytovat služby registrace a centrální evidence pro účely právního řádu jednoho či více členských států odlišných od jeho domovského státu, ovšem bez toho, že by si v těchto jiných členských státech otevřel pobočky. V takovém případě již v rámci řízení o udělení povolení k poskytování služeb ve vztahu k investičním nástrojům vydaným dle práv jiných členských států musí doložit svou schopnost umožnit emitentům dodržovat vnitrostátní právní předpisy relevantní pro tyto emitenty. Jakkoliv tato schopnost musí zahrnovat především soulad s klíčovými ustanoveními předmětných právních řádů uveřejněných ESMA

---

<sup>409</sup> Což je den, kdy toto nařízení vstoupilo v účinnost.

<sup>410</sup> ZEBREGS, Bas, DE SÉRIÈRE, Victor. Efforts to Strengthen the Clearing and Settlement Framework of the Capital Markets Union. In: BUSCH, Danny, AVGOULEAS Emílios, FERRARINI, Guido (eds.). Capital Markets Union in Europe, Oxford: Oxford University Press, 2018, s. 853-854. ISBN 978-0-19-881339-2.

<sup>411</sup> ZEBREGS, Bas, DE SÉRIÈRE, Victor. Efforts to Strengthen the Clearing and Settlement Framework of the Capital Markets Union. In: BUSCH, Danny, AVGOULEAS Emílios, FERRARINI, Guido (eds.). Capital Markets Union in Europe, Oxford: Oxford University Press, 2018, s. 854-855. ISBN 978-0-19-881339-2.

dle Článku 49 odst. 1 CSDR, její kontext je samozřejmě výrazně širší a vedle dalšího s sebou může nést i povinnost vyhovět relevantní judikatuře či správní rozhodovací praxi, a to včetně rozhodnutí, které nabydou právní účinnosti až po dni, kdy došlo k udělení předmětného oprávnění. Takový centrální depozitář rovněž musí být připraven na to, že se na něj obrátí emitent z jiného členského státu s žádostí o zaevidování emise, přičemž musí být připraven na to, takové žádosti vyhovět, či odpovídajícím způsobem zdůvodnit její odmítnutí. Jakkoliv daný centrální depozitář již v žádosti o udělení povolení musí v souladu s Článkem 23 Nařízení 2017/392 detailněji vymežit, jak bude postupovat v případech žádostí i zaevidování emisí, rozhodně se nejedná o zcela triviální záležitost, neboť takový subjekt musí mimo jiné musí soustavně udržovat kompetenci k posuzování rizik emitentů z těchto jiných členských státech. Vedle toho musí sledovat legislativní změny v těchto státech a být připraven ve svém technologického i organizačního zázemí reflektovat takové legislativní změny.

### **3.5.3. Přeshraniční zaevidování emise<sup>412</sup>**

Článek 23 CSDR otevírá centrálním depozitářům napříč EU možnost přeshraničního poskytování základních i doplňkových služeb. V případě základních služeb souvisejících se zaevidováním emise investičních nástrojů ovšem musí disponovat oprávněním pro poskytování služeb ve vztahu k relevantnímu právnímu řádu. Pro téma této práce je přitom relevantní právě poskytování dvou základních služeb označených jakožto služba prvotní registrace a služby centrální evidence. V zásadě si přitom lze představit čtyři základní modelové situace: a) zahraniční listinné investiční nástroje se stanou předmětem imobilizace u centrálního depozitáře se sídlem v ČR, b) zahraniční zaknihované investiční nástroje se stanou předmětem evidence u centrálního depozitáře se sídlem v ČR, c) emise cenných papírů vydaných dle práva ČR se stane předmětem imobilizace u centrálního depozitáře se sídlem jiném členském státě, d) emise zaknihovaných cenných papírů vydaných dle práva ČR se stane předmětem evidence centrálního depozitáře se sídlem v jiném členském státě.

Zaměříme se nejprve na případy označené body a) a b). V takovém případě „tuzemský“ centrální depozitář do své evidence přebírá zahraniční investiční nástroj, přičemž ve vztahu k právu jeho vydání disponuje odpovídající kompetencí. Tato kompetence by měla zahrnovat především schopnost administrovat případné výplaty peněžních prostředků, realizace změn

---

<sup>412</sup> Této problematice se z pohledu centrálního depozitáře věnuji rovněž v části 4.1.6 této práce.

emise, poskytování výpisů a rovněž plnění odpovídajících informačních povinností vůči subjektům z veřejného i soukromého sektoru. Relevantní terminologickou otázkou nicméně je, o jaký typ evidence se bude jednat. V případě zahraničního zaknihovaného investičního nástroje se domnívám, že nemůže být pochyb o tom, že tento bude jednat o samostatnou evidenci, a to o evidenci dle § 18 a násl. VSamE. V případě zahraničních cenných papírů, které mají být předmětem imobilizace, je ovšem výklad poněkud komplikovanější. Domnívám se totiž, že z obsahu § 92 odst. 4 ZPKT není jasné, že zde užitá označení imobilizované cenné papíry zahrnuje i zahraniční investiční nástroje srovnatelné s cennými papíry. Jelikož ale uvedené ustanovení odkazuje na § 93a ZPKT, přičemž § 93a odst. 1 ZPKT sice zmiňuje imobilizaci provedenou sice z rozhodnutí emitenta dle CSDR, ovšem následně odkazuje na analogii k úpravě přeměny cenných papírů na zaknihované cenné papíry, lze se důvodně domnívat, že § 92 odst. 4 ZPKT dopadá pouze na cenné papíry vydané dle českého práva. Zahraniční investiční nástroje tak dle mého názoru budou rovněž evidovány v samostatné evidenci, jakkoliv tato evidence bude muset být rovněž v souladu s obsahem klíčových ustanovení právního řádu, dle něhož je předmětný investiční nástroj vydat, publikovaným dle Článku 49 odst. 1 CSDR<sup>413</sup>. Tato evidence tak bude v jistém smyslu podléhat hybridnímu právnímu režimu, kdy na osobu vedoucí evidenci může dopadat kombinovaný režim v otázkách poskytování výpisů a dalších služeb, informování orgánů veřejné správy apod.

Z pohledu tuzemských emitentů pak mohou být zajímavé varianty označené pod body c) a d). V případech, kdy z jakéhokoliv důvodu nebudou spokojeny se službami centrálního depozitáře se sídlem v ČR, mohou se obrátit na zahraniční subjekt disponující kompetencí k zaevidování investičních nástrojů vydaných dle českého práva. Zde je vhodné doplnit, že v případě cenných papírů a listinných investičních nástrojů ani dle dřívější právní úpravy neexistovala právní ani faktická překážka jejich imobilizaci u zahraničního schovatele<sup>414</sup>. Rozhodně ale nelze říci, že by se jednalo o masovou záležitost. Regulační režim zavedený CSDR nicméně tyto možnosti ještě výrazněji otevřel. V první řadě možnost využití zahraniční evidence zavedl i pro zaknihované cenné papíry. Navíc emitentům investičních nástrojů obchodovaných v rámci obchodních systémů, tedy organizovaných veřejných trhů, v zásadě

---

<sup>413</sup> ESMA [online]. Key Relevant Provisions of the Corporate or Similar Law of Member States under which securities are constituted, 408 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/provisionsofmemberstatesslaws\\_art\\_49csdr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/provisionsofmemberstatesslaws_art_49csdr.pdf).

<sup>414</sup> Dle informací dostupných autorovi například několik tuzemských akciových společností využilo možnosti imobilizace jimi emitovaných akcií u polského centrálního depozitáře Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Uschova těchto emisí podléhá zcela logicky polskému právnímu řádu.

poskytl nárok na zaevidování emise u zahraničního centrálního depozitáře disponujícího odpovídající kompetencí pro český právní řád dle Článku 23 CSDR. Tato „nárokovatelnost“ se nicméně vztahuje pouze na centrální depozitáře, nikoliv na jiné kategorie schovatelů, jimiž mohou být především zahraniční subjekty srovnatelné s obchodníky s cennými papíry a investičními společnostmi. V době, kdy je tato práce dokončena, je nejasné, nakolik bude tento režim pro emitenty atraktivní po stránce ekonomické i organizační. Nezpochybnitelně ale přinese prvek větší konkurence. Navíc s ohledem na skutečnost, že v souladu s Článkem 49 odst. 1 CSDR musí zahraniční depozitář ve vztahu k vedení takovéto „tuzemské“ emise zajistit splnění požadavků příslušných ustanovení českého právního řádu, tak lze při jisté míře zjednodušení konstatovat, že takováto evidence je na základě popsaného *opt-in* režimu po materiální stránce nese podstatné rysy samostatné evidence investičních nástrojů. Po právní stránce se samozřejmě jedná o evidenci zahraniční. Subjekt vedoucí tuto evidenci tak bude mít v zásadě stejné povinnosti, jako má osoba vedoucí „tuzemskou“ evidenci investičních nástrojů, tedy včetně povinnosti zapisovat PPN či informační povinnost vůči oprávněným osobám dle § 115 ZPKT.

Z mého pohledu lze navíc za slabé místo celého konceptu označit absenci alespoň základního rámce, který by řešil problematiku transferu již vydané emise imobilizovaných i zaknihovaných cenných papírů mezi centrálními depozitáři. Ustanovení § 93a odst. 3 a 4 ZPKT představuje jistý náznak řešení, neboť upravuje rámec pro změnu schovatele mobilizovaných cenných papírů. A mimo jiné ukládá původnímu schovateli, ale novému schovateli předal relevantní podklady a dokumenty nezbytné k vedení evidence. Zde se bude jednat zejména, nikoliv však výlučně, o údaje týkající se vlastníků cenných papírů. Řeší ovšem pouze fragment možných situací. Dopadá totiž pouze na případy transferů mezi dvěma schovateli se sídlem na území ČR, kteří tedy podléhají ZPKT. Ani analogicky jej tedy nelze uplatnit na transfery přeshraniční. Obdobně v právním řádu absentuje alespoň náznak úpravy vztahující se ke změně osoby vedoucí evidenci zaknihovaných cenných papírů, ať už by se jednalo o transfer mezi osobami se sídlem v ČR, či o transfer s přeshraničním prvkem. Ke změně osoby vedoucí evidenci zaknihovaných cenných papírů přitom v praxi bezpochyby dochází, minimálně v případě zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, a to mezi evidencí centrální a samostatnou, tak i mezi evidencemi samostatnými. Z důvodu absence pozitivně-právní úpravy to nicméně znamená, že v těchto případech musí odpovědný subjekt, obvykle administrátor daného investičního fondu, sám zajistit shromáždění relevantních podkladů a zkoordinovat výmaz emise z původní evidence a její zápis do evidence nové. To by přitom u emise rozptýlené

mezi vysoký počet vlastníků mohl být problém. Za takřka neřešitelnou pak lze označit situaci převodu evidence zaknihovaných cenných papírů, kde by byť několik málo kusů bylo vedeno na tzv. nezařazeném účtu. Tyto majetkové účty a jejich obsah by nemohly být převedeny jaksí samy od sebe. V těchto situacích tak představuje možnost volby centrálního depozitáře zakotvená v CSDR skutečně pouze hypotetickou variantu.

Vydání cenného papíru do úschovy poskytované zahraničním subjektem<sup>415</sup>, stejně jako vydání zaknihovaného cenného papíru do příslušné zahraniční evidence jsou navíc v rovině teorie mezinárodního práva soukromého problémy poměrně zajímavé. Ustanovení § 82 ZMPS upravuje problematiku určení právního statutu cenného papíru. A zatímco v případě kapitálových cenných papírů by za rozhodující ukazatel pro určení rozhodného práva měl být shledáno právo, jimž se řídí vnitřní poměry právnické osoby, u cenných papírů obligační povahy bude věc o něco složitější. A tak pokud nebude možné určit právo, jimž se řídí právní poměr (typicky smlouva), jehož úprava vydání cenného papíru zakládá (§ 82 písm. b) ZMPS), ani nedojde k jednoznačnému určení rozhodného práva ze strany emitenta (§ 82 písm. e) ZMPS), nastupuje relevance práva platného v místě, v němž byl cenný papír vydán (§ 82 písm. c) ZMPS) či práva státu sídla emitenta. S ohledem na skutečnost, že obdobný režim se aplikuje na zaknihované cenné papíry, pak v případech, kdy by byl jejich právní statut určen dle § 82 písm. c) či d) ZMPS, nebude se vůbec jednat o zaknihované cenné papíry, ale o zahraniční zaknihovaný investiční nástroj. Platnost vydání a režim dispozic se bude řídit relevantním zahraničním právem.<sup>416</sup>

### 3.6. Shrnutí

V této kapitole byl detailně představen institut evidence investičních nástrojů, který je ze své povahy souhrnným označením pro centrální evidence zaknihovaných cenných papírů a samostatné evidence investičních nástrojů vedené v České republice. Z toho důvodu byla nejprve analyzována obecná právní úprava vymezená pro všechny evidence investičních nástrojů, především pak režim zřizování a vedení majetkových účtů, provádění zápisů a dalších dispozic s investičními nástroji, jakož i veřejnoprávní povinnosti osob vedoucích evidence

---

<sup>415</sup> Od těchto případů je potřeba odlišit situace, kdy k úschově dochází až po vydání cenných papírů.

<sup>416</sup> BRODEC, Jan. § 82. In. PAUKNEROVÁ, Monika, ROZEHNALOVÁ, Naděžda, ZAVADÍLOVÁ, Marta a kol. Zákon o mezinárodním právu soukromém. Komentář, Praha: Wolters Kluwer, 2013, s. 546-547. ISBN 978-80-7478-368-5.

investičních nástrojů. Následně jsem se zabýval speciální úpravou aplikovanou na vedení jednoho i druhého výše uvedeného druhu evidencí investičních nástrojů. Předmětem analýzy byly rovněž podmínky pro evidence vedené centrálními deponitáři, které stanoví nařízení CSDR, jenž zahrnují i poměrně zásadní otevření českých evidencí, pro prvotní vydání zahraničních investičních nástrojů, jakož i otevření zahraničních evidencí pro investiční nástroje vydané dle českého práva.

## 4. Subjekty oprávněné k vedení evidence investičních nástrojů

V této kapitole se budu věnovat subjektům, jenž český právní řád klasifikuje jako oprávněné k vedení centrální evidence zaknihovaných cenných papírů, či samostatné evidence investičních nástrojů. Lze přitom konstatovat, že až na výjimky se zákonodárce snaží o to, aby byla evidence vedena buď finanční institucí podléhající příslušnému režimu dohledu, anebo veřejnoprávním subjektem. Postupně se tedy budu věnovat osobě centrálního depozitáře, který je nejvýznamnějším subjektem v systému evidencí investičních nástrojů, a následně pak množinami osob oprávněných k vedení evidencí navazujících na evidence centrální, oprávněných k vedení samostatných evidencí a konečně také i osobami s oprávněním k vedení evidencí navazujících na samostatné evidence. Uvedené množiny subjektů společně mohou vytvářet síť vztahů a interakcí, které umožňují realizaci právních jednání a vztahů, jejichž předmětem jsou investiční nástroje vedené ve výše uvedených evidencích.

### 4.1. Centrální depozitář cenných papírů<sup>417</sup>

Centrální depozitáře<sup>418</sup> představují klíčový prvek infrastruktury kapitálových trhů, neboť slouží jako ústřední křižovatka pro transakce mezi emitenty a investory. Mají významnou roli v té složce finančních služeb, která je v odborné literatuře označována jako *post-trading*<sup>419</sup>. V globálním kontextu nicméně pojetí centrálního depozitáře a jeho role v rámci tržní infrastruktury nejsou zcela jednoznačné. V některých jurisdikcích mohou zcela absentovat<sup>420</sup>, případně jejich roli vykonává státní instituce či centrální banka, v rámci jiných trhů naopak vykonávají mnohem širší spektrum činností, nežli je obvyklé. V kontextu českého práva jsou centrální depozitáře, bez ohledu na stát svého sídla, primárně oprávněny k provozování

<sup>417</sup> Tato podkapitola z části vychází ze samostatného příspěvku autora v rámci XIII. ročníku mezinárodní vědecké konference Právo v podnikání vybraných členských států Evropské unie; viz MAZANEC, Luboš. Činnost centrálního depozitáře ve světle současného práva EU. In. ŠVARC, Zbyněk, SABÓ, Mikuláš, GONGOL, Tomáš. Právo v podnikání vybraných členských států Evropské unie – sborník příspěvků k VIII. Ročníku mezinárodní vědecké konference, Praha: TROAS, 2016, s. 93-106. ISBN 978-80-88055-01-3.

<sup>418</sup> V angličtině se užívá označení *central securities depository* (či zkratka CSD), zahrnující v označení i cenné papíry jakožto předmět úschovy. Tomu odpovídá delší označení centrální depozitář cenných papírů. I s ohledem na skutečnost, že ZPKT převážně užívá pouze kratší označení centrální depozitář, budu v této práci rovněž užívat tento kratší termín.

<sup>419</sup> Tento pojem je v odborné i populárně naučné literatuře hojně využíván jako souhrnné označení činností clearingů, vypořádání (*settlement*) a úschovy (*custody*). Blíže srovnej například GERANIO, Manuela. *Evolution of the Exchange Industry - From Dealers' Clubs to Multinational Companies*, Basilej: Springer, 2016, s. 22 ISBN 978-3-319-21026-1.

<sup>420</sup> Jejich roli zde zcela či v podstatné části mohou vykonávat kupříkladu přímo organizátoři veřejných trhů, respektive jejich specializované divize.

vypořádacího systému a k vedení centrální evidence zaknihovaných cenných papírů, jejíž součástí tvoří zaknihované cenné papíry i imobilizované cenné papíry, pokud jsou svěřeny do úschovy centrálního depozitáře. Vedle toho mohou poskytovat řadu dalších služeb.

V této podkapitole se proto zaměříme nejprve na obecné vymezení centrálního depozitáře jakožto subjektu poskytujícího specifické finanční služby, následně se budu zabývat jeho úpravou v pozitivním právu, licenčními požadavky a organizačními požadavky. Cílem této podkapitoly nicméně není detailní deskripce tuzemských, a především velmi obsáhlých unijních právních předpisů. To by přesahovalo nejen rozsah této práce, ale také její vědecký charakter. Předmětnou problematiku proto popíši pouze rámcově a zaměřím se především aspekty, které lze označit za stěžejní a rovněž na ty, u nichž lze identifikovat výkladové nejasnosti.

#### 4.1.1. Vymezení, význam a role centrálních depozitářů

Centrální depozitáři, případně subjekty v obdobném postavení, které pouze nejsou takto nazvány, z principu zabývají především hromadnou úschovou a registrací investičních nástrojů, vedením registrů investičních nástrojů (tyto služby jsou v terminologii kapitálových trhů označovány jako *safe-keeping*), vypořádáním obchodů s investičními nástroji (tzv. *post-trading*), asistencí při provádění korporátních akcí, službami souvisejícími s administrací plnění práv z investičních nástrojů a rovněž některými dalšími službami souvisejícími s fungováním finančních trhů. Rozsah činností vykonávaných centrálními depozitáři v rámci různých trhů se ale značně různý. Velmi komplexní definici tohoto druhu finanční instituce, která vystihuje tuto diversitu, poskytuje Bank for International Settlement, dle níž centrální depozitáře: „*poskytují vedení majetkových účtů pro cenné papíry, služby centrální evidence emise<sup>421</sup> a úschovy, které mohou zahrnovat i administraci korporátních akcí a výplat; mají významnou roli v zajištění integrity emisí cenných papírů...mohou držet cenné papíry v jejich listinné (pokud jsou imobilizovány) i dematerializované podobě (pokud tyto existují pouze ve formě elektronických záznamů)...centrální depozitář může udržovat evidenci konečných majitelů cenných papírů... a řadě zemí centrální depozitáře provozují vypořádací systém<sup>422</sup>.“<sup>423</sup>*

<sup>421</sup> V anglickém originále označeny jako *central safekeeping services*.

<sup>422</sup> V anglickém originále označen jako *securities settlement system*.

<sup>423</sup> Viz například IOSCO and Bank for International Settlements [online]. Principles for financial market infrastructures, s. 8 [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.bis.org/cpmi/info\\_pfmi.htm](https://www.bis.org/cpmi/info_pfmi.htm).



Centrální depozitáře lze v systému označovaném v literatuře jako tržní infrastruktura zařadit do kategorie relativně nových, například oproti burzám cenných papírů či bankovních a nebankovním obchodníkům s cennými papíry. Z pohledu laika mohou představovat relativně zbytečný mezičlánek v celé struktuře, neboť relativně dlouho byly služby související s úschovou a vypořádáním transakcí poskytovány standardními bankami. Ve skutečnosti jsou ovšem prvkem velmi podstatným. Skutečnost, že se specializují pouze na výše vymezený limitovaný okruh finančních služeb, přinášejí do jejich poskytování prvek úspor z rozsahu a rovněž zvyšují důvěru účastníků trhu. Tím, že koncentrují evidence velkého počtu emisí na jednom místě, navíc zpřehledňují rozsah trhu a usnadňují obchodování na kapitálových trzích, respektive lze říci, že bez nich by nebylo možné provozovat organizované veřejné trhy v jejich současné podobě. Zajišťují totiž hladké vypořádání transakcí tím, že procesují převod obou složek obchodu, tedy jak peněžních prostředků (tzv. cash leg), tak i investičních nástrojů (tzv. securities leg), fakticky pod jednou střešou, byť za využití přímého napojení na platební systémy centrálních bank či významných komerčních bank.<sup>424</sup>

Kořeny vzniku centrálních depozitářů lze nalézt již ve druhé polovině 19. století, významný nárůst poptávky po tomto druhu subjektu pak kulminoval na přelomu 60. a 70. let 20. století, kdy na trzích ve Spojených státech jednak kulminovala tzv. krize vypořádání, během níž v důsledku rychlého nárůstu transakcí na kapitálových trzích došlo k přetížení stávajících struktur zajišťujících vypořádání transakcí, a zároveň docházelo k nárůstu mezinárodních investičních aktivit, a to hlavně na trzích z obligačními nástroji<sup>425</sup>. Tehdejší nastavení lze charakterizovat jako velmi komplikovanou pavučinu vztahů mezi jednotlivými aktéry, oproti optimálnímu řešení s jednou centrální institucí zajišťující úschovu a vypořádání obchodů. Vysoce konkurenční povaha finančního trhu si fakticky vyžadovala řešení, kdy se této ústřední roli ujme nezávislý subjekt, který zároveň nebude vstupovat do ostatních segmentů finančních služeb, či tak bude činit jen v minimální míře. Postupně se tak vyvinulo hned několik národních i mezinárodních modelů fungování těchto institucí, kdy v některých trzích vznikaly doslova na

---

<sup>424</sup> ZEBREGS, Bas, DE SERIÉRE, Victor. Efforts to Strengthen the Clearing and Settlement Framework of the Capital Markets Union In. BUSCH, Danny, AVGOULEAS Emílios, FERRARINI, Guido (eds.). Capital Markets Union in Europe, Oxford: Oxford University Press, 2018, s. 832. ISBN 978-0-19-881339-2.

<sup>425</sup> K tomuto blíže kupříkladu viz MILNE, Alistair. Central securities depositories and securities clearing and settlement: Business practice and public policy concerns. In. DIEHL, Martin et al. Analyzing the Economics of Financial Market Infrastructures, Hershey, Hershey PA: IGI Global, s. 338-339. ISBN 978-1-4666-8745-5.

zelené louce, zatímco v jiných cestou spojení či přeměn již existujících subjektů a struktur. V kontextu českého trhu platí první z uvedených variant<sup>426</sup>.

Ani rámci jednotlivých evropských národních kapitálových trhů nebyl a fakticky stále není uniformní přístup k postavení centrálního depozitáře v pozitivním právu i v praxi. Lze tak kupříkladu identifikovat případy, kdy roli centrálního depozitáře vykonává organizátor regulovaného trhu a mnohostranného obchodního systému<sup>427</sup>, jinde pak roli centrálního depozitáře plnila státem vlastněná banka<sup>428</sup>. Dlouhodobě pozitivně fungující formu přeshraničního poskytování regulovaných služeb pak představoval případ Irska, pro jehož trh zajišťoval příslušné činnosti centrální depozitář sídlící na území Velké Británie Euroclear UK & Ireland Limited<sup>429</sup>. Na území EU a členských zemí Evropského hospodářského prostoru (EHS) sjednotilo klíčové aspekty postavení a výkonu činností centrálního depozitáře, jakož i přeshraničního poskytování služeb<sup>430</sup>, již zmiňované nařízení CSDR, u něhož podstatná část ustanovení vstoupila v účinnost ke dni 17. 9. 2014<sup>431</sup>. Ačkoliv CSDR necílí na problematiku evidencí investičních nástrojů, byť se jí v několika ustanoveních okrajově dotýká. Skutečnost, že velmi komplexně reguluje licenční řízení centrálních depozitářů a mnoho aspektů jejich činnosti, nicméně činí CSDR relevantní pro účely této práce.<sup>432</sup> Zcela specifickou kategorií pak představují takzvané mezinárodní centrální depozitáře (*international central securities depositories* - ICSD), které jsou centrálními depozitáři sloužícími pro centrální depozitáře a významné finanční instituce, přičemž pro jejich vymezení lze mimo jiné užít tuto definici<sup>433</sup>

---

<sup>426</sup> Viz část 4.1.2. této práce.

<sup>427</sup> Tak je tomu v případě maltské burzy Malta Stock Exchange. Před účinností CSDR nicméně obdobný model umožňoval i dánský právní řád.

<sup>428</sup> Tak tomu bylo do září roku 2015 v případě Rakouska, kdy roli národního centrálního depozitáře vykonával specializovaný odbor státem vlastněné banky Oesterreichische Kontrollbank AG (OeKB). Z důvodu souladu s CSDR byla nicméně vytvořena dceřiná společnost OeKB nazvaná OeKB CSD AG, která je centrálním depozitářem.

<sup>429</sup> Tento jinak nepochybně efektivní model, který by v mnoha ohledech mohl sloužit Evropské komisi jako příklad dobré praxe přeshraničního pohybu finančních služeb, získal zcela nový kontext ve světle procesu vystoupení Velké Británie z EU. V souvislosti s možností tzv. tvrdého Brexitu, tedy ukončení členství Velké Británie bez související dohody s EU pokrývající mimo jiné i tuto oblast finančních služeb, se objevila zcela reálná hrozba, že uvedený subjekt přestane být ze dne na den subjektem s příslušným oprávněním platným na území EU.

<sup>430</sup> Spíše pro zajímavost lze uvést, že právní režim, který CSDR zavedl, se prakticky záhy začal projevovat na větší konsolidaci tohoto sektoru v rámci EU, když jej využili centrální depozitáře v Litvě, Lotyšsku a Estonsku k tomu, aby fúzovali do subjektu Nasdaq CSD SE se sídlem v Lotyšsku, který nyní na základě jednoho povolení obsluhuje všechny tři uvedené trhy prostřednictvím své centrály a poboček ve zbývajících dvou zemích.

<sup>431</sup> Některá významná ustanovení měla nicméně stanovené jiné datum účinnosti.

<sup>432</sup> ECSDA [online]. European CSD FACTBOOK, 2017 version, s. 5-9. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://ecdsa.eu/wp-content/uploads/2016\\_CSD\\_Factbook.pdf](https://ecdsa.eu/wp-content/uploads/2016_CSD_Factbook.pdf).

<sup>433</sup> K definici tohoto pojmu srovnej rovněž Bank for International Settlement, k níž srovnej Glossary - international central securities depository (ICSD). In. bis.org. [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm?&selection=136&scope=CPMI&c=a&base=term>.

Soudu prvního stupně ES<sup>434</sup>: „Mezinárodní centrální depozitář cenných papírů...je instituce, jejíž hlavní činností je zúčtování a vypořádání v mezinárodním prostředí; zajišťuje zúčtování a vypořádání mezinárodních cenných papírů nebo přeshraniční transakce s vnitrostátními cennými papíry“<sup>435</sup>. V evropském kontextu jsou mezinárodními depozitáři subjekty *Clearstream Banking Luxembourg SA* a *Euroclear Bank SA*. Tyto subjekty původně vznikly pro účely obchodování s dluhovými cennými papíry, jež nejsou denominovány v měně země jejich emitenta.<sup>436</sup> Dnes je význam zaměření těchto institucí výrazně širší a v zásadě slouží jako spojovací bod mezi národními registry investičních nástrojů. Standardně také nevedou primární evidence investičních nástrojů, ale pouze tvoří důležitý mezičlánek v řetězcích držby.

Zajímavým faktorem v případě centrálních depozitářů je rovněž jejich vlastnická struktura. Opět přitom lze říci, že v globálním kontextu neexistuje jednoznačně přijímaný či dominantní model. V kontextu evropském, tedy na vzorku 41 členů ECSDA, je nicméně nejčastější variantou ta, kdy je centrální depozitáře vlastněn organizátorem regulovaného trhu, či s touto tvoří podnikatelské uskupení<sup>437</sup>. Raritní ale rozhodně nejsou ani modely, kdy je centrální depozitář vlastněn zcela či většinově svými účastníky<sup>438</sup>, státem či centrální bankou<sup>439</sup> či má relativně diversifikovanou vlastnickou strukturu zahrnující vedle již zmíněných subjektů rovněž další privátní investory<sup>440</sup>. Vlastnická struktura centrálních depozitářů obvykle vychází z kontextu doby a podmínek jejich formace v rámci lokálních trhů. Každý z modelů má nepochybně své výhody i zápory. I s ohledem na popsany vlastnických modelů je jediným požadavkem CSDR to, aby akcionáři centrálního depozitáře byly osoby způsobilé k zajištění jeho řádného a obezřetného řízení (článek 27 odst. 5 CSDR).<sup>441</sup>

---

<sup>434</sup> Rozsudek Soudního prvního stupně Evropských Společenství ze dne 9. září 2009, *Clearstream Banking AG a Clearstream International SA vs. Komise Evropských společenství*, sp. zn. T-301/04, zveřejněný ve sbírce rozhodnutí 2009, vložka II-03155.

<sup>435</sup> Předmětný rozsudek rovněž obsahuje definici centrálního depozitáře, jíž lze pro doplnění již uvedených informací rovněž zmínit, jakkoliv s těmito koresponduje: „centrální depozitář cenných papírů (dále jen „CDCP“) je instituce, která uschovává a spravuje cenné papíry a která umožňuje provádět transakce s cennými papíry, jako je převod cenných papírů mezi dvěma stranami, jejich zaznamenáním v účetnictví; ve své zemi původu CDCP poskytuje služby zúčtování a vypořádání operací uskutečněných s cennými papíry, které má v úschově (v konečné úschově); může také nabízet služby jako zprostředkovatel v přeshraničních operacích zúčtování a vypořádání, pokud k primární úschově cenných papírů dochází v jiné zemi.“

<sup>436</sup> Srovnej také DIEHL, Martin, ALEXANDROVA-KABADJOVA, Biliana, HEUVER, Richard, MARTÍNEZ-JARAMILLO, Serafín. *Analyzing the Economics of Financial Market Infrastructures*, Hershey: IGI Global, 2016, s. 338-339. ISBN 978-1-4666-8745-5.

<sup>437</sup> Vedle České republiky je tomu tak v Německu, Španělsku, Portugalsku, Řecku, Rusku či na Slovensku.

<sup>438</sup> Tento model lze nalézt kupříkladu ve Francii, Belgii, Finsku, Švédsku či Švýcarsku.

<sup>439</sup> Tak je tomu kupříkladu v Polsku, Maďarsku, Chorvatsku či Turecku.

<sup>440</sup> Zde lze uvést příklady centrálních depozitářů v Bulharsku, Srbsku či na Ukrajině.

<sup>441</sup> ECSDA [online]. *European CSD FACTBOOK*, 2017 version, s. 11-12. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://ecsda.eu/wp-content/uploads/2016\\_CSD\\_Factbook.pdf](https://ecsda.eu/wp-content/uploads/2016_CSD_Factbook.pdf).

#### 4.1.2. Legislativní vymezení centrálního depozitáře a jeho činnosti

Obdobně jako u jiných poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, i v případě centrálního depozitáře se jeho vymezení napříč právními řády v dílčích aspektech liší. Pro účely právního řádu ČR je nicméně relevantní legislativní vymezení tohoto subjektu v CSDR a rovněž v ZPKT. CSDR je evropským nařízením, tedy unijním předpisem s přímým účinkem na území členských států. Ačkoliv by tedy další definice v ZPKT již nebyla potřeba, obsahuje ji § 100 ZPKT, byť ve velmi rámcové podobě. Vedle toho lze doplnit, že ostatní dřívější ustanovení související s povolením k činnosti centrálního depozitáře a jeho aktivitami byla novelizací související s účinností CSDR<sup>442</sup> zrušena. Zmíněná definice rozlišuje mezi centrálním depozitářem se sídlem v ČR a centrálním depozitářem zahraničním, tedy licencovaným subjektem se sídlem mimo ČR. V kontextu užití tohoto pojmu v ZPKT lze v teoretické rovině rozlišovat několik možných druhů subjektů, které jsou označeny jako centrální depozitář: 1) centrální depozitář se sídlem v ČR, který ještě nezískal povolení dle CSDR<sup>443</sup>, 2) centrální depozitář se sídlem v ČR, který je držitelem povolení dle CSDR<sup>444</sup>, 3) centrální depozitář se sídlem v jiném členském státě EU, který již získal povolení dle CSDR<sup>445</sup>, 4) centrální depozitář se sídlem v členském státě EU, který ještě nezískal povolení dle CSDR<sup>446</sup>, 5) centrální depozitář se sídlem v třetí zemi, který získal oprávnění dle CSDR a poskytuje služby v jednom či více státech EU prostřednictvím pobočky či jinak, 6) centrální depozitář se sídlem ve třetí zemi, který není oprávněn k poskytování služeb na území EU.

Ustanovení § 100 odst. 1 ZPKT stanoví pouze tři pozitivní konstitutivní znaky centrálního depozitáře (tuzemského), a to že se jedná o: a) právnickou osobu (požadavek na právní formu zákon nestanoví), b) se sídlem v České republice, která c) získala povolení k činnosti centrálního depozitáře dle CSDR. Dle § 100 odst. 2 ZPKT je zahraničním centrálním depozitářem právnická osoba, která: a) nemá sídlo v ČR, b) získala povolení k činnosti

---

<sup>442</sup> Tedy konkrétně novelizací provedenou zákonem č. 148/2016 Sb.

<sup>443</sup> Tato množina byla vyprázdněna ke dni právní moci rozhodnutí ČNB č.j. 2018/150601/ČNB/570 ze dne 19. listopadu 2018, kterým bylo CDCP uděleno povolení centrálního depozitáře podle Článku 16 CSDR a souvisejících právních předpisů.

<sup>444</sup> Do této kategorie již patří jediný centrální depozitář poskytující služby na území ČR, tedy CDCP.

<sup>445</sup> Seznam takto licencovaných subjektů vede ESMA, viz CSD Register, updated 28. 1. 2019. In. [esma.europa.eu](https://www.esma.europa.eu). [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-151-889\\_csd\\_register.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-151-889_csd_register.pdf).

<sup>446</sup> Takových je ke dni dokončení této práce sice stále většina, s postupem času by však mělo dojít k vyprázdnění této množiny.

centrálního depozitáře dle CSDR, a c) je v souladu se CSDR oprávněna poskytovat příslušné služby na území ČR. Ustanovení § 100 odst. 3 ZPKT pak doplňuje požadavek, aby obchodní firma centrálního depozitáře obsahovala označení „centrální depozitář cenných papírů“. Toto označení je naopak zapovězeno pro osoby, které nejsou tuzemským či zahraničním centrálním depozitářem. Omezení vztahující se k užití určitého označení v obchodní firmě právnické osoby je obvyklé i v rámci jiných subjektů působících na finančních trzích, tedy u bank, obchodníků s cennými papíry, burz, investičních fondů apod. Jeho cílem je zabránit tomu, že neregulovaný subjekt bude prostřednictvím obchodní firmy fignovat výkon regulované činnosti. Je samozřejmě otázkou, do jaké míry je toto omezení v případě centrálního depozitáře smysluplné<sup>447</sup>. V kontextu globalizace finančních trhů není rozhodně neobvyklé, že centrální depozitáře užívají ve svém názvu anglického spojení *central securities depository* či jeho zkratky CSD<sup>448</sup>. Jakkoliv centrálnímu depozitáři není zapovězeno, aby svou obchodní firmu doplnil rovněž o další slova či znaky<sup>449</sup>, obligatorní přítomnost poměrně dlouhého českého slovního spojení může jeho název značně zneprůhlednit. Přístup zákonodárce navíc neřeší skutečnost, že jakýkoliv subjekt může naopak bez problému využít výše uvedených mezinárodně známých označení. Z mého pohledu by proto bylo relevantnější, pokud tedy právní řád má potřebu stanovit požadavek tohoto typu, omezit požadovaný obsah obchodní firmy pouze na spojení „centrální depozitář“, jehož právem akceptovanou alternativou by byly i zmíněné anglické ekvivalenty *central securities depository* a CSD<sup>450</sup>.

Příslušná ustanovení CSDR zcela logicky nerozlišují mezi „tuzemským“ a zahraničním centrálním depozitářem, neboť se jedná právní normu relevantní pro všechny subjekty s oprávněním pro výkon příslušných služeb na území EU. Definici pojmu centrální depozitář obsahuje Článek 2 odst. 1 bod 1) CSDR. Dle něj je jím: „*právnická osoba, která provozuje systém pro vypořádání obchodů s cennými papíry...a poskytuje alespoň jednu další základní službu uvedenou v oddíle A přílohy*“. Článek 2 odst. 1 bod 10) CSDR specifikuje, že základní činností systému vypořádání obchodů s cennými papíry je provádění převodních příkazů. Pro

<sup>447</sup> Spíše na okraj lze rovněž zmínit skutečnost, že po čistě právní stránce není uvedené spojení zcela přesné, neboť by s ohledem na hlavní náplň činnosti centrálního depozitáře mělo znít spíše centrální depozitář zaknihovaných cenných papírů.

<sup>448</sup> Například Nasdaq CSD SE či OeKB CSD GmbH.

<sup>449</sup> Tento postup lze ostatně předpokládat, protože ačkoliv CDCP aktuálně užívá obchodní firmu fakticky pouze v rozsahu vymezeném zákonem, případný další depozitář by již musel svou obchodní firmu nějakým způsobem doplnit, aby byla odlišitelná od obchodní firmy CDCP.

<sup>450</sup> Právní řád toto ostatně již umožňuje v případě akciových společností s proměnným základním kapitálem, u nichž je po novelizaci § 154 odst. 1 ZISIF provedené zákonem č. 377/2015 Sb. možné, aby předmětné spojení v obchodní firmě bylo nahrazeno anglickou zkratkou SICAV. Zároveň je ale objektivní skutečností, že tento přístup je v rámci českého právního řádu spíše výjimečný.

detailní vymezení pojmu systém pak CSDR odkazuje na Článek 2 bod a) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 98/26/ES ze dne 19. května 1998 o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry. Stěžejními znaky jsou dle názoru autora především tyto: 1) přítomnost tří a více účastníků daného systému; a 2) existence standardizovaných pravidel systému schválených příslušnou veřejnoprávní autoritou. Základním smyslem vypořádacího systému je zjednodušení a urychlení transakcí s cennými papíry či jinými investičními nástroji, a to právě díky mnohosti účastníků, komplexním pravidlům, robustnosti systému řízení rizik a v neposlední řadě i díky detailním pravidlům pro řešení selhání při dodání plnění a pro jejich sankcionování.

Pro pochopení způsobu, jakým CSDR vymezuje činnosti centrálního depozitáře, je potřeba upozornit na poněkud specifický terminologický přístup tohoto nařízení, který může neznalému čtenáři zkomplikovat pochopení kontextu nařízení. Spojení cenný papír (tedy *security* v anglickém, *Wertpapier* ve německém či *titres* ve znění francouzském) je v nařízení užíváno jakožto synonymum pro finanční nástroj (Článek 2 odst. 1 bod 8) CSDR), které, jak již bylo v této práci zmíněno, je termínem unijní legislativy, jehož zrcadlovým obrazem v českých právních předpisech je spojení investiční nástroj<sup>451</sup>. Není to možná příliš šťastné legislativní řešení, nicméně jedná se o objektivní fakt, který nejspíše vychází ze zažité terminologie kapitálových trhů v tom smyslu, že funkcí centrální depozitáře cenných papírů byla původně úschova či evidence nástrojů odpovídajících charakteru cenných papírů. Proto tato dvě slova obsahuje přímo jeho název, jakkoliv už je množina evidovaných aktiv výrazně širší. Z pohledu korektního uchopení daného tématu to nicméně představuje určitou komplikaci ve vztahu k užívané terminologii, kterou nelze vyřešit jinak než akceptací terminologické dichotomie. Pokud se tedy v této kapitole budu zabývat obsahem CSDR, bude jakožto předmět evidence označován investiční nástroj i cenný papír v totožném významu. Především tam, kde se bude jednat o přímou či téměř doslovnou citaci CSDR, bude pro autenticitu ponecháno označení cenný papír, pokud toto CSDR užívá. I v takovém případě je nicméně nezbytné jej vnímat jako obsahově shodné s pojmem investiční nástroj, pokud není v textu výslovně uvedeno jinak. A spíše pro upřesnění je vhodné doplnit informaci již zmíněnou rovněž na dalších místech této práce, že spojení investiční nástroj je českým legislativním ekvivalentem unijního termínu finanční nástroj.

---

<sup>451</sup> K tomuto srovnej část 2.2. této práce.

Oddíl A přílohy CSDR pak obsahuje tyto dvě další základní služby: a) prvotní nahrazení listinných cenných papírů zápisem do příslušné evidence („služba registrace“)<sup>452</sup>; b) poskytování a vedení účtů cenných papírů na nejvyšší úrovni („služba centrální evidence“). Povolení k činnosti může zahrnovat obě uvedené základní činnosti, nebo pouze jednu. Pojetí těchto služeb nelze vymezit do podrobností, neboť jejich charakter se bude lišit v závislosti na jejich vymezení v jednotlivých právních rádech. V zásadě ale každá ze služeb představuje jednu klíčovou složku životního cyklu emise investičních nástrojů. V případě prvotní registrace se jedná o jakousi službu vstupu do úschovy, kdy dochází k převzetí listinných investičních nástrojů od emitenta či k připsání investičních nástrojů z dané emise na příslušné majetkové účty, tedy fakticky k jejich vydání. Je to tedy služba pro emitenta emise a často má výrazné přesahy i do korporálních vztahů na straně emitenta.<sup>453</sup> Druhá z uvedených služeb pak přímo navazuje na první uvedenou, přičemž je podstatná pro vlastníky cenných papírů (byť zprostředkovaně). V zásadě se jedná o službu umožňující nepřímou držbu investičních nástrojů až do jejich zániku, kdy centrální depozitář stojí na počátku řetězce prostředníků.<sup>454</sup>

Vedle výše uvedených základních služeb vymezují oddíly B a C Přílohy CSDR rovněž poměrně širokou škálu doplňkových služeb<sup>455</sup>, k jejichž poskytování je centrální depozitář oprávněn. Tyto jsou členěny dle jejich povahy na:

- 1) Nebankovní doplňkové služby centrálního depozitáře, které nejsou spojeny s úvěrovým rizikem nebo rizikem likvidity (oddíl B Přílohy CSDR), mezi které patří:
  - a. služby související s vypořádáním, tedy například:
    - i. organizování mechanismu pro půjčky cenných papírů jako prostředník mezi účastníky vypořadacího systému,
    - ii. poskytování služeb správy zajištění jako prostředník pro účastníky vypořadacího systému,

<sup>452</sup> České znění CSDR přitom užívá ne zcela odpovídající označení této základní služby. Když totiž hovoří o prvotním nahrazení cenných papírů, jako by přebíral terminologii užívanou českým právním řádem, tedy OZ. To ovšem není s ohledem na odlišnost přístupů k dematerializaci či imobilizaci cenných papírů napříč právními řádami členských států EU optimální vymezení. Jako vhodnější se tak jeví formulace užitá ve znění anglickém, jež službu označuje jako: „*initial recording of securities in a book-entry system*“, tedy v zásadě hovoří o vytvoření záznamu v příslušné evidenci.

<sup>453</sup> PAECH, Philipp. Market needs as paradigm – breaking up the thinking on the EU securities law. In: CONAC, Pierre-Henri, SEGNA, Ulrich, THÉVENOZ, Luc (eds.). INTERMEDIATED SECURITIES: The Impact of the Geneva Convention and the Future European Legislation, 2013, Cambridge: Cambridge University Press, s. 30. ISBN 978-1-10702347-5.

<sup>454</sup> Rozdíl mezi těmito dvěma základními službami detailněji popisuje mj. DIEHL, Martin, ALEXANDROVA-KABADJOVA, Biliana, HEUVER, Richard, MARTÍNEZ-JARAMILLO, Serafín. Analyzing the Economics of Financial Market Infrastructures, Hershey: IGI Global, 2016, s. 319-320. ISBN 978-1-4666-8745-5.

<sup>455</sup> V angličtině označovány jako *ancillary services*.

- iii. párování příkazů k vypořádání, směřování pokynů, potvrzování obchodů, ověřování obchodů,
  - b. služby související s registrací a centrální evidencí, tedy například:
    - i. služby týkající se seznamů akcionářů/podílníků,
    - ii. podpora při zpracování úkonů souvisejících s výkonem práv ve společnostech, včetně služeb v oblasti daní, valných hromad a poskytování informací,
    - iii. služby pro nové emise včetně přidělování kódů ISIN a podobných kódů a jejich správy,
    - iv. směřování a zpracování pokynů, výběr a zpracování poplatků a související podávání zpráv,
  - c. zřizování propojení centrálních depozitářů a poskytování, vedení nebo provozování účtů cenných papírů v souvislosti s vypořádáním, správou zajištění a jinými doplňkovými službami,
  - d. jakékoli jiné služby, tedy například:
    - i. poskytování všeobecných služeb správy zajištění jako prostředník,
    - ii. zajišťování výkaznictví pro účely regulace,
    - iii. poskytování informací, údajů a statistik institucím pro průzkum trhu/statistickým úřadům či jiným vládním nebo mezivládním subjektům,
    - iv. poskytování služeb informačních technologií.
- 2) Bankovní doplňkové služby (služby související s nakládáním s peněžními prostředky), pokud se vztahují z základním službám nebo výše uvedeným doplňkovým službám dle oddílu B Přílohy CSDR (oddíl C Přílohy CSDR), tedy například:
- a. vedení peněžních účtů a přijímání vkladů účastníků vypořádacího systému a majitelů účtů cenných papírů ve smyslu bodu 1 přílohy I Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES (dále jen jako „Směrnice 2013/36/EU“),
  - b. poskytování hotovostních úvěrů se splatností nejpozději následující obchodní den, hotovostních půjček pro předběžné financování úkonů souvisejících



- s výkonem práv ve společnostech a půjček cenných papírů majitelům účtů cenných papírů ve smyslu bodu 2 přílohy I směrnice 2013/36/EU,
- c. platební služby se zpracováním hotovostních a devizových operací ve smyslu bodu 4 přílohy I směrnice 2013/36/EU,
  - d. záruky a závazky ve vztahu k zápůjčkám a výpůjčkám cenných papírů ve smyslu bodu 6 přílohy I směrnice 2013/36/EU,
  - e. korporátní činnosti s devizami a převoditelnými cennými papíry souvisejícími s řízením dlouhodobých zůstatků účastníků ve smyslu bodu 7 písm. b) a e) přílohy I směrnice 2013/36/EU.

Rozsah a značná obecnost činností ve výše uvedeném výčtu pouze ilustruje skutečnost, že v praxi kapitálových trhů u sebe centrální depozitáře koncentrují velmi mnoho činností, pro které je předurčuje jejich specifické (často v zásadě monopolní) postavení, díky němuž jsou pro ostatní poskytovatele finančních služeb v neutrální a nekonkurenční pozici, která je navíc doplněna o vysokou míru důvěry, kterou v rámci finančního systému obvykle disponují. Poskytování doplňkových služeb samozřejmě nesmí jakýmkoliv způsobem ohrozit poskytování základních služeb, či nějakým způsobem ovlivnit jejich kvalitu. Centrální depozitář rovněž musí dodržovat obecná pravidla hospodářské soutěže. Nesmí zneužívat svého monopolního či dominantního postavení v oblasti základních služeb při poskytování služeb doplňkových<sup>456</sup>, tedy alespoň v případě služeb, pro které na trhu existuje alternativa. V případech, kdy centrální depozitáře poskytují rovněž bankovní služby, jsou tyto činnosti předmětem samostatného licenčního řízení i následného dohledu<sup>457</sup>. Povolení k výkonu těchto činností tedy nevyplývá z povolení k činnosti centrálního depozitáře.

Článek 17 odst. 5 CSDR výslovně předjímá variantu, že žadatel může být investičním podnikem ve smyslu Článku 4 odst. 1 písm. 1) MiFID II a poskytovat jednu či více investičních služeb vymezených v oddíle A Přílohy I MiFID II, tedy včetně organizování mnohostranného obchodního systému či organizovaného obchodního systému. V takovém případě tak opět činí na

---

<sup>456</sup> Jako modelový příklad lze uvést situaci, kdy by centrální depozitář podmiňoval zaregistrování emise zaknihovaných cenných papírů tím, že od něj emitent bude zároveň odebírat služby související s hlasováním na valných hromadách.

<sup>457</sup> Podle informací uveřejněných ECSDA se přitom nejedná o nikterak raritní situaci, neboť bankovní licencí disponuje 7 ze 41 jejích členů, konkrétně tedy tyto centrální depozitáře – OeKB CSD (Rakousko), Euroclear Bank (Belgie), KELER (Maďarsko), Clearstream Banking (Německo), Clearstream Banking Luxembourg (Lucembursko), SIX SIS (Švýcarsko) a National Settlement Depository (Rusko). Rozsah a charakter jimi poskytovaných bankovních služeb se přirozeně různí. Zdroj: ECSDA [online]. European CSD FACTBOOK, 2017 version, s. 8 [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://ecsda.eu/wp-content/uploads/2016\\_CSD\\_Factbook.pdf](https://ecsda.eu/wp-content/uploads/2016_CSD_Factbook.pdf).

základě samostatného řízení o povolení k výkonu těchto činností. CSDR pro tyto případy zároveň výslovně ukládá, aby spolu věcně příslušné národní autority konzultovaly kapacitu a schopnosti žadatele poskytovat takovouto kombinaci služeb. V případě subjektu se sídlem v tuzemsku by nicméně i v takovém případě byla ČNB (§ 192a odst. 1 písm. h) ZPKT). Centrální depozitář při výkonu své činnosti v řadě případů bezpochyby může materiálně poskytovat doplňkovou investiční službu dle oddílu B bod 1) Přílohy I MiFID II, a to službu úschova a správa finančních nástrojů na účet zákazníka včetně svěřenské správy a souvisejících služeb, jako je správa hotovosti nebo zajištění. A to kromě vedení účtů cenných papírů na nejvyšší úrovni. Pro poskytování této služby není potřeba zvláštního oprávnění, takže může být vykonávána na základě povolení uděleného dle CSDR.

#### **4.1.3. Povolení k činnosti centrálního depozitáře dle CSDR<sup>458</sup>**

Proces řízení o povolení k výkonu činnosti centrálního depozitáře je jednou z klíčových materií, která je CSDR upravena. Konkrétně tedy v jeho Článcích 10 až 21. Právě unifikace licenčního řízení, společně s organizačními požadavky na centrální depozitáře, je mechanismem, který má zajistit srovnatelnost předmětných služeb, a jejich ekvivalenci pro účely přeshraničního poskytování mezi různými členskými státy EU. Centrální depozitář v souladu s Článkem 10 CSDR potřebuje k výkonu své činnosti povolení od věcně a místně příslušného veřejnoprávního orgánu v členském státě EU, ve kterém má své sídlo (tedy ve svém domovském členském státě). Obdobně toto povolení potřebuje i centrální depozitář se sídlem v jakékoliv třetí zemi (tj. nečlenském státě EU), který chce poskytovat příslušné služby na území členského státu EU (či ve více státech). V souladu s § 192a odst. 1 písm. f) ZPKT je na území ČR věcně příslušným orgánem ČNB, která je na základě ustanovení § 44 odst. 1 písm. b) ZČNB rovněž orgánem, kterému by přísluší dohled nad subjektem provozujícím předmětnou činnost na území ČR. Řízení o povolení centrálního depozitáře v tomto kontextu je řízením správním. Probíhá tedy dle příslušných ustanovení zákona č. 500/2004 Sb., správní řád. Povolení je vždy udělováno ke třem základním službám centrálního depozitáře a nebankovním doplňkovým službám (oddíl B Přílohy CSDR). Pokud chce žadatel, aby povolení zahrnovalo i jiné nebankovní doplňkové služby nežli ty uvedené v oddíle B Přílohy CSDR, musí tyto dostatečně konkrétně specifikovat v rámci své

---

<sup>458</sup> Obsah této podkapitoly vychází z již publikovaného příspěvku autora, srovnej MAZANEC, Luboš. Provision of Central Securities Depository Services in another EU Member State in CSDR In. KOHAJDA, Michael, SEJKORA, Tomáš, ŠMEJKAL, Václav (eds.). Financial System of the European Union after Brexit, Passau-Berlin-Prague: rw&w Science, 2018, s 63-69. ISBN 978-3-946915-23-2.

žádosti. Případné poskytování bankovních služeb je předmětem samostatného řízení dle právních předpisů relevantních pro sektor bankovníctví. Podmínky, za nichž je mu povolení uděleno, v podstatě musí splňovat po celou dobu výkonu této činnosti.

V rámci schvalovacího řízení musí centrální depozitář dostatečně doložit svou schopnost poskytovat předmětné služby. Článek 17 odst. 2 CSDR přímo specifikuje pouze jednu obligatorní přílohu žádosti o povolení, a to podnikatelský plán zahrnující druhy podnikání žadatele a jeho organizační strukturu<sup>459</sup>. Požaduje také, aby byla žádost doplněna o veškeré informace nezbytné pro kvalifikované rozhodnutí příslušné veřejnoprávní autority, což v praxi bude nejen detailní popis činností žadatele, ale i již platné, či navrhované vnitřní předpisy nebo opatření žadatele apod. Specifičnost legislativně technického řešení zvoleného unijním zákonodárcem spočívá v tom, že velmi obsáhlá specifikace obsahových náležitostí žádosti a jejích příloh<sup>460</sup> je upravena evropskými předpisy na úrovni *Level 2*, konkrétně tedy regulační technickou normou dle zmocnění v Článku 17 odst. 9 CSDR<sup>461</sup> a prováděcí technickou normou vypracovanou ve spolupráci s ESMA<sup>462</sup>. Oba uvedené unijní právní předpisy jsou obsahem i tematickým zaměřením velmi obsáhlé, protože jejich analýza významně přesahuje prostor, který jim lze v této práci věnovat. Bezpochyby by mohly být předmětem samostatného komplexního právního rozboru. Lze nicméně shrnout, že Nařízení 2017/392 je spíše předpisem obecnějším, který shrnuje základní věcné a tematické okruhy informací, které jsou předkládány v rámci řízení o povolení, Nařízení 2017/394 je normou spíše techničtější, která upravuje především formální stránku procesu udělení povolení centrálního depozitáře. Oba tyto předpisy obdobně provádějí více ustanovení CSDR, především tedy aspekty týkající se spolupráce příslušných orgánů v rámci řízení o povolení, výměnu informací či dohled a spolupráci orgánů v rámci dohledu.

---

<sup>459</sup> Byť i tento dokument může být složen z více nezávislých dokumentů.

<sup>460</sup> Z příloh zmíněných na druhé úrovni, vedle již zmíněných vnitřních předpisů, lze zmínit požadavky na popisy a kopie případných dohod v rámci koncernu, finanční zprávy včetně účetních závěrek za tři předcházející roky, dokumenty analyzující strategie a postupy za účelem identifikace, měření, sledování a řízení rizik apod.

<sup>461</sup> Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/392, ze dne 11. listopadu 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014, pokud jde o regulační technické normy v oblasti povolování, dohledu a provozních požadavků kladených na centrální depozitáře cenných papírů

<sup>462</sup> Prováděcí nařízení Komise (EU) 2017/394 ze dne 11. listopadu 2016, kterým se stanoví prováděcí technické normy pro standardní formuláře, vzory a postupy pro povolování, prověřování a vyhodnocování centrálních depozitářů cenných papírů, pro spolupráci orgánů domovského a hostitelského členského státu, pro konzultaci orgánů, které se podílejí na udělování povolení poskytovat bankovní doplňkové služby, postupy zajištění přístupu, na nichž se podílejí centrální depozitáři cenných papírů, a prováděcí technické normy pro formát evidence, kterou musejí centrální depozitáři cenných papírů vést podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014

Orgán schvalující žádost musí do 30 pracovních dnů ode dne, kdy dojde k závěru, že mu byla předložena kompletní žádost včetně všech příloh, o této skutečnosti žadatele informovat (Článek 17 odst. 3 CSDR). Tento proces se může opakovat i několikrát, a to až do okamžiku, kdy bude žádost a její přílohy shledána jako kompletní. Následuje prostor pro konzultaci žádosti s dalšími relevantními orgány, které k tomuto jsou s ohledem na požadovaný věcný a teritoriální rozsah činností uvedených v žádosti kompetentní. CSDR těmto stanoví povinnost informovat o svém stanovisku první uvedenou autoritu ve lhůtě 3 měsíců od obdržení informací. Článek 17 odst. 6 CSDR rovněž stanoví povinnost konzultací mezi národními autoritami v případech, kdy je žadatel dceřiným podnikem jiného centrálního depozitáře s povolením v členském státě EU, či s tímto tvoří jiné podnikatelské uskupení. A to samozřejmě s ohledem na možnost jednání ve shodě, související možnosti omezení hospodářské soutěže apod. Do šesti měsíců od předložení kompletní žádosti pak musí rozhodnout u udělení oprávnění či o zamítnutí žádosti, v obou případech s náležitým odůvodněním. S ohledem na důvodně předpokládatelnou obsáhlost a sofistikovanost žádosti a jejích příloh přitom lhůta není nikterak dlouhá. Na druhou stranu lze předpokládat, že především časový úsek od prvního podání žádosti do okamžiku, kdy tato bude shledána jako kompletní, bude rovněž významný. Subjekt, jehož žádosti je vyhověno a jemuž je tedy uděleno povolení k poskytování služeb centrálního depozitáře v souladu s pravidly CSDR a jeho prováděcích předpisů, je po nabytí právní moci relevantního rozhodnutí (respektive poté, co je informace o přijetí předmětného rozhodnutí oznámena ESMA) zapsán do rejstříku centrálních depozitářů, který vede ESMA dle Článku 21 CSDR.

Unijní právo vymezuje případy, kdy nastupuje režim spolupráce mezi národními odpovědnými orgány. Vyjma případů majetkového propojení, které vymezuje Článek 17 odst. 6 CSDR, se jedná především o případy, kdy chce centrální depozitář v určitém rozsahu využít možnosti volného poskytování služeb v rámci EU, kterou zakotvuje Článek 23 odst. 1 CSDR takto: „*povolený centrální depozitář může na území Unie, mimo jiné i prostřednictvím zřízení pobočky, poskytovat služby uvedené v příloze, pokud se na tyto služby vztahuje povolení.*“ Povoleným centrálním depozitářem ve smyslu tohoto ustanovení je přirozeně ten subjekt, který disponuje povolením uděleným již dle požadavků CSDR. Pokud ovšem chce jakýkoliv centrální depozitář licencovaný dle CSDR poskytovat služby vztahující se k investičním nástrojům vydaným dle práva jiného členského státu, či chce v jiném členském státě otevřít pobočku, musí si projít řízením dle Článku 23 odst. 3 až 7 CSDR. V rámci tohoto řízení musí předložit nejen dokumenty dokládající jeho schopnost poskytovat služby vymezené v žádosti, především ale

musí odpovídajícím způsobem doložit svou schopnost plnit podmínky národního právního řádu, pro který žádá o oprávnění k vedení evidencí investičních nástrojů. Klíčové je přitom ustanovení Článku 23 odst. 3 písm. e) CSDR, který vyžaduje předložení: „... *posouzení opatření, která hodlá centrální depozitář přijmout, aby svým uživatelům umožnil dodržovat vnitrostátní právní předpisy uvedené v čl. 49 odst. 1.*“ Zmíněné ustanoví dále odkazuje na seznam klíčových ustanovení národních právních řádů sestavený národními orgány dle Článku 49 odst. 1 CSDR, který je v zásadě přehledem povinností, kterým musí být centrální depozitář po technické, organizační i právní stránce připraven vyhovět<sup>463</sup>. Orgán, kterému je předmětná žádost podána, má následně lhůtu v délce 3 měsíců, aby záležitost posoudil a postoupil odpovídající informace orgánu v případném hostitelském státě, který posuzuje přiměřenost popsanych opatření ve vztahu k právnímu řádu, jenž je pro něj relevantní. Vyhovění požadavkům jednotlivých národních právních řádů přitom nemusí být triviální záležitostí. Jak již bylo v této práci nastíněno, národní právní řády v oblasti investičních nástrojů a finančních trhů obecně jsou do značné míry fragmentované, s řadou národních specifik. O českém právním řádu lze toto říci obzvláště.

V případech, kdy určitý subjekt úspěšně dokončí řízení dle Článku 23 CSDR a je oprávněn k přeshraničnímu poskytování předmětných služeb, podléhá následně dohledu jak ze strany příslušného orgánu ve svém domovském státě, tak i ve státě hostitelském. Po formální stránce je každý k uvedených orgánů nadán vlastním veřejnoprávním oprávněním, které může vykonávat bez ohledu na orgány v jiných členských státech. Zároveň však CSDR obecně (v Článku 24) a Nařízení 2017/394 následně poměrně detailně (v Článcích 6 až 10) upravuje procesy pro koordinaci dohledové činnosti mezi jednotlivými národními autoritami. Mimo jiné obsahují pravidla pro výměnu informací, včetně zpráv a dokumentů předkládaným dohlíženým subjektem, a to včetně formulářů pro realizaci výměny informací (tyto obsahují přílohy Nařízení 2017/394), také rámec pro realizaci případných kontrol na místě včetně výměny informací z těchto kontrol. Pokud by navíc došlo k situaci, kdy by určitý subjekt v hostitelském členském státě dosáhl podstatného významu<sup>464</sup> pro fungování daného národního trhu, předpokládá se

---

<sup>463</sup> ESMA [online]. Key Relevant Provisions of the Corporate or Similar Law of Member States under which securities are constituted, 408 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/provisionsofmemberstateslaws\\_art\\_49csdr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/provisionsofmemberstateslaws_art_49csdr.pdf).

<sup>464</sup> Kritéria pro stanovení situace, kdy určitý subjekt dosáhne podstatného významu pro trh v konkrétním členském státě detailně upravuje Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/389 ze dne 11. listopadu 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014, pokud jde o parametry pro výpočet peněžitých sankcí za selhání vypořádání a činnosti centrálních depozitářů v hostitelských členských

uzavření ujednání o spolupráci pro účely dohledu nad tímto subjektem (Článek 24 odst. 4 CSDR) mezi příslušnými dohledovými orgány, přičemž kdyby tohoto postavení dosáhl ve více hostitelských členských státech, pak tato spolupráce nabyde charakter ujednání o spolupráci kolegia orgánů dohledu (Článek 24 odst. 4 CSDR). Vedle toho CSDR upravuje i režim pro řešení situací, kdy konkrétní centrální depozitář nesplňuje legislativní podmínky v hostitelském členském státě, stejně tak i řešení pro případy konfliktů mezi národními orgány dohledu, kdy v určitých specifických situacích může dojít k zapojení i evropského orgánu ESMA.

Jak vyplývá z výše předložené analýzy, jenž je po hříchu s ohledem na rozsah předmětné materie pouze zevrubná, subjekt, který žádá o oprávnění v jednom členském státě EU, si v rámci povolení uděleného dle CSDR může relativně snadno získat povolení, které mu umožňuje otevřít pobočku v jednom či více jiných členských státech a na jejich území poskytovat základní i doplňkové služby, případně tyto služby poskytovat ze svého domovského státu, pokud to jejich povaha umožňuje. Před účinností CSDR by přitom bylo nezbytné ve většině členských států EU založit dceřinou společnost a žádat o zcela nové povolení k činnosti, jejichž rozsah se často značně lišil. Pokud však reflektujeme skutečnost, že hmotné právo cenných papírů je nejen v rámci EU, ale samozřejmě celosvětově, značně fragmentované, tedy že ať navzdory různým harmonizačním iniciativám mezi národními právními řády stále značně liší, dostáváme se k problematice, která je z pohledu této práce mimořádně významná. Subjekt, kterému je uděleno povolení k výkonu činnosti centrálního depozitáře dle CSDR, si totiž v rámci řízení o povolení může zvolit rozsah právních řádů, pro které chce být oprávněn poskytovat služby prvotní registrace a vedení účtů, tedy základní služby odlišné od provozování vypořádacího systému.

Jedním z významných principů CSDR je ten, že fakticky rozbíjí dominantní postavení, které v řadě zemí, ČR nevyjímaje, měly a do jisté míry stále mají národní centrální depozitáře ve vztahu k službám spojeným s evidováním investičních nástrojů vydaných dle národních právních řádů. Nejen, že v souladu s Článkem 23 odst. 2 CSDR mají všechny centrální depozitáře s povolením k základním službám prvotní registrace a vedení účtu možnost poskytovat tyto služby ve vztahu k investičním nástrojům vydaným dle právních řádů, pro které splní odpovídající podmínky, Článek 49 výslovně zakotvuje právo emitenta na volbu centrálního depozitáře disponujícího oprávněním k poskytování služeb pro účely právního řádu relevantního

---

státech (dále jen jako „Nařízení 2017/389“). Rozbor těchto podmínek ale výrazně přesahuje zaměření i možnosti této práce.

pro jím emitované investiční nástroje. Tím je významně posílena mobilita investičních nástrojů a zcela logicky rovněž konkurence mezi centrálními depozitáři. Pozice emitentů je navíc posílena tím, že centrální depozitář sice může odmítnout poskytnutí dané služby, nemůže tak ovšem učinit zcela svévolně, ale naopak musí odmítnutí odpovídajícím způsobem písemně odůvodnit<sup>465</sup>. Tento proces výrazně mění tradiční tržní logiku jinak založenou na svobodné vůli smluvních stran uzavřít smluvní vztah. Zároveň ale efektivně zajišťuje, že možnost svobodné volby centrálního depozitáře je efektivně vymahatelným právem dostupným širokému okruhu emitentů. Také centrální depozitář, který požádá o povolení pro poskytování některé ze základních služeb v určitém členském státě EU musí reflektovat tuto povinnost při nastavení organizačních a technických opatření, i poplatkové politiky. Unijní zákonodárce tímto do značné míry omezuje možnost tzv. *cherry pickingu*, kdy by daný subjekt nastavení uvedených parametrů přizpůsobil tak, aby přitáhl například pouze nejvýznamnější emitenty z daného trhu, čímž by mohl efektivně využít úspor z rozsahu, ovšem menší či administrativně náročnější emise investičních nástrojů by s totožnou ekonomickou motivací odmítal. CSDR možnost takového oportunistického postupu omezuje právě úpravou nárokovosti poskytnutí služby ze strany emitenta jakékoliv velikosti a charakteru.

#### **4.1.4. Požadavky na centrálního depozitáře dle CSDR**

Relevantní ustanovení CSDR vymezuje několik základních tematických okruhů požadavků na činnost centrálního depozitáře. Jedná se o tyto okruhy: 1) organizační požadavky, 2) pravidla pro výkon činnosti centrálního depozitáře, 3) požadavky na služby centrálního depozitáře, 4) obezřetností požadavky, 5) požadavky na propojení centrálních depozitářů.

Organizační požadavky (Článek 26 až 31 CSDR) představují pravidla a požadavky, která musí centrální depozitář splňovat. Jedná se především o požadavky ve vztahu k systémům řízení a správy rizik, také povinnost provádět pravidelné a nezávislé audity, požadavky vztahující se na vedoucí osoby centrálního depozitáře, jeho management, i akcionáře, jakož i o požadavky na uchování záznamů o aktivitách spojených s regulovanými činnostmi. Většina z uvedených pravidel přitom nepředstavuje zásadní novum a byla dlouhodobě aplikována v rámci národních právních řádů, či v rámci tržní praxe jako takové. Nová je tedy pouze forma jejich kodifikace na unijní úrovni. Zároveň je ale potřeba připustit, že rozsahem ani obsahem nijak nereflektují

---

<sup>465</sup> K tomuto blíže v části 4.1.6 této práce.

velikost konkrétního centrálního depozitáře či jeho význam na celoevropské úrovni, čímž dochází často až k nepřiměřenému zatížení menších depozitářů. Zcela pochopitelný je požadavek v tom smyslu, aby členové vrcholného vedení disponovali dobrou pověstí a odpovídajícími zkušenostmi k zajištění řádného a obezřetného řízení společnosti (Článek 27 odst. 1 CDSR), poněkud nadstandardní je naopak povinnost, aby alespoň jedna třetina členů vedoucího orgánu centrálního depozitáře, nejméně však dva členové, byly nezávislé osoby, tedy takové, které jsou na centrálním depozitáři nejsou ekonomicky závislé. Podobná praxe je standardem v anglosaských zemích, a to nejen pro finanční instituce, ale pro veřejně obchodovatelné společnosti obecně. V celé řadě členských států EU ovšem takový přístup rozhodně zažitý není. Článek 49 Nařízení 2017/392 vedle toho požaduje, aby měl centrální depozitář personálně zajištěno obsazení seniorních zaměstnanců odpovídajících za vedení úseků či útvarů řízení rizik, compliance a informačních a výpočetních služeb. Samozřejmě již nespecifikuje, jak silné má být personální obsazení těchto útvarů. To bude záviset na individuálních podmínkách u každého organizace. V souladu s Článkem 27 odst. 7 CSDR také musí centrální depozitáře pravidelně informovat o osobách, které je ovládají nebo v nich mají významný vliv, jinak ale nařízení nijak neomezuje okruh osob, které mohou být podílníky<sup>466</sup> centrálního depozitáře, pokud jsou tyto způsobilé zajištění jeho řádného a obezřetného řízení<sup>467</sup>. Poměrně zajímavým je legislativní ukotvení výboru uživatelů, tedy formálního tělesa složeného ze zástupců emitentů a účastníků vypořádacího systému. Tento výbor je v postavení poradního orgánu pro vedoucí orgán centrálního depozitáře. Má právo poskytovat stanoviska k otázkám, které mohou mít na dotčené osoby dopad, a tento výbor rovněž musí být ze strany centrálního depozitáře seznamován s těmi závěry pravidelných auditů, jež mají relevanci pro uživatele i emitenty. Ve své podstatě se jedná o nástroj kompenzace ne vždy rovnocenného vztahu mezi často monopolním postavením centrálního depozitáře a jeho klienty, tedy účastníky vypořádacího systému a emitenty<sup>468</sup>. Zároveň se jedná o nástroj, který byl i dříve v nějaké formě součástí dobré praxe na trzích v řadě zemí. Je tedy otázkou, do jaké míry bylo nezbytné tento institut poměrně komplexně legislativně upravit. Je také potřeba doplnit, že mandát výboru uživatelů je omezen na otázky související

---

<sup>466</sup> České znění CSDR sice výslovně hovoří o akcionářích, což ale neodpovídá skutečnosti, že CSDR ani žádný z jeho prováděcích předpisů nestanoví požadovanou právní formu centrálního depozitáře. Jedná se tedy nejspíše o nepřesný překlad anglického termínu *shareholders*, které označuje společníka akciové společnosti i společnosti s ručením omezeným, což ostatně podporuje i skutečnost, že německé znění užívá obecnější pojem *Gesellschafter*, tedy společník.

<sup>467</sup> Okruh možných podílníků centrálního depozitáře ostatně neomezoval ani ZPKT před novelizací související s účinností CSDR. Nabytí kvalifikované účasti bylo nicméně podmíněno předchozí schválením ze strany ČNB.

<sup>468</sup> Byť v ohledem na skutečnost, že v především v případě emitentů se obvykle bude jednat o značně heterogenní skupinu, tak je otázkou, nakolik případní zástupci emitentů budou schopni reprezentovat zájmy všech emitentů a do jaké míry se soustředí na zájmy relevantní pro jejich zaměstnavatele či relevantní pro užší okruh subjektů.



s vypořádacím systémem. Velmi zásadní požadavek stanoví Článek 29 CSDR, dle něhož musí centrální depozitář po dobu deseti let uchovávat veškerou evidenci<sup>469</sup> poskytnutých služeb a činností. Smyslem této povinnosti je nejen umožnit následnou kontrolu předmětných činností, neboť tato evidence musí být po výzvě předložena relevantním dohledovým orgánům, ale také obnova záznamů v případě selhání systému. Archivovaná data musí zahrnovat všechny příkazy směřující do vypořádacího systému, také evidenci stavu cenných papírů na účtech<sup>470</sup>, evidenci vztahující se k doplňkovým službám a evidenci vztahující se k podnikatelské činnosti centrálního depozitáře obecně (tj. jakékoliv relevantní interní materiály či dokumenty). Dále lze také dodat, že pokud centrální depozitář využívá pro zajištění svých činností služeb třetích stran, musí tomu tak být na základě odpovídající písemné smlouvy a toto nastavení vztahů podléhá předběžnému schválení ze strany příslušných veřejnoprávních orgánů, přičemž toto zapojení třetích stran nesmí mít dopad na kvalitu, odbornost a bezpečnost poskytovaných služeb. I v případě zapojení třetích stran, dodavatelů služeb, se subjektem primárně odpovědným stále přímo relevantní centrální depozitář.

Okruh pravidel pro výkon činnosti centrálního depozitáře (Článek 32 až 35 CSDR) naopak představují oblast obsahově užší. Centrální depozitáře z povahy svého dominantního postavení sice musejí mít transparentně nastavena kritéria přístupu třetích stran, jimiž jsou z povahy věci investiční podniky, banky a obdobné instituce finanční instituce, ale také jiné centrální depozitáře, ústřední protistrany či organizátoři obchodních systémů, ke službám centrálního depozitáře. Především vzájemné poskytování služeb mezi depozitáři mající vůči sobě konkurenční postavení, byl po poměrně dlouhou dobu jedním z problémů, který významně brzdil a prodražoval přeshraniční transakce<sup>471</sup>. Účastnický princip je významným prvkem pro fungování centrálního depozitáře<sup>472</sup>. Ty totiž standardně nemají žádnou pobočkovou síť, případně ji mají jen velmi omezenou. Až na výjimky také koncovým uživatelům neumožňují využívat relevantní služby prostřednictvím elektronických komunikačních nástrojů. Široké investorské veřejnosti proto přístup ke službám centrálního depozitáře standardně zprostředkovávají právě účastníci centrálního depozitáři na komerční bázi, tedy za úplatu.

---

<sup>469</sup> Unijní pojem evidence v tomto kontextu nelze ovšem jakkoliv směřovat s evidencí investičních nástrojů, neboť zde se jedná o povinnost související s vedením záznamů a jejich archivací. Tato povinnost nicméně dopadá i na činnosti související s vedením evidencí.

<sup>470</sup> Tomuto specifickému okruhu jsem se věnoval detailně v části 3.2.2.

<sup>471</sup> Touto problematikou se z perspektivy zneužití dominantního postavení a nekalé soutěže dokonce zabýval Soud prvního stupně Evropských společenství v rozsudku Clearstream Banking AG a Clearstream International SA vs. Komise Evropských společenství, sp. zn. T-301/04 ze dne 9. září 2009.

<sup>472</sup> Viz například Seznam účastníků. In. [www.cdcp.cz](http://www.cdcp.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.cdcp.cz/index.php/cz/ucastnici/seznam-ucastniku>.

Účastníky centrálního depozitáře jsou standardně finanční instituce, jako jsou banky, obchodníci s cennými papíry apod. CSDR nicméně blíže nevymezuje jejich okruh<sup>473</sup>, a to ani rámcovým způsobem. Čistě z principu věci není vyloučeno, aby centrální depozitář umožnil přístup ke svým službám, či pouze k některým vybraným službám<sup>474</sup>, přímo koncovým investorům<sup>475</sup>, pokud tak bude učiněno nediskriminačním způsobem, který zároveň umožní centrálnímu depozitáři splňovat zákonné požadavky na odbornou péči. Jistě by tedy kupříkladu bylo možné, aby přístup k daným službám probíhal výlučně distančním způsobem, prostřednictvím webové či mobilní aplikace. Specifickou a souběžně fungující kategorií uživatelů služeb centrálního depozitáře pak představují emitenti investičních nástrojů. Při schválení či odmítnutí žádosti o přístup musí centrální depozitář postupovat v souladu postupem vymezeným Články 88 až 90 Nařízení 2017/392, přičemž by měl posuzovat celý kontext umožnění přístupu žadatele, především pak rizika právní, finanční i operační, jenž se nepochybně budou lišit dle druhu žadatele, jeho velikosti, země sídla atd. Případné odmítnutí přístupu musí být řádně zdůvodněno, a to především riziky, která by byla spojena s tím, pokud by byl přístup umožněn. Jako poměrně striktní lze hodnotit požadavek, aby žádost o umožnění přístupu byla vyřízena do jednoho měsíce. V praxi však lze předpokládat, že před samotným podáním žádosti o přístup bude probíhat neformální komunikace mezi centrálním depozitářem a žadatelem, týkající se obsahu žádosti a jejích příloh. Délka řízení také může být prodloužena tím, že žádost nebude kompletní či bezchybná. V kontextu českého právního řádu je potřeba upozornit na skutečnost, že předmětní řízení o přístupu, jakkoliv je veřejnoprávní úpravou formalizováno, nepodléhá správnímu řádu. Je jej tedy potřeba vnímat jako specifický druh právního jednání, jenž směřuje k uzavření závazkového vztahu mezi dvěma stranami. Byť toto je silně ovlivněno přítomností veřejnoprávního prvku. Je také potřeba upozornit na skutečnost, že ne každý emitent, kterému je ze strany centrálního depozitáře ve vztahu k emisi investičního nástroje poskytnuta základní služba registrace či centrální evidence, musí mít zájem či možnost mít takový investiční nástroj přijatý do vypořádacího systému. Jakkoliv i ve vztahu k dalším dvěma uvedeným základním službám má centrální depozitář bezpochyby právo poskytnutí služby odmítnout, rozsah posuzovaných rizik by měl být bezpochyby hodnocen i s ohledem na charakter poskytované

---

<sup>473</sup> Jak činil § 109 odst. 3 ZPKT ve znění účinném do 31. 5. 2016, dle něž mohla být účastníkem centrálního depozitáře právě banka, obchodníci s cennými papíry, investiční společnost, organizátor regulovaného trhu, obdobné zahraniční subjekty atd.

<sup>474</sup> Tato možnost by mohla být umožněna kupříkladu pouze pro poskytování výpisů z majetkových účtů.

<sup>475</sup> Jak tomu ostatně bylo v případě služeb SCP. Byť zde se jednalo o specifickou situaci v tom smyslu, že SCP bylo příspěvkovou organizací příslušného ministerstva, tedy nikoliv subjektem, který by danou činnost vykonával podnikatelsky a za účelem dosažení zisku, ale naopak subjektem, jehož založení a činnost byly subvencovány z prostředků veřejných rozpočtů.

služby. V souladu s Článkem 34 CSDR je centrální depozitář povinen ve vztahu k základním službám, které poskytuje, zpřístupnit zájemcům transparentně (tedy nejlépe veřejně) informace o charakteru služeb, rizicích spojených s těmito službami a také o cenách a poplatcích, včetně informací o případných slevách či rabatech. Zájemci o tyto služby tak mají možnost porovnat cenovou politiku v kontextu charakteru posuzovaných služeb a cenové politiky konkurenčních centrálních depozitářů. Centrální depozitář má navíc povinnost vést odděleně účty nákladů a výnosů z jednotlivých poskytovaných základních i doplňkových služeb, přičemž tyto informace musí být na vyžádání poskytnuty příslušnému dohledovému orgánu. CSDR ani žádný z jeho prováděcích předpisů nicméně nedávají dohledovým orgánům oprávnění revidovat poplatkovou politiku centrálního depozitáře. Mohou nicméně dohlížet na to, zda v rámci poskytování služeb nedochází k situaci, kdy by centrální depozitář formou křížového financování subvencoval poskytování určitých služeb z výnosů jiných služeb tak, že by v případě služeb, u nichž je konkurenční prostředí nižší, nastavil vyšší cenovou politiku, která by mu umožnila nabízet výhodnější ceny v případě služeb, kde je konkurence vyšší.

Části požadavků na služby centrálního depozitáře (tj. těm vymezeným v Článcích 36 až 41 CSDR), konkrétně požadavkům na celistvost emise a ochranu cenných papírů účastníků a jejich zákazníků, jsem se již věnoval v jiné části této práce. Postačí tedy na tuto odkázat<sup>476</sup>. Krátce tedy zmíníme některé další. Pod požadavkem na neodvolatelnost vypořádání je detailněji upraven zásadní atribut vypořádacího systému, tedy vymezení okamžiků přijetí převodních příkazů a okamžiku jejich neodvolatelnosti. S tímto zároveň zcela integrálně souvisí požadavek, aby obdobně neodvolatelné byly příkazy týkající se peněžních prostředků. U peněžního vypořádání dále CSDR, aby probíhalo přímo prostřednictvím účtů vedených u centrální banky emitující měnu vypořádání, a to alespoň tam, kde je tento postup možný a vhodný. Pouze v případech, kdy to vhodné či možné není, může centrální depozitář zajistit vypořádání u úvěrové instituce, či přímo na jím vedených účtech. Centrální depozitář má rovněž pro každý jím provozovaný vypořádací systém povinnost zavést odpovídající pravidla a postupy pro případ selhání účastníků vypořádání. Tato pravidla musí být veřejně dostupná a musí být rovněž pravidelně testována a případně upravována tak, aby byla zajištěna jejich účelnost a vymahatelnost.

---

<sup>476</sup> Jedná se o část 3.5. této práce.

Čtvrtým okruhem požadavků jsou požadavky obezřetnostní (Článek 42 až 47 CSDR). Tento typ požadavků je obecně vlastní regulaci finančních institucí, byť jejich charakter se liší s ohledem na druh regulovaného subjektu. Jsou také spojeny s posuzování charakteru a rozsah poskytovaných základních a doplňkových služeb. Centrální depozitář musí mít nastaven komplexní systém řízení právních, podnikatelských i operačních rizik. Tato rizika představují souhrnně velmi širokou množinu, neboť zahrnují otázky zaměstnanecké politiky, vnitřních postupů, způsoby nabízení služeb a jejich kontraktace, technologická (tedy především informační systémy) i jiná řešení užitá technologická pro poskytování služeb, ale obecně i nastavení vnitřních předpisů a strategií pro krizové situace, jejichž vznik lze rozumně předvídat. Dokumenty popisující postupy, způsoby a metody užitá k řízení popsanych rizik jsou přitom již posuzovány v rámci licenčního řízení s centrálním depozitářem dle CSDR. Minimálně konzultovány by měly být i jejich změny, neboť ty by v krajním případě mohly vést ke ztrátě oprávnění k výkonu činnosti centrálního depozitáře. Předmětem přísného posuzování je rovněž investiční politika centrálního depozitáře, především v kontextu subjektů, u nichž má uloženy své volné i provozní peněžní prostředky. Jakkoliv se v daném případě jedná přímo o aktiva centrálního depozitáře, tedy nikoliv o majetek jeho účastníků či zákazníků, je výrazně limitován okruhem způsobilých investičních aktiv a jejich likviditou, kdy tyto vymezují Články 81 a 82 Nařízení 2017/392, stejně jako požadavkem na diverzifikaci subjektů, u nichž jsou tato uložena (Článek 83 Nařízení 2017/392). Standardem pro finanční instituce jsou i kapitálové požadavky, byť CSDR tyto nestanoví v konkrétní výši<sup>477</sup>, ale ve formě obecného požadavku, aby vlastní kapitál centrálního depozitáře byl úměrný rizikům vyplývajícím z jeho činnosti, tedy aby poskytoval odpovídající zajištění vůči operačním, právním, investičním i podnikatelským rizikům vztahujícím se k aktivitám konkrétního centrálního depozitáře, a aby v případě mimořádných krizových situací postačoval k zajištění likvidace či restrukturalizace centrálního depozitáře v šestiměsíční období. Vedle toho ovšem CSDR požaduje, aby měl centrální depozitář vždy připraven plán pro řešení situací, kdy by jeho vlastní kapitál klesl pod požadovanou úroveň (Článek 47 odst. 2 CSDR), a to buď cestou navýšení vlastního kapitálu, nebo ukončením činnosti.

Propojení centrálních depozitářů (Článek 48 CSDR) je materií, která by v jistém smyslu mohla zapadnout do stínu jiných mnohem obsáhlejších oblastí, jíž se CSDR zabývá. Jedná se

---

<sup>477</sup> Jak dříve činil český právní řád v ustanovení § 101 odst. 1 ZPKT stanovujícím požadavek na základní kapitál ve výši 100 000 000,- Kč. Toto ustanovení bylo společně s dalšími zrušeno zákonem č. 148/2016 Sb. adaptujícím český právní řád na obsah CSDR.

nicméně o problematiku, která je poměrně zásadní i pro český právní řád, a to především co do okruhu vymezení subjektů vedoucích evidence navazující na centrální evidenci. CSDR stanoví podmínky pro vzájemné propojení centrálních depozitářů v tom smyslu, že je do jisté míry nárokové. Konkrétní charakter tohoto propojení je nicméně věcí dohody relevantních subjektů. Nařízení konkrétně vymezuje čtyři druhy propojení mezi centrálními depozitáři, a to: 1) nepřímé propojení, v jehož rámci má jeden centrální depozitář přístup do systému jiného depozitáře prostřednictvím třetí osoby – účastníka tohoto depozitáře (propojení také může, ale nemusí být oboustranné), 2) standardní připojení, kdy je běžným účastníkem centrálního depozitáře jiný centrální depozitář, 3) nadstandardní propojení, na jeho základě jsou centrálnímu depozitáři, který je účastníkem jiného centrálního depozitáře, poskytovány nadstandardní služby, což je legitimizováno tím, že jsou poskytovány vůči subjektu podléhajícímu obdobné regulaci, a konečně 4) interoperabilní propojení, které je z principu nejvyšší úrovní propojení a v jeho rámci disponují dva či více centrálních depozitářů plně či částečně sdíleným, případně významně propojeným, technických řešení pro činnost systémů užívaných pro účely poskytování základních služeb. Všechny vymezené druhy propojení mezi centrálními depozitáři podléhají předběžnému schválení ze strany národních dohledových orgánů dle Článku 19 odst. 1 CSDR. Vždy dle konkrétních členských států EU, které budou tímto propojením dotčeny. V případě vytvoření propojení také musejí být nastaveny odpovídající mechanismy ochrany a řízení rizik, a to vždy s ohledem na jejich individuální charakter. Detailní požadavky na přijatelnost a charakter propojení centrálních depozitářů vymezují Články 84 až 87 Nařízení 2017/392. Posuzovány jsou aspekty technologické, organizační, ekonomické i právní. Významným prvkem v rámci posuzování charakteru propojení jsou mechanismy pro zajištění integrity emisí investičních nástrojů, tedy na rekonsiliaci dle Článku 37 CSDR<sup>478</sup>. Propojení přitom může být i mezi centrálním depozitářem a subjekty z nečlenských zemí EU, pokud jsou tyto schopné vyhovět poměrně náročným podmínkám Nařízení 2017/392.

Úprava podmínek pro propojení centrálních depozitářů v unijním pozitivním právu představuje poměrně významný krok směrem k integraci tohoto sektoru finančních služeb. Centrální depozitáře zprostředkovávají držbu a převody investičních nástrojů napříč regiony i kontinenty, jejich propojení, jakkoliv specifické úrovní sofistikovanosti, je proto historicky nutné. V obecné rovině lze přitom říci, že v rámci EU je pro již existující řešení možné

---

<sup>478</sup> K tomuto detailněji viz část 3.5.1. této práce.

identifikovat především propojení centrálních depozitářů spadající pod body 1) a 2)<sup>479</sup>. A to často i v případě majetkově propojených subjektů ve více členských státech EU. Specifika národních právních úprav dříve často znesnadňovala jiné varianty, tato řešení přitom nemohla být vnímána negativně ani v zemích, v nichž panuje standardně spíše konzervativní přístup k fungování finančního trhu a dohledu nad ním. Dosažení hlubších forem propojení, tedy nadstandardního či interoperabilního, naopak vyžaduje vysokou míru koordinace mezi centrálními depozitáři, propojení jejich informačních systémů a další infrastruktury, stejně tak i sjednocení jejich vnitřních pravidel a předpisů. Výhoda je nasnadě. Lze vynechat mezičlánky v řetězci a v případě dosažení efektivně fungujícího interoperabilního propojení, které nebude spočívat pouze v určité formě propojení dvou nezávislých systémů, ale naopak bude svou dílčí komplexností představovat jednoduší technologické řešení. Tím bude docíleno výraznější efektivity poskytovaných služeb, z ní vyplývajících úspor a cenové konkurenceschopnosti. V tomto smyslu by bylo možné dosáhnout toho, aby emise cenných papírů byla bez problémů obchodovatelná na více veřejných trzích v různých členských státech EU, a to bez významných nákladů a prodlení spojených s převodem z jednoho centrálního depozitáře do jiného. Či obecněji řečeno, úspěšná implementace interoperabilního propojení umožňuje velmi flexibilně uspokojovat poptávku po cenném papíru ve více zemích či využívat cenové arbitráže na různých veřejných trzích, a to při minimalizaci administrativních a transakčních nákladů a za aktivního zapojení jedné zprostředkující finanční instituce – účastníka centrálního depozitáře. Na druhou stranu již existující a méně sofistikované formy propojení bezpochyby přinášejí centrálním depozitářům přiměřené příjmy z relevantních poplatků. Vznik interoperabilního propojení je ze své povahy spojen s nikoliv zanedbatelnými investicemi, které může být velmi obtížné pokrýt pouze dosaženými úsporami, zároveň ale nabízí jen omezenou možnost poskytovat služby nové. Vytvoření sofistikovanějšího propojení navíc může vyústit v situaci, kdy některý ze zapojených subjektů bude ze vzniklé situace těžit více nežli jiný. Je proto otázkou, co může být motivací pro centrální depozitáře k tomu, vytvořit sofistikovanější formy propojení. Významným prvkem může být majetková spřízněnost ve formě příslušnosti do stejného podnikatelského uskupení. Pozitivní vliv také mohou mít případy, kdy se budou mít činnosti propojovaných subjektů především komplementární nežli konkurenční charakter, jak tomu může být v případě národního

---

<sup>479</sup> Vhodný prostor pro vznik interoperabilního řešení nabízely především relativně malé, ovšem ekonomicky propojené trhy baltských zemí – tedy Litvy, Lotyšska a Estonska. A to i s ohledem na skutečnost, že tamní depozitáře byly součástí skupiny NASDAQ OMX. V návaznosti na požadavky CSDR nicméně nakonec došlo ke fúzi centrálních depozitářů v daných zemích do jedné entity, Nasdaq CSD SE, se sdílem v Lotyšsku. K tomuto viz NASDAQ MERGES ITS BALTIC CSDS TO CREATE NASDAQ CSD. In: Nasdaq CSD [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://nasdaqcsd.com/the-news/nasdaq-merges-its-baltic-csds-to-create-nasdaq-csd/>.

centrálního depozitáře a mezinárodního centrálního depozitáře, u nějž nelze předpokládat ambici vstupu na relevantní národní trh.

#### 4.1.5. Centrální banka jako centrální depozitář

Činnosti obsahově odpovídající některé ze základních služeb vymezených v oddílu A Přílohy CSDR nemusí vykonávat pouze centrální depozitáře, ale také omezený okruh jiných subjektů. Článek 18 odst. 2 CSDR uvádí, že vypořádací systémy mohou být provozovány rovněž centrálními bankami, které jsou v takovém případě považovány za centrální depozitáře. Jedinou podmínkou je, že centrální banky členských států EU musí v souladu s Článkem 21 odst. 2 CSDR informovat ESMA o všech vypořádacích systémech, které provozují. Tento přístup odpovídá standardní tržní praxi, kdy centrální banky předmětné činnosti vykonávají pro účely vypořádání transakcí s investičními nástroji<sup>480</sup> emitovanými právě centrálními bankami a členskými státy pro účely financování veřejných rozpočtů. S provozováním vypořádacího systému samozřejmě zcela integrálně souvisí i vedení evidencí investičních nástrojů.

Zákonné zmocnění ČNB k vedení evidence investičních nástrojů obsahuje § 33 odst. 2 ZČNB, dle nějž je ČNB oprávněna k vedení evidencí cenných papírů představujících právo na splacený dlužné částky, které jsou vydány Českou národní bankou, Českou republikou nebo jinými emitenty<sup>481</sup>. V souladu s § 525 odst. 2 OZ, společně s ustanoveními § 92 odst. 3 a 4 ZPKT je předmětné ustanovení potřeba vykládat tak, že je ČNB oprávněna k vedení evidence zaknihovaných cenných papírů i imobilizovaných cenných papírů, pokud se jedná o dluhové cenné papíry. V praxi lze očekávat, že ČNB nebude široce nabízet možnost vedení evidence pro emise vydávané subjekty odlišnými od ČNB a ČR, pokud pro tyto služby existuje dostupná komerční alternativa<sup>482</sup>. Evidence vedená centrální bankou dle českého práva, ať už je evidencí zaknihovaných či imobilizovaných cenných papírů, je centrální evidencí zaknihovaných cenných

---

<sup>480</sup> Klasicky se jedná o státní dluhopisy, státní pokladniční poukázky a také o dluhové cenné papíry emitované přímo centrálními bankami.

<sup>481</sup> Zde lze souhlasit s Alešem Smutným (viz SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 415. ISBN 978-807502-003-1.), že předmětný výčet, ačkoliv má formálně povahu taxativního výčtu, tak fakticky postrádá smysl, neboť pokud je pod písmenem c) výslovně zmíněn jakýkoliv emitent, pak se fakticky jedná o otevřenou množinu osob. Formulace předmětného ustanovení nicméně vychází ze znění ZČNB účinného do 16. 8. 2013, které v § 31 odst. 2 mimo jiné poskytovalo ČNB zákonné zmocnění k vedení evidencí dluhopisů se splatností do jednoho roku, pokud byly vydány emitenty odlišnými od ČR či ČNB.

<sup>482</sup> Lze nicméně uvažovat o tom, že by tuto službu mohla kupříkladu nabízet obcím či jiným subjektům z veřejného sektoru, které mohou dluhové cenné papíry emitovat.

papírů (§ 92 odst. 4 ZPKT). ČNB je rovněž oprávněna k vedení evidence navazující na jinou centrální evidenci. Musí se ovšem jednat výlučně o evidenci vedenou centrálním depozitářem (§ 33 odst. 3 ZČNB).<sup>483</sup> Předmětem této navazující evidence mohou být rovněž pouze dluhové cenné papíry. Evidencí provozovanou ČNB je Systém krátkodobých dluhopisů (dále jen jako „SKD“). SKD je zároveň i vypořádacím systémem. Fungování SKD není upraveno zákonem či jiným právním předpisem, ale upravují jej Pravidla systému krátkodobých dluhopisů<sup>484</sup> společně s přílohami tohoto dokumentu a také Ceník SKD. Tento dokument je nicméně alternativou provozního řádu a dalších vnitřních předpisů, které vydávají komerční centrální depozitáře.

#### 4.1.6. Svoboda volby centrálního depozitáře v rámci EU

Dosažení vyšší míry sjednocení právních režimů pro nepřímou držbu investičních nástrojů, které jsou předmětem vypořádání ve vypořádacích systémech, bylo jedním ze základních cílů, který si tvůrci CSDR vytyčili<sup>485</sup>. Jako preferovaný způsob držby, který umožňuje dosažení vyšší úrovně bezpečnosti a vyšší efektivity vypořádání (především ve smyslu nižší úrovně selhání stran obchodu), přitom unijní zákonodárce přímo zmiňuje zápis v evidencích vedených centrálními depozitáři. A to buď ve formě imobilizace, či přímo zaknihování investičního nástroje. Požadovat tuto formu držby pro všechny investiční nástroje emitované v rámci EU by nicméně byl požadavek neproporcionální vůči vytčenému cíli. CSDR proto tento přístup aplikuje na užší okruh investičních nástrojů, u něhož je takový požadavek naprosto legitimní, když v Článku 3 odst. 1 stanoví: „...*emitent usazený v Unii, jenž vydává nebo vydal převoditelné cenné papíry*<sup>486</sup>, které jsou přijaty k obchodování nebo obchodovány v obchodních systémech<sup>487</sup>, zajistí, aby tyto cenné papíry byly evidovány formou zápisu do příslušné evidence prostřednictvím imobilizace nebo formou přímé emise v zaknihované podobě.“ Příslušnou evidencí je tímto ustanovením samozřejmě myšlena evidence vedená centrálním depozitářem disponujícím povolením vydaným členským státem EU či subjektem v obdobném postavení. Oproti většině ostatních ustanovení CSDR má Článek 3 odst. 1 CSDR účinnost stanovenou individuálně, a to konkrétně tak, že se použije od 1. ledna 2023 na

<sup>483</sup> K tomuto blíže rovněž Důvodová zpráva k zákonu č. 148/2016 Sb. In: Psp.cz [online]. 2015, s. 102. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=571>.

<sup>484</sup> ČNB [online]. Pravidla systému krátkodobých dluhopisů, 2018, 44 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/financi\\_trhy/skd/pravidla.html](https://www.cnb.cz/cs/financi_trhy/skd/pravidla.html).

<sup>485</sup> Recital 11 CSDR.

<sup>486</sup> Tento pojem, respektive jeho český ekvivalent investiční cenný papír, je blíže vymezen v části 2.2.1. této práce.

<sup>487</sup> Tento pojem, respektive jeho český ekvivalent investiční cenný papír, je blíže vymezen v části 1.1.3. této práce.



převoditelné cenné papíry emitované po tomto datu a od 1. ledna 2025 na všechny převoditelné cenné papíry, které jsou přijaty k obchodování v jakémkoliv obchodním systému organizovaném v členském státě EU a EHP (Článek 76 odst. 2 CSDR).

Výše uvedený požadavek samozřejmě představuje poměrně zásadní, byť nikoliv ojedinělý, zásah unijního pozitivního práva do uspořádání soukromoprávních vztahů mezi emitentem převoditelných cenných papírů a organizátorem obchodního systému. Jakkoliv je legitimizován snahou o usnadnění pohybu kapitálu a zvýšení právní jistoty účastníků kapitálových trhů. Aby emitenti nebyli vystaveni situaci, kdy budou v rámci lokálních trhů nuceni využít služby jediného existujícího národního centrálního depozitáře, či v horším případě, aby nečelili situaci, kdy v dané jurisdikci neexistuje žádný subjekt s příslušným povolením, zakotvil CSDR zároveň v této práci již zmiňovaný institut svobodného přístupu k centrálním depozitářům usazeným a povoleným v členských státech EU. Takové právo nemůže s ohledem na rozdílnost národních právních řádů v oblasti práva cenných papírů či obchodních společností nemůže fungovat zcela automaticky. Článek 49 odst. 1 CSDR proto blíže upřesňuje, že je aplikováno v případech, kdy daný centrální depozitář úspěšně absolvoval řízení dle Článku 23 CSDR a disponuje povolením pro poskytování služeb registrace a centrální evidence pro účely právního řádu relevantního pro konkrétního emitenta. Jakkoliv podle obvyklých zásad mezinárodního práva soukromého platí, že převody investičních nástrojů evidovaných v příslušných evidencích se obvykle řídí právem státu sídla osoby vedoucí danou evidenci, to nic nemění na skutečnosti, že práva inkorporovaná do investičního nástroje se obvykle řídí a musí být uplatňována v souladu právem, dle něhož je investiční nástroj vydán.

CSDR tedy zavádí regulatorní režim, v jehož rámci může emitent (či potenciální emitent) požádat o zaevidování investičního nástroje v centrálním depozitáři disponujícím odpovídající kompetencí a s ní souvisejícím oprávněním. Zároveň Článek 49 odst. 2 CSDR předvídá i postup, dle něž může emitent požádat kompetentní centrální depozitář o zaevidování emise. Subjekt, kterému je žádost adresována, je pak povinen žádost vyřídit neprodleně a nediskriminačním způsobem. Význam pojmu neprodleně také uvedené ustanovení specifikuje, když dodává, že žadatel musí obdržet (písemnou) odpověď ve lhůtě tří měsíců. Oslovený centrální depozitář může poskytnutí služby odmítnout, musí tak ovšem učinit v písemné formě a odmítnutí nesmí být bezdůvodné. CSDR přitom nijak nevymezuje jazykový režim, ve kterém má takováto komunikace probíhat. Specifikace tohoto režimu nicméně zcela určitě bude muset být součástí

žádosti centrálního depozitáře o povolení dle Článku 23 CSDR. Možnost odmítnutí pak CSDR omezuje toliko na případy, kdy centrální depozitář buď již nedisponuje oprávněním pro účely právního řádu, dle něhož je předmětný investiční nástroj, a dále na případy, kdy je odmítnutí založeno na celkovém posouzení rizik spojených s evidováním dané emise. Předmětnými riziky jsou myšlena především rizika právní, provozní a operační, která detailněji vymezují Články 31 až 33 Nařízení 2017/392. Centrální depozitář jakožto povinný subjekt také posuzuje emitenta i emisi z hlediska kritérií stanovených Směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES ze dne 26. října 2005 o předcházení zneužití finančního systému k praní peněz a financování terorismu (AMLD) a Směrnicí Komise 2006/70/ES ze dne 1. srpna 2006, kterou se stanoví prováděcí opatření ke směrnici Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES, pokud se jedná o definici politicky exponovaných osob a technická kritéria pro zjednodušené postupy hloubkové kontroly klienta a pro výjimku na základě finanční činnosti vykonávané příležitostně nebo ve velmi omezené míře. Především tedy vyhodnocuje, zda emitent a emise nepředstavují riziko z hlediska problematiky legalizace výnosů z trestné činnosti, financování terorismu, přítomnosti politicky exponovaných osob, ale lze se domnívat, že posouzení rizik má být provedeno i v širším kontextu, tedy zda vydání dané emise nemůže být dílčím nástrojem k páčání trestné činnosti či v souvislosti s vydáním či přímo vydáním emise nebude spáchán trestný čin<sup>488</sup>, nebo případně správní delikt<sup>489</sup>. Osobně se rovněž domnívám, že odmítnutí může být založena i na identifikaci měkčích rizik, jako je možnost reputační rizika pro osloveného centrálního depozitáře. V takovém případě by nicméně předmětné riziko muselo být skutečně precizním způsobem identifikováno a vyargumentováno, aby odmítnutí nemohlo být žadatelem považováno za svévolné a z toho důvodu rozporováno. Naopak se domnívám, že pod výše uvedené kategorie rizik nebude možné podřadit případy, kdy by dokumenty související s emisí byly vydány v úředním jazyce zmíněného jiného členského státu. Tedy kupříkladu pokud by se jednalo o emisi dluhopisů vydaných dle českého práva, jejíž emisní podmínky budou rovněž vyhotoveny v českém jazyce (jakkoliv nic nebrání tomu, aby byly vyhotoveny pouze v angličtině, němčině či ve více jazycích). Centrální depozitář, kterému je uděleno povolení pro poskytování základních služeb ve vztahu k investičním nástrojům, vydaným dle určitého právního řádu, by dle mého názoru nejenže měl v rámci řízení o udělení povolení doložit kompetenci přiměřeným způsobem pracovat s úředním jazykem či jazyky předmětných jiných

---

<sup>488</sup> V kontextu českého právního řádu lze uvést některé příklady trestných činů vymezených v zákoně č. 40/2009 Sb., trestní zákon (TZ), a to kupříkladu trestný čin neoprávněného vydání cenného papíru (§ 249 TZ), znevýhodnění věřitele (§ 223 TZ) či způsobení úpadku (§ 224 TZ), v úvahu by ale připadaly i některé další.

<sup>489</sup> Tedy kupříkladu zda se emitent vydáním emise nedopouští zakázaného shromažďování peněžních prostředků či penězi ocenitelných věcí dle § 98 ZISIF.

členských států, zároveň by měl být schopen tuto kompetenci udržovat po celou dobu platnosti předmětného povolení. V praxi však bezpochyby bude vhodnější, aby emitent vyhotovil příslušné dokumenty v anglickém jazyce či dvojjazyčně.

Aby možnost volby centrálního depozitáře byla efektivně vymahatelným právem, obsahují Články 49 odst. 4 a 5 CSDR postup, jakým se může odmítnutý emitent předmětné odmítavé rozhodnutí pokusit zvrátit<sup>490</sup>. Může předložit stížnost orgánu dohledu v zemi sídla centrálního depozitáře, kterému byla žádost adresována. Tento orgán se musí stížností zabývat<sup>491</sup> v rámci tohoto postupu hodnocení stížnosti, k němuž dospěje, konzultovat s orgánem dohledu v zemi sídla emitenta, což je přirozeně relevantní v případech, kdy mají emitent a centrální depozitář své sídlo v různých členských státech. Pokud se tyto orgány shodnou na hodnocení stížnosti a dojdou k závěru, že odmítnutí bylo provedeno v rozporu s platnými právními předpisy, má příslušný orgán ve státě sídla centrálního depozitáře povinnost vydat rozhodnutí, jímž centrálnímu depozitáři přikáže službu emitentovi poskytnout. V případě, že by tyto dva orgány neshodovaly na hodnocení situace (ve smyslu zhodnocení správnosti či protiprávnosti odmítnutí ze strany centrálního depozitáře), je záležitost předložena ESMA. Ta ji musí posoudit a orgánu dohledu v zemi sídla centrálního depozitáře určit, jakým způsobem dále postupovat a zda případně centrálnímu depozitáři přikázat poskytnutí služby. Vztah mezi emitentem investičního nástroje a centrálním depozitářem je ovšem jednoznačně vztahem soukromoprávním<sup>492</sup>, který je založen na uzavření smlouvy mezi stranami. Tato smlouva, jakkoliv její obsah může být určen centrálním depozitářem bez možnosti odchýlit se, je společně s vnitřními předpisy základním regulativem vztahu emitent – centrální depozitář. Předmětem příkazu příslušného orgánu proto nemůže být prostá instrukce k zaevidování (tj. zaknihování) emise, ale toliko a pouze povinnost uzavřít s žadatelem smlouvu a poskytnout mu službu za podmínek, za nichž je daná služba centrálním depozitářem obecně poskytována třetím stranám<sup>493</sup>. Příslušný orgán nedisponuje oprávněním regulovat či usměrňovat samotný obsah závazkového vztahu, na jehož základě má dojít ke zřízení evidence.

---

<sup>490</sup> Z logiky věci není upraven postup, jakým případně revidovat rozhodnutí, jímž je žádosti vyhověno.

<sup>491</sup> V případě ČR by tímto orgánem tedy byla ČNB, jenž by měla povinnost v řízení postupovat dle zákona č. 500/2004 Sb., správní řád.

<sup>492</sup> O tomto názoru neapanuje v doktríně pochybnost. V řadě mimoevropských zemí, kde služby obdobné službám centrálního depozitáře poskytuje veřejnoprávní subjekt, se samozřejmě může jednat o vztah na základě veřejného práva.

<sup>493</sup> Shodně ŠOVAR, Jan. § 526 In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 566. ISBN 978-80-7400-653-1.

Analogicky k výše uvedenému lze dále vyslovit předpoklad, že možnost využití opravného prostředku proti odmítnutí ze strany centrálního depozitáře není možné v případě, že by odmítnutí zaevidování emise bylo založeno na předchozím odmítnutí emitenta uzavřít s centrálním depozitářem smlouvu v předepsaném znění a rozsahu<sup>494</sup>. Emitent také není oprávněn uplatňovat opravné prostředky ve vztahu k poplatkům spojením se zaevidováním emise u centrálního depozitáře a podmínkám jejich úhrady. Článek 49 odst. 1 CSDR ostatně výslovně zakotvuje (jednostranně) oprávnění centrálního depozitáře účtovat za poskytnutí služby přiměřený poplatek, stanovený na základě přírážky k nákladům spojeným s poskytováním služby, pokud se strany nedohodnou jinak. Nic přitom nebrání tomu, aby byla úhrada části či plné výše poplatku požadována před samotným poskytnutím služby, tedy před zaevidováním emise, jakkoliv by centrální depozitář neměl takový přístup uplatňovat netransparentně či selektivně pouze vůči některým emitentům. Obecně je ale potřeba zdůraznit, že centrální depozitář je svou povahou dominantním subjektem v rámci relevantního trhu. Jeho příjmy a poplatková politika z toho důvodu podléhají veřejnoprávní regulaci v oblasti cen.

Výše popsaný postup bezpochyby představuje způsob, jak do určité míry omezit potenciální svévolné jednání na straně centrálního depozitáře. Lze se ale také domnívat, že popsaný postup bude může být v řadě případů relativně časově náročný, o to spíše pak v případě neshody na úrovni národních dohledových orgánů vyžadující následnou inherenci ESMA. Pokud by měl celý proces trvat i několik měsíců, může ve výsledku postrádat smysl. Finální příkaz příslušného orgánu na národní úrovni navíc může být napaden ještě u věcně a místně příslušného soudu.<sup>495</sup> Pokud emitent potřebuje flexibilně řešit své financování prostřednictvím kapitálového trhu a narazí na překážku tohoto charakteru, může být obava (a to obava poměrně realistická), že tato bude řešena po dobu několika měsíců natolik odrazující, že raději využije jinou formu financování. Na druhou stranu i v takovém případě může mít rozhodnutí příslušného orgánu, které shledá žadatelovu stížnost jako oprávněnou, v jistém smyslu precedentní povahu a daný emitent by se o něj mohl opírat v případě budoucích žádostí o zaevidování investičního nástroje směřovaných témuž centrálnímu depozitáři.

---

<sup>494</sup> Zde je samozřejmě relevantní otázkou, zda takovou situaci vůbec lze považovat za odmítnutí zaevidování emise. Osobně se domnívám, že ji za odmítnutí zaevidování považovat nelze, neboť celý proces zaevidování je zde ukončen na základě odmítnutí emitenta v rámci procesu kontraktace.

<sup>495</sup> ŠOVAR, Jan. § 526 In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 566. ISBN 978-80-7400-653-1.

## 4.2. Subjekty oprávněné k vedení evidence navazující na centrální evidenci

Jedním ze základních principů centrální evidence zaknihovaných cenných papírů je její víceúrovňovost. Pokud bychom se omezili pouze na subjekty se sídlem v ČR, pak by v zásadě bylo možné konstatovat její dvouúrovňovost. Nicméně ve chvíli, kdy nám do rovnice vstoupí zahraniční prvek, je zřejmé, že možných úrovní, tedy subjektů vedoucích evidence navazujících na evidence vyšší úrovně, může být výrazně více. Okruh subjektů oprávněných k vedení evidence navazující na centrální evidenci vymezuje § 92 odst. 2 ZPKT společně s § 33 odst. 4 ZČNB. Především díky ustanovení § 92 odst. 2 písm. e) ZPKT může zahrnovat velmi pestrý okruh subjektů, přičemž se tedy jedná o tyto:

a) *Obchodník s cennými papíry, který má v povolení uvedenou investiční službu úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb* – tedy subjekt se sídlem v ČR, který je definovaný v § 5 ZPKT a který je na základě povolení ČNB oprávněn k poskytování hlavních investičních služeb (tj. služeb vymezených v § 4 odst. 2 ZPKT), přičemž disponuje oprávněním pro poskytování doplňkové investiční služby vymezené v § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT).

b) *Subjekt, který je oprávněn dle ZISIF vykonávat úschovu cenných papírů nebo vedení evidence zaknihovaných cenných papírů investičního fondu, jde-li o evidenci podílových listů nebo zakladatelských nebo investičních akcií vydávaných investičním fondem* – tímto subjektem je dle § 11 odst. 1 písm. d) ZISIF investiční společnost, pokud má oprávnění k poskytování investiční služby úschova a správa uvedené v povolení k činnosti a pokud jsou předmětem evidence cenné papíry nebo zaknihované cenné papíry vydané tuzemským či zahraničním investičním fondem, či vztahující se k tomuto fondu. Zajištění vedení evidence je pak obecně povinností administrátora (§ 54 ZISIF), který tuto povinnost může plnit sám, ale také prostřednictvím jiných osob. V případech, kdy je investiční společnost současně obhospodařovatelem i administrátorem investičního fondu<sup>496</sup>, ať už tuzemského či zahraničního, pak může ve vztahu k (zaknihovaným) cenným papírům kolektivního investování vydaných tímto investičním fondem vést evidenci i bez oprávnění k poskytování investiční služby úschova

---

<sup>496</sup> Ve vztahu k podílovému fondu je vhodné doplnit, že v tomto případě je investiční společnost v trojjediné roli, neboť je rovněž emitentem podílových listů představujících podíl na podílovém fondu. To samozřejmě na podstatě problematiky v zásadě nic nemění.

a zpráva<sup>497</sup>.<sup>498</sup> Pokud uvedená podmínka platit nebude, musí investiční společnost disponovat oprávněním dle § 11 odst. 1 písm. d) ZISIF, a to i v případě kdy bude „pouze“ administrátorem. Výše uvedené platí obdobně pro zahraniční osoby oprávněné k poskytování předmětných regulovaných služeb, které získají povolení ČNB k poskytování relevantních služeb na území ČR dle § 481 ZISIF. Navazující evidence ovšem v souladu se zněním § 92 odst. 2 ZPKT může být vedena pouze pro zakladatelské a investiční akcie a podílové listy (přirozeně zaknihované či imobilizované v centrální evidenci) vydané investičních fondem.

c) *Zahraníční osoba, jejíž činnost odpovídá činnosti osob uvedených v písmenu a) nebo b) - tedy subjekty se sídlem mimo ČR, které jsou držitelem zahraničního oprávnění obdobného k oprávněním obchodníka s cennými papíry, respektive administrátora investičního fondu; nemusí se přitom jednat o osoby s oprávněním poskytovat příslušné služby na území ČR, dokonce ani o subjekty se sídlem v členském státě EU či s oprávněním k poskytování daných služeb v jakémkoliv členském státě EU, neboť tyto subjekty mohou vést navazující evidenci pouze pro zákazníky v zemích, kde působí<sup>499</sup>.*

d) *Centrální depozitář, zahraniční centrální depozitář nebo zahraniční centrální depozitář, který získal povolení k činnosti nebo byl uznán podle CSDR, případně zahraniční osoba oprávněná vést evidenci investičních nástrojů - tato množina je formulována široce proto, aby zahrnovala nejen zahraniční centrální depozitáře, ale i subjekty v obdobném postavení, centrální banky apod., je ale otázkou, nakolik je toto legislativně-technické řešení optimální; některé jurisdikce (například Švýcarsko) nijak nevymezují oprávnění k vedení evidence investičních nástrojů, tedy tyto může vést úplně kdokoli, včetně fyzických osob. Na druhou stranu objektivní bariérou zde budou technologické, právní i organizační nároky spojené s přístupem k centrální evidenci. Spíše na okraj lze zmínit domněnku, že právní řád nebrání tomu, aby centrální depozitář vedl rovněž evidenci navazující na jím vedenou evidenci centrální, pokud by to bylo*

---

<sup>497</sup> Zákodárce zde nejspíše vyšel z předpokladu, že v takovém případě jde sice stále o činnost s charakterem investiční služby, tato je nicméně investiční společností poskytována jakožto okrajová v souvislosti s jinými činnostmi regulovanými příslušnými právními předpisy, a navíc v souladu s komplexními pravidly pro vedení samostatné evidence.

<sup>498</sup> KRÁLÍK, Aleš. § 11 a § 39 In. ŠOVAR, Jan, KRÁLÍK, Aleš, BERAN, Jiří, DOLEŽALOVÁ, Daniela a kol. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech - Komentář, Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 41-47 a 151-153. ISBN 978-80-7478-783-6.

<sup>499</sup> Ustanovení § 92 odst. 2 písm. d) ZPKT ve znění účinném do 31. 5. 2016 výslovně omezovalo okruh zahraničních subjektů způsobilých k vedení evidence navazující na centrální evidenci na licencované subjekty s povolením k poskytování služeb na území ČR. Tento požadavek nicméně nebyl komplementární s obsahem CSDR, proto byl novelizací provedenou zákonem č. 148/2016 zrušen.

účelné. Mohlo by se například jednat o situace, kdy by tento postup našel využití v rámci nastavení interních procesů a vztahů v případě, že by takový centrální depozitáře měl rovněž zřízenou pobočku v jiném členském státě EU.

e) *Banka, která má má v bankovní licenci vydané dle § 4 ZoB uvedenu v souladu s § 1 odst. 3 písm. h) ZoB investiční službu úschova a správa investičních nástrojů, včetně souvisejících služeb<sup>500</sup> a obdobné zahraniční subjekty* – tedy banky označované v terminologii kapitálových trhů rovněž jako bankovní obchodníci. Banka sice není uvedena ve výčtu dle § 92 odst. 2 ZPKT, což ovšem nic nemění na skutečnosti, že může být oprávněna k poskytování investiční služby úschova a správa v souladu se ZoB, přičemž podmínky poskytování této investiční služby již neupravuje ZoB, ale ZPKT (duplicita právní úpravy by ani nedávala smysl). Ustanovení § 4 odst. 6 ZPKT výslovně uvádí, že: „*investiční služba úschova a správa investičních nástrojů pro zákazníka zahrnuje též vedení evidence navazující na centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů (§ 92), vedení samostatné evidence investičních nástrojů nebo vedení evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů (§ 93)*“. Nelze přitom najít jediný relevantní argument pro to, proč by měly být „bankovní“ obchodníci znevýhodněni oproti klasickým obchodníkům s cennými papíry tím, že budou vyloučeni z možnosti vedení evidence navazující na centrální evidenci<sup>501</sup>. Oprávněnými subjekty jsou rovněž zahraniční banky, byť tyto mohou být souběžně subsumovány rovněž do skupin, které jsou v tomto výčtu označeny písmeny d) a e). není na místě, relevantní je naopak analogie o oprávnění obchodníka s cennými papíry.

f) *Česká národní banka* – ačkoliv není uvedena v § 92 odst. 2 ZPKT, je k vedení evidence navazující na centrální evidenci (samozřejmě vedle možnosti vést centrální evidenci) oprávněna na základě zákonného zmocnění v § 33 odst. 4 ZČNB, přičemž při vedení navazující evidence již není omezena druhem evidovaných zaknihovaných cenných papírů.

---

<sup>500</sup> Je také potřeba doplnit, že § 1 odst. 3 písm. h) ZoB požaduje, aby v bankovní licenci bylo uvedena informace ve vztahu k jakým investičním nástrojům je banka službu oprávněna poskytovat. Rozsah daného oprávnění se v případě banky proto bude řídit rovněž její bankovní licenci.

<sup>501</sup> Banky také v praxi tyto evidence běžně vedou, viz CDCP [online] Seznam evidencí, z nichž jsou poskytovány informace osobám oprávněným podle § 115 ZPKT, 3 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/dokumenty\\_statni/smlouvy/CDCP\\_seznam\\_evidenci.pdf](https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/dokumenty_statni/smlouvy/CDCP_seznam_evidenci.pdf).

Vedení evidence navazující na centrální evidenci je ryze fakultativní záležitostí. Relevantní subjekty se vždy mohou rozhodnout, zda bude využita možnost vést navazující evidenci, či předmět evidence ponechají evidován pouze na účtech vlastníků v centrální evidenci, samozřejmě při dodržení relevantních právních předpisů především ve vztahu k oddělení vlastního majetku a majetku zákazníků. Rovněž vedení evidencí navazující na centrální evidenci je prováděno buď dle českého práva (jak tomu bude u tuzemských subjektů) již pouze na účtech vlastníků, nebo způsobem přijatelným dle jiného relevantního právního řádu. Specifická situace může nastat u zahraničních subjektů, které budou mít zřízení pobočku (tj. odštěpný závod) na území ČR a navazující evidenci by vedly prostřednictvím tohoto odštěpného závodu. U nich lze důvodně presumovat požadavek na postup dle českého práva, tedy především na vedení evidence již pouze na účtech vlastníků.

Na příkladu bank s povolením k poskytování investiční služby úschova a správa lze demonstrovat skutečnost, že výčet v § 92 odst. 2 ZPKT není výčtem taxativním, jakkoliv by by na první pohled mohl budít dojem opačný<sup>502</sup>. Výrazně matoucí pak může být skutečnost, že banky jsou naopak výslovně uvedeny ve výčtu osob oprávněných k vedení samostatné evidence a evidence navazující na samostatnou evidenci (§ 93 odst. 2 a 3 ZPKT). Aplikace argumentace *a contrario* a dovození závěru, že úmyslem zákonodárce bylo, aby tuzemské banky nebyly zahrnuty mezi subjekty oprávněné k vedení evidence navazující na centrální evidenci dle mého názoru nicméně jednoznačně není na místě, respektive ji lze jen slabě argumentačně podložit. Nekoncepčnost zákonodárce navíc nemůže být podkladem pro takto zásadní omezení jednoho okruhu poskytovatelů investičních služeb, tedy bank, oproti jejich konkurentům, nebankovním obchodníkům s cennými papíry. Banky zcela standardně jsou účastníky centrálního depozitáře<sup>503</sup> a pokud by jim některé běžné tržní praktiky měly být zapovězeny, musel by tak dle mého názoru zákonodárce učinit výslovně.

Pokud lze na příkladu jednoho okruhu subjektů demonstrovat neuzavřenou povahu předmětného výčtu, nabízí se přirozeně otázka, zda existují nějaké další případy. V odborné

---

<sup>502</sup> Není v něm obsaženo legislativní vyjádření jeho demonstrativnosti či otevřenosti užitím např. výrazů „zejména“ či „především“. Je ale potřeba připustit, že v něm absentuje i jednoznačné vyjádření taxativnosti výčtu.

<sup>503</sup> Účastníkem centrálního depozitáře je v souladu s Článkem 2 odst. 19 CSDR účastník vypořádacího systému, kterým může být v souladu s § 84 odst. 1 písm. a) ZPKT i banka, respektive zahraniční banka dle písm. d) téhož ustanovení.



literatuře<sup>504</sup> je tento problém identifikován, ovšem nikoliv jednoznačně vyřešen, ve vztahu k investiční společnosti se sídlem v ČR<sup>505</sup> tam, kde by byly předmětem navazující evidence zaknihované cenné papíry neuvedené v § 92 odst. 2 písm. b) ZPKT<sup>506</sup>. Problém nejasnosti požadavků právní úpravy na vedení evidencí cenných papírů kolektivního investování, původně tedy ve vztahu k zaknihovaným podílovým listům, byl přitom identifikován již při samém vzniku ZPKT<sup>507</sup>. Legislativní změny provedené jak v sektorové legislativě relevantní pro oblast evidencí investičních nástrojů, tak i pro oblast investičních fondů a investičních společností, některé sporné otázky vyřešily, aby ovšem další na jiných místech vytvořily. Jak již bylo uvedeno, podobně jako je tomu v případě bank, i investiční společnosti mohou být v rámci povolení dle § 11 odst. 1 ZISIF oprávněny k poskytování investiční služby úschova a správa investičních nástrojů. Tato investiční služba, dle již citovaného § 4 odst. 6 ZPKT, zahrnuje i vedení evidence navazující na centrální evidenci. Rovněž již bylo uvedeno, že investiční společnost může vést evidenci navazující na centrální evidenci z pozice subjektu se souběhem funkce administrátora a obhospodařovatele (v takovém případě nepotřebuje žádné povolení - § 39 odst. 5 ZISIF), dále z pozice administrátora, ale také na základě pověření administrátora (v dalších dvou případech již příslušným povolením disponovat musí).<sup>508</sup> Ustanovení § 92 odst. 2 písm. b) ZPKT ovšem omezuje okruh zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů kolektivního investování, ve vztahu k nimž je investiční společnost oprávněna navazující evidenci vést. Otázkou ovšem je, proč by měla být investiční společnost limitována v této možnosti kupříkladu ve vztahu k zaknihovaným či imobilizovaným akciím vydaným investičním fondem majícím právní formu akciové společnosti. Jedná přitom o problém, který může poměrně zásadním způsobem ovlivnit proces nabízení investic do takového investičního fondu. Pokud by investiční společnost byla účastníkem centrálního depozitáře a měla zřízen účet zákazníků, mohla by následně relativně jednoduše a s nižšími náklady investorům distribuovat cenné papíry na účty vlastníků zřízené pro koncové investory v jí vedené navazující evidenci, a nikoliv na

---

<sup>504</sup> K tomuto srovnej SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 413. ISBN 978-807502-003-1.

<sup>505</sup> Investiční společnost, se sídlem v ČR, tedy subjekt vymezený v § 7 ZISIF jakožto právnická osoba s povolením k obhospodařování investičního fondu či zahraničního fondu a popřípadě rovněž s povolením k administraci investičního fondu či zahraničního investičního fondu a k některým dalším specifickým činnostem.

<sup>506</sup> Tento problém lze v totožné formě vztáhnout i k oprávnění k vedení samostatné evidence a evidence navazující na samostatnou evidenci. Budeme se jím proto zabývat na tomto místě, jakkoliv zde obsažená argumentace má relevanci i k uvedením jiným druhům evidencí.

<sup>507</sup> PAULY, Jan. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry, Právník, 2005, roč. 144, č. 8, s. 865-866.

<sup>508</sup> KRÁLÍK, Aleš. § 11 a § 54 In. ŠOVAR, Jan, KRÁLÍK, Aleš, BERAN, Jiří, DOLEŽALOVÁ, Daniela a kol. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech - Komentář, Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 41-47 a 189-190. ISBN 978-80-7478-783-6.

účty vlastníka přímo v evidenci centrální, byť by i tyto mohla z pozice účastníka centrálního depozitáře investorům zřídit a spravovat<sup>509</sup>.

Oproti zmíněnému příkladu bank je zde výklad obsahu právní úpravy výrazně komplikovanější a najít odpověď při využití běžných metod právní argumentace je obtížné. Zcela evidentně se nabízí užití *argumentum a contrario*, tedy v tom duchu, že pokud zákonodárce u některých druhů zaknihovaných cenných papírů výslovně připustil jejich vedení v navazující evidenci investiční společnosti, pak u zbývajících je toto vyloučeno. To ovšem dle mého názoru není jediná možnost výkladu. Alternativu v podobě využití zásady *lex specialis derogat legi generali* v tomto případě fakticky vylučuje nemožnost určení obecného a zvláštního pravidla. Kýžený výsledek nepřinese ani případné využití metody historické. Aplikace systematické i teologické metody výkladu svědčí rovněž spíše závěru výše dovozenému argumentační metodou protikladu, tedy že investiční společnosti jsou z možnosti vedení evidence navazující na centrální evidenci vyjmuty, neboť pravidlo v § 4 odst. 6 ZPKT by mělo být z logiky svého umístění v předmětné právní normě vztahováno toliko k obchodníkovi s cennými papíry (a jedná se tak pouze o potvrzení oprávnění, které je zopakováno v § 92 odst. 2 písm. a) ZPKT) a dále že pokud by zákonodárce měl zájem odstranit výkladovou nejasnost, která s ohledem na několikaletou dobu existence problému musela být z jeho strany identifikována, a rozšířit množinu oprávněných osob i o výše zmíněné, nepochybně by tak učinil. Osobně se nicméně domnívám, že aplikace *argumentum a contrario* zde není relevantní a vhodnější je využití analogie, respektive obdobně i logické metody výkladu práva. Obě hovoří spíše ve prospěch širšího oprávnění pro investiční společnosti, tedy i nad rámec investičních nástrojů uvedených v § 92 odst. 2 písm. b) ZPKT. Uvedený závěr ale zároveň činím s vědomím, že prosté využití analogie nejspíše není dostačující k tomu, aby překlenulo výkladovou nejistotu, posílenou navíc i tím, že investiční společnosti, stejně jako centrální depozitář, podléhají příslušné veřejnoprávní regulaci a dohledu. Předmětná otázka ovšem může být v budoucnu vyřešena rovněž cestou kvalifikovaného dotazu podaného ČNB<sup>510</sup>.

---

<sup>509</sup> Takové nastavení by dávalo smysl kupříkladu v situaci, kdy by investiční fond, přes svou uzavřenou povahu, umožňoval nějakou formu zpětného odkupu jím emitovaných cenných papírů kolektivního investování. Realizace těchto zpětných odkupů by bezpochyby byla snazší i levnější v rámci navazující evidence.

<sup>510</sup> Při využití veřejně dostupných zdrojů jsem bohužel nedohledal odpověď ČNB na kvalifikovaný dotaz, který by se týkal této problematiky. Dle její obecné povahy se přitom lze domnívat, že by uveřejněn byl. Tato skutečnost mne vede k závěru, že praxi asi tento problém až tolik netrápí, respektive jej lze snadno vyřešit zapojením subjektu, u něhož není o rozsahu příslušného oprávnění pochybnost.

### **4.3. Subjekty oprávněné k vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidencí navazujících na samostatnou evidenci**

Samostatná evidence investičních nástrojů je druhým typem evidence, kterou český právní řád zná. Oproti centrální evidenci je přitom okruh subjektů, které jsou oprávněny k vedení evidence na prvním stupni významně širší. Její využití právní řád pro určité investiční nástroje omezuje, neboť kromě zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování a zaknihovaných státních dluhopisů nemohou být předmětem samostatné evidence žádné jiné zaknihované cenné papíry. Samostatná evidence je rovněž evidencí víceúrovňovou, pozitivní právo ovšem omezuje okruh subjektů oprávněný k vedení některého ze stupňů samostatné evidence. V této podkapitole proto vymezím subjekty oprávněné k vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidencí navazujících na samostatnou evidenci.

#### **4.3.1. Subjekty oprávněné k vedení samostatné evidence**

Výčet subjektů oprávněných k vedení samostatné evidence investičních nástrojů je nezbytné sestavit na základě několika ustanovení obecně závazných právních předpisů. Konkrétně se jedná o § 93 odst. 2 ZPKT, § 33 odst. 4 ZČNB a § 35 odst. 1 písm. d) zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech (ZRoZP). Jedná se o výčet široký, který zahrnuje soukromoprávní subjekty s oprávněním k poskytování investičních služeb i subjekty veřejnoprávní. Konkrétně se jedná o tyto osoby:

a) *Obchodník s cennými papíry, který má v povolení uvedenou investiční službu úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb* – tedy subjekt se sídlem v ČR, který je definovaný v § 5 ZPKT a který je na základě povolení ČNB oprávněn k poskytování hlavních investičních služeb (tj. služeb vymezených v § 4 odst. 2 ZPKT), přičemž disponuje oprávněním pro poskytování doplňkové investiční služby vymezené v § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT. Předmětem evidence mohou v takovém případě být jakékoliv investiční nástroje uvedené v § 93 odst. 1 písm. a) až d) ZPKT (tedy i zaknihované cenné papíry kolektivního investování), a to jak v majetku obchodníka, tak i v majetku jeho zákazníků.

b) *Subjekt, který je oprávněn dle ZISIF vykonávat úschovu cenných papírů nebo vedení evidence zaknihovaných cenných papírů investičního fondu, jde-li o evidenci podílových listů nebo zakladatelských nebo investičních akcií vydávaných investičním fondem* – zde

se tedy jedná se o jednu z výjimek, kdy zaknihované cenné papíry, specificky zaknihované zakladatelské či investiční akcie vydané akciovou společností s proměnným základním kapitálem a také zaknihované podílové listy, mohou být vedeny mimo centrální evidenci (nebo zahraniční evidenci). Stejně tak mohou být v evidenci vedeny listinné zakladatelské a investiční akcie či podílové listy. Evidenci zde opět může vést subjekt oprávněný k poskytování investiční služby úschova a správa dle § 11 ZISIF, respektive ve vztahu k cenným papírům investičního fondu případně i subjekt v postavení administrátora a obhospodařovatel tohoto fondu bez povolení v příslušném rozsahu. Pokud nebudou zaknihované či imobilizované cenné papíry kolektivního investování vedeny v centrální evidenci, je administrátor investičního fondu v souladu s § 54 odst. 1 ZISIF povinen zajistit vedení jejich evidence, ať už vlastními silami, či za využití jiného subjektu oprávněného k poskytnutí předmětné investiční služby. Samostatná evidence by měla být vedena pouze pro zakladatelské a investiční akcie a podílové listy (zaknihované či imobilizované v centrální evidenci) vydané investičních fondem<sup>511</sup>.

c) *Provozovatel vypořádacího systému, pokud vede tuto evidenci pro investiční nástroje uvedené v § 93 odst. 1 písm. b) až d) ZPKT, u kterých je oprávněn vypořádat pohledávky a dluhy z obchodů* – tedy buď subjekt disponující povolením ČNB dle § 90a ZPKT, který má v souladu s § 90 odst. 2 ZPKT ve svém povolení uvedeno oprávnění zajišťovat pro své účastníky investiční službu úschova a správa, pro jakékoliv investiční nástroje, u nichž to jejich povaha umožňuje, vyjma zaknihovaných cenných papírů, anebo centrální depozitář (se sídlem v ČR) pro (listinné) cenné papíry a obdobné zahraniční listinné investiční nástroje přijaté do úschovy pro účely vypořádání. Cenné papíry přijaté za účelem imobilizace jsou v souladu s § 92 odst. 4 ZPKT vedeny v centrální evidenci. Centrální depozitář vede v samostatné evidenci rovněž evidence navazující na zahraniční evidence, u nichž je tedy evidence na nejvyšší úrovni vedena jiným subjektem. V tomto případě má na svém účtu vedeném u tohoto zahraničního registru (obvykle se bude jednat o zahraničního centrálního depozitáře) vedeny investiční nástroje pro které zprostředkovává svým účastníkům držbu a obvykle rovněž přístup k zahraničnímu vypořádacímu systému.<sup>512</sup> Konečně v samostatné evidenci budou vedeny ty zahraniční dematerializované či imobilizované investiční nástroje, které bude (tuzemský) centrální

---

<sup>511</sup> Rozsahu oprávnění investiční společnosti u cenných papírů kolektivního investování jsem se již věnoval v rámci části věnované evidencím navazujícím na centrální evidence a bude ještě rozpracováno i dále v této podkapitole.

<sup>512</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 148/2016 Sb. In: Psp.cz [online]. 2015, s. 102. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=571>.

depozitář v souladu s Článkem 23 odst. 2 CSDR oprávněn zaevidovat a u nichž o zaevidování bude požádán jejich emitentem. V takovém případě nicméně bude muset evidence a způsob jejího vedení rovněž splňovat požadavky příslušných ustanovení zahraničních právních předpisů určených procesem dle Článku 49 odst. 1 CSDR, konkrétně pak dle třetího odstavce tohoto ustanovení. Tato evidence bude po formální stránce samostatnou evidencí ve smyslu § 93 odst. 1 ZPKT, po stránce materiální ale bude jakýmsi hybridem vyhovujícím požadavkům několika právních řádů.

d) *Banka, která má v bankovní licenci uvedenou investiční službu úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb* – tedy banky označované v terminologii kapitálových trhů rovněž jako bankovní obchodníci. Předmětem evidence mohou být jakékoliv investiční nástroje uvedené v § 93 odst. 1 písm. b) až d) ZPKT (tedy i zaknihované cenné papíry kolektivního investování), a to jak v majetku banky, tak i v majetku jeho zákazníků.

e) *Zahraniční osoba, jejíž činnost odpovídá činnosti některé z osob uvedených v písmenech a), b) a d) a která je oprávněna poskytovat investiční služby v ČR* – zde se tedy jedná o zahraniční obchodníky s cennými papíry, zahraniční subjekty poskytující služby administrátora investičního fondu a o zahraniční banky s oprávněním k poskytování investiční služby úschova a správa investičních nástrojů, které mohou působit na území ČR, budou zde tedy mít zřízení pobočky (tj. odštěpný závod) a z logiky věci bude evidence vedena v rámci této pobočky. Pokud by takový zahraniční subjekt vedl danou evidenci ve státě svého sídla, nejednalo by se o samostatnou evidenci dle ZPKT, ale o jinou formu registru investičních nástrojů vedeného dle relevantního zahraničního právního řádu. Předmětem evidence mohou být jakékoliv investiční nástroje uvedené v § 93 odst. 1 písm. b) až d) ZPKT (tedy i zaknihované cenné papíry kolektivního investování), a to jak v majetku daného subjektu, tak i v majetku jeho zákazníků.

f) *Česká národní banka* – z titulu provozovatele vypořádacího systému dle § 33 odst. 4 ZČNB, tedy v souladu s ustanovením § 93 odst. 2 písm. c) ZPKT pouze pro investiční nástroje uvedené v § 93 odst. 1 písm. b) až d) ZPKT. Zde se nicméně jedná pouze o hypotetickou variantu, která by si vyžádala úpravu příslušných předpisů ČNB, neboť dle stávajících pravidel vypořádacího systému provozovaného ČNB, tedy SKD, jsou

předmětem vypořádání výlučně transakce se zaknihovanými cennými papíry vedenými v centrální evidenci ČNB<sup>513</sup>.

g) *Česká republika jednajícím prostřednictvím Ministerstva financí nebo osobou jím zřízenou na základě zvláštního zákona* – předmětem této evidence mohou být ovšem výlučně zaknihované státní dluhopisy, tedy zaknihované dluhopisy vydané ČR.

Jak vyplývá z výše uvedeného výčtu, ne všechny kategorie oprávněných osob mohou vést samostatnou evidenci ke všem druhům investičních nástrojů, u nichž je vedení samostatné evidence připuštěno obecným pravidlem v § 93 odst. 1 ZPKT. Samostatná evidence vedená pro zaknihované cenné papíry kolektivního investování, jenž vychází z historických souvislostí<sup>514</sup>, zůstává specifickou výjimkou, kdy mohou být zaknihované cenné papíry vedeny mimo centrální evidenci. V případě imobilizovaných akcií (myšleno akcií emitovaných akciovou společností nebo evropskou společností se sídlem v ČR) pak právní řád v § 93a odst. 5 ZPKT zavádí speciální pravidlo k výše uvedenému obecnému, dle něž tyto mohou být předmětem úschovy, na kterou navazuje vedení samostatné evidence, pouze u obchodníka s cennými papíry, bankovního subjektu s oprávněním k poskytování investiční služby úschova a správa, anebo u obdobného zahraničního subjektu. Totéž ustanovení samozřejmě připouští, aby byl schovatelem i centrální depozitář či zahraniční centrální depozitář, ovšem v takovém případě je následně vedeny v centrální evidenci (viz § 92 odst. 4 ZPKT).

Z použití výrazu „může“ v § 93 odst. 1 ZPKT by se mohlo zdát, že vedení samostatné evidence je fakultativní záležitostí, u níž se subjekt vedoucí evidenci může rozhodnout, kdy ji bude provádět a kdy nikoliv. Tak jednoduché to ovšem není. Uvedený výraz pouze postihuje situaci, kdy určité subjekty mohou (ale nemusí) být oprávněny k poskytování investiční služby úschova a správa, která je klíčová pro oprávnění k vedení evidence. Je ovšem potřeba doplnit, že subjekty v určitém postavení ze zákona musí zajistit vedené evidence investičních nástrojů (vlastními silami či u jiných subjektů disponujících odpovídajícím oprávněním). Platí to o obchodnících s cennými papíry a o zahraničních obchodnících s povolením k poskytování investičních služeb na území ČR (a analogicky o bankách a zahraničních bankách v obdobném postavení) dle § 12c ZPKT pro investiční nástroje vymezené v odstavci 1 tohoto ustanovení, které jsou převzaty od zákazníků za účelem poskytování investiční služby. Obdobně tato

<sup>513</sup> Jak uvádí § 1 Pravidel SKD, viz ČNB [online]. Pravidla systému krátkodobých dluhopisů, 2018, s. 6. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/skd/pravidla.html](https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/skd/pravidla.html).

<sup>514</sup> Detailněji viz část 3.4. této práce.

povinnost platí pro administrátora tuzemského či zahraničního investičního fondu dle § 54 odst. 1 ZISIF, ať už je tuzemskou investiční společností, či zahraničním subjektem s oprávněním uděleným ČNB dle § 481 ZISIF. U provozovatele vypořádacího systému tuto povinnost sice výslovně nestanoví zákon, nicméně to vychází z analogie jeho oprávnění a oprávnění obchodníka s cennými papíry. I v tomto případě si lze představit, že by mohl vedením evidence pověřit jinou osobu s odpovídajícím veřejnoprávním oprávněním. V takovém případě by ovšem technické a organizační nastavení vztahů mezi nimi muselo umožnit vypořádání pohledávek a dluhů z obchodů s investičními nástroji.

Obdobně jako v podkapitole věnované oprávnění k vedení evidence navazující na centrální evidenci<sup>515</sup>, i u okruhu subjektů oprávněných k vedení samostatné evidence není zcela jasné, zda předmětnou investiční službu mohou vykonávat investiční společnosti v případech nespádajících pod bod b) výše, a to na základě oprávnění dle § 4 odst. 6 ZPKT<sup>516</sup>. Paradox je zde přitom ještě zřetelnější. Investiční společnost může vést samostatnou evidenci pro listinné, imobilizované i zaknihované zakladatelské a investiční akcie i podílové listy. Lze ale bezpochyby souhlasit s názorem, že praktická potřeba využití vedení evidence investičních nástrojů může být výrazně širší, tedy například při vedení zaknihovaných či imobilizovaných akcií vydaných investičním fondem v právní formě akciové společnosti či evropské společnosti, předmětem samostatné evidence<sup>517</sup> by také mohli být kmenové či investiční listy vydané investičním fondem v právní formě společnosti s ručením omezeným, respektive v právní formě komanditní společnosti na investiční listy<sup>518</sup>. Využití samostatné evidence v těchto případech přitom může být po organizační i ekonomické stránce výhodnější nežli jiné varianty, které pozitivní právo nabízí bezrozporně. Navíc i v případě samostatné evidence není výčet subjektů v ZPKT evidentně taxativní, neboť jej zákonodárce ještě doplňuje v dalších zákonech, byť již pouze o veřejnoprávní subjekty. Nelze nicméně jinak nežli zopakovat závěr uvedený v předchozí podkapitole, že jakkoliv by aplikace analogie měla svědčit ve prospěch rozšíření výčtu o investiční společnosti, je otázkou, rizika spojená s aplikační nejistotou spíše odrazují od využití této analogie v praxi.

---

<sup>515</sup> Tedy v části 4.2. této práce. Argumentace tam obsažená se prakticky bezvýhradně vztahuje rovněž na možnost samostatné evidence investičních nástrojů, která je vedena investiční společností. Proto nepovažuji za účelné tuto argumentaci zopakovat rovněž na tomto místě.

<sup>516</sup> Ustanovení § 93 odst. 2 ZPKT tentokrát již zahrnuje banky.

<sup>517</sup> V případě jejich imobilizace u centrálního depozitáře by přirozeně mohly být i předmětem centrální evidence, těžko ale dovozovat, jak atraktivní by takové řešení bylo pro centrálního depozitáře i pro jejich vlastníky.

<sup>518</sup> Obecně k přípustným právním formám u investičních fondů se sídlem v ČR blíže § 100 a § 101 ZISIF.

#### 4.3.2. Subjekty oprávněné k vedení evidence navazující na samostatnou evidenci

Samostatná evidence investičních nástrojů je, obdobně jako centrální evidence, legislativně vymezena jako vícestupňová. Záměrně je použito tohoto přívlastku<sup>519</sup>, protože počet jejích stupňů se může odvíjet od charakteru subjektů zapojených do řetězce a země jejich sídla. Výčet osob oprávněných k vedení tohoto typu evidence je rozsahem podobný výčtu subjektů oprávněných k vedení samostatné evidence jako takové, obsahuje je § 93 odst. 3 ZPKT a má následující podobu:

- a) *Obchodník s cennými papíry, který má v povolení uvedenou investiční službu úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb* – zde obdobně k tomuto subjektu v části věnované samostatné evidenci. V tomto případě jsou nicméně předmětem evidence již pouze investiční nástroje v majetku zákazníků obchodníka.
- b) *Subjekt, který je oprávněn dle ZISIF vykonávat úschovu cenných papírů nebo vedení evidence zaknihovaných cenných papírů investičního fondu, jde-li o evidenci podílových listů nebo zakladatelských nebo investičních akcií vydávaných investičním fondem* – zde obdobně k tomuto subjektu v části věnované samostatné evidenci.
- c) *Provozovatel vypořádacího systému, pokud vede tuto evidenci pro investiční nástroje uvedené v § 93 odst. 1 písm. b) až d) ZPKT, u kterých je oprávněn vypořádat pohledávky a dluhy z obchodů* – zde obdobně k tomuto subjektu v části věnované samostatné evidenci.
- d) *Banka, která má v bankovní licenci uvedenou investiční službu úschova a správa investičních nástrojů<sup>520</sup> včetně souvisejících služeb* – obdobně k tomuto subjektu v části věnované samostatné evidenci. V tomto případě jsou nicméně předmětem evidence již pouze investiční nástroje v majetku zákazníků obchodníka.
- e) *Zahraniční osoba, jejíž činnost odpovídá činnosti některé z osob uvedených v písmenech a), b) a d)* – jako v případě vedení samostatné evidence se jedná o zahraniční obchodníky s cennými papíry, zahraniční subjekty poskytující služby administrátora

---

<sup>519</sup> Odborná literatura tedy hovoří o dvoustupňovosti, aby následně připustila možnost existence více stupňů z určitých okolností, které ale nejsou v praxi ojedinělé.

<sup>520</sup> Je také potřeba doplnit, že § 1 odst. 3 písm. h) ZoB požaduje, aby v bankovní licenci bylo uvedena informace týkající se toho, ve vztahu k jakým investičním nástrojům je banka službu oprávněna poskytovat. Rozsah daného oprávnění se v případě banky proto bude řídit rovněž její bankovní licenci.



investičního fondu a o zahraniční banky s oprávněním k poskytování investiční služby úschova a správa investičních nástrojů. V případě evidence navazující na samostatnou evidenci nicméně absentuje požadavek na to, aby měl zahraniční subjekt oprávnění k poskytování příslušných finančních služeb na území ČR, byť i subjekty s tímto oprávněním mohou dle ustanovení § 93 odst. 3 písm. e) ZPKT vést evidenci navazující na samostatnou evidenci.

f) *Centrální depozitář a zahraniční centrální depozitář nebo jiná osoba oprávněná vést evidenci investičních nástrojů* – tuzemský centrální depozitář (§ 93 odst. 3 písm. f) ZPKT) může vést evidenci navazující na samostatnou evidenci rovněž z titulu provozovatele vypořádacího systému ovšem pouze k investičním nástrojům dle § 93 odst. 1 písm. b) až d) ZPKT. Možnost vést navazující evidenci ale mají i zahraniční subjekty v obdobném postavení (§ 93 odst. 3 písm. g) ZPKT). Předmětem navazující evidence u přitom mohou být jakékoliv investiční nástroje uvedené v § 93 odst. 1 písm. a) až d) ZPKT (tedy i zaknihované cenné papíry kolektivního investování).

S ohledem na skutečnost, že § 4 odst. 6 ZPKT podřazuje pod investiční službu úschova a správa i vedení evidence navazující na samostatnou evidenci, lze ve vztahu k výše uvedenému výčtu zopakovat, že i zde lze na základě analogie zvažovat jeho rozšíření o investiční společnosti v případech, které nezahrnuje bod b) výše<sup>521</sup>.

#### 4.4. Shrnutí

Tato kapitola se zabývala okruhem osob oprávněných k vedení evidence investičních nástrojů, respektive v řadě případů přímo povinných k tomu, ji vést. Do detailu byla nicméně analyzována pouze relevantní právní úprava vztahující se na centrálního depozitáře. Ve vztahu k ostatním subjektům uvedeným v této kapitole, ať už se jedná o další subjekty oprávněné k vedení centrální či samostatné evidence, či evidence na tyto navazující, jsou totiž činnosti související se vedením evidence pouze okrajové a komplementární k činnostem, které lze ve vztahu k nim označit za hlavní. Na základě provedené analýzy lze zkonstatovat, že ačkoliv se zákonodárce snaží koncipovat výčet oprávněných subjektů jako přehledný a relativně uzavřený, není tato snaha zcela úspěšná. Zcela specifický problém pak představuje zmiňovaná nejistota

---

<sup>521</sup> Přičemž tento problém byl již nastíněn v částech věnovaných evidenci navazující na centrální evidenci a samostatné evidenci.

týkající se rozsahu oprávnění investičních společností, a to jak v oblasti evidovaných investičních nástrojů, tak i vedených evidencí. Další zákonem nedostatečně zpracovanou problematiku pak představují evidence vedené zahraničními subjekty, které jsou na různé úrovni zapojeny do evidencí investičních nástrojů. Domnívám se proto, že zmíněná témata by si zasloužila nejen doktrinální reflexi *de lege ferenda*, ale přímo dílčí změny právní úpravy.

## 5. Evidence investičních nástrojů *de lege ferenda*

V předchozích kapitolách jsem se zabýval klíčovými právními aspekty evidence investičních nástrojů. V rámci druhé, třetí i čtvrté kapitoly bylo identifikováno několik ustanovení v relevantních právních předpisech, která lze označit minimálně za problematická. A jelikož cílem předkládané práce není pouhá deskripce evidence investičních nástrojů a jejího pojetí v českém právním řádu, tak vedle zhodnocení *de lege lata* považuji za žádoucí vyjádřit se k tomuto tématu rovněž *de lege ferenda*, a to rovněž s přihlédnutím k obsahu zahraničních právních předpisů tam, kde to bude relevantní. Postupně se budu věnovat problematice legislativního vymezení zaknihovaných cenných papírů i investičních nástrojů obecně, dále množině subjektů oprávněných k vedení evidence investičních nástrojů, existencí tzv. nezařazených majetkových účtů, otázkami přesunu emisí mezi evidencemi, a nakonec také otázkami inovativních přístupů k řešení evidence investičních nástrojů. Cílem této kapitoly přitom není suplovat úlohu závěru předkládané práce, ačkoliv rozbor výše uvedených témat bezpochyby souvisí se zodpovězením výzkumných otázek položených v úvodu této práce. Ačkoliv by výše uvedená témata mohla být zpracována rovněž v závěru, domnívám se, že by to nebylo možné v rozsahu, který si zaslouhují. Proto jsem ji vyčlenil do samostatné kapitoly.

### 5.1. Zaknihovaný cenný papír a elektronický cenný papír

Kritika konceptu zaknihovaných cenných papírů v pojetí, které přinesla rekodifikace českého soukromého práva, je v jistém smyslu notorieta, neboť se v odborné literatuře objevuje opakovaně. Lze nicméně souhlasit s názory<sup>522</sup>, že koncept oddělení cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů jakožto dvou samostatných právních institutů, věcí svého druhu, není propracován způsobem, který by si především zaknihované cenné papíry zaslouhovaly. Jako možné se přitom jeví zdůvodnění, že změna konceptu zaknihovaných cenných papírů nebyla odpovídajícím způsobem provedeno i proto, že se tento záměr objevil až v relativně pokročilé fázi legislativního procesu<sup>523</sup>. Koncepční změna nicméně nečiní zásadní potíže v praxi, což lze více jak 5 let po vstupu OZ v účinnost konstatovat. Je tomu možná i proto, že doktrína i praxe s pojetím zaknihovaných cenných papírů v českém pozitivní právu pracují

<sup>522</sup> Srovnej autory citované v poznámce pod čarou č. 197.

<sup>523</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 525. In. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654, Praha: Leges, 2014, s. 412. ISBN 978-807502-003-1.

relativně konsistentně a obvykle odhlížejí od dílčích nedokonalostí. Z pohledu zaměření této práce není relevantní soukromoprávní vymezení zaknihovaného cenného papíru, jakkoliv se rovněž jedná o problém mimořádně zajímavý. Zde se chci ovšem zaměřit na problém jiný, jímž je možnost elektronického vydání cenných papírů či otevření množiny zaknihovaných cenných papírů.

Otázka elektronického vydání cenných papírů (tj. listinných) je v odborné literatuře poměrně dlouho identifikována, ovšem bez jasného výsledku. Jelikož se vstupem OZ v účinnost došlo k faktickému rozdělení množin cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů, dostal tento problém nový teoretický rozměr. Předtím totiž samotné zaknihované cenné papíry byly elektronickou náhražkou listinných, takže jiná forma elektronického nahrazení nižší úrovně byla relativně obtížně uchopitelná. Někteří autoři tvrdí, že vydání cenného papíru v elektronické formě v zásadě možné je<sup>524</sup>, jiní toto striktně odmítají<sup>525</sup>. Oba názory odkazují na § 562 OZ, který stanoví: „*Písemná forma je zachována i při právním jednání učiněném elektronickými nebo jinými technickými prostředky umožňujícími zachycení jeho obsahu a určení jednající osoby.*“, přičemž dle druhého z uvedených názorů aplikaci tohoto ustanovení na cenné papíry vylučuje v souladu s § 3026 odst. 1 OZ zvláštní povaha písemnosti, kterou cenný papír je. Jakkoliv se osobně kloním spíše k variantě první, že elektronické vydání cenného papíru možné je, jedná se o téma přesahující rámec této podkapitoly. Předmětný odborný diskurs, doplněný i dalšími autory<sup>526</sup>, nabývá významu ve vztahu k fenoménu ICOs a investičních tokenů, které v posledních několika letech získaly na popularitě. Výše uvedená problematika má ovšem mimořádnou relevanci rovněž pro institut evidence investičních nástrojů a vyvolává řadu navazujících otázek, na které v tuto chvíli absentují odpovědi. Cenné papíry (tedy ty vydané jako listiny) vydané v elektronické podobě do nějaké formy databáze, aplikace či technologického řešení, obvykle samozřejmě poskytovaného třetí stranou, se totiž svou povahou značně blíží zaknihovaným cenným papírům. Přitom jak bylo v této práci uváděno na řadě míst, zaknihovaný cenný papír může být vydán výlučně do evidence vedené zákonem vymezeným okruhem subjektů. Až na výjimky jsou tyto subjekty podnikateli, kteří službu vedení evidence přiměřeným způsobem zpoplatňují a těžko mohou činit jinak. Ve chvíli, kdy bude možné téhož výsledku dosáhnout

---

<sup>524</sup> Tamtéž, s. 413.

<sup>525</sup> DĚDIČ, Jan, ŠOVAR, Jan, MIKULA, Ondřej. Proč podle českého soukromého práva nelze uvažovat o (ICO) tokenech jako o cenných papírech, *Právní rozhledy: časopis pro všechna právní odvětví*, Praha: C.H. Beck, 2018, č. 15-16, s. 554. ISSN 1210-6410.

<sup>526</sup> NĚMEC, Libor, TORNOVÁ, Jarmila. K Právní regulaci kryptoměn, díl I, *Právní rádce*, Praha: *Economia*, 2018, roč. 26, č. 6, s. 46-47. ISSN 1210-4817.

snáze a za využití neregulované služby, lze se domnívat, že nikoliv nevýznamná část emitentů tak bude činit, jakkoliv tato tendence bude určitě omezenější v případě regulovaných subjektů, jako jsou investiční fondy a jimi emitované pro cenné papíry kolektivního investování.

Technologický pokrok je samozřejmě objektivně existující skutečností a nelze se před ním ani schovávat, ani proti němu bojovat. Uvedené bezpochyby platí i pro právní úpravu cenných papírů. Relativně nedávno se na možnost elektronizace cenných papírů zaměřil zákonodárce ve vztahu k „neinvestičním“ cenným papírům, jako jsou náložní či skladištní listy využívané v rámci mezinárodního obchodu<sup>527</sup>. Byť je potřeba dodat, že nikoliv na základě vlastní iniciativy, ale podnětem mezinárodní předlohou v podobě tzv. Modelového zákona UNCITRAL o elektronických převoditelných instrumentech. To samozřejmě ještě není příliš kontroverzní idea. Výše uvedené ovšem bylo pro zákonodárce impulsem k tomu, aby se zaměřil i na oblast některých cenných papírů, které patří mezi investiční cenné papíry. V konzultačním materiálu uveřejněném MFČR<sup>528</sup> konkrétně byla předložena myšlenka otevření možnosti vést evidenci zaknihovaných cenných papírů rovněž pro jejich emitenty<sup>529</sup>, kteří by v takovém případě odpovídali za dodržení základních zákonných podmínek, které v témže materiálu zákonodárce nevymezil<sup>530</sup>. Ačkoliv tento dokument správně identifikuje, že výše uvedená varianta nebude kvůli požadavkům Článku 3 odst. 1 CSDR relevantní pro zaknihované cenné papíry obchodované v některém z obchodních systémů<sup>531</sup>, a nejspíše ani pro případy, kdy zaknihování vyžaduje zákon<sup>532</sup>, i tak by se jednalo o poměrně zásadní změnu. Záleží samozřejmě na úhlu pohledu. Emitenti s malým počtem vlastníků a malým počtem převodů, přechodů či jiných dispozic mohou preferovat cenné papíry oproti zaknihovaným, neboť s jejich emisí

<sup>527</sup> Veřejná konzultace k možnosti zavedení elektronického ekvivalentu cenného papíru, který není investičním nástrojem. In. mpo.cz. [online]. 2018. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.mpo.cz/zahranicni-obchod/mezinarodni-organizace-a-obchod/uncitral/uncitral-e-commerce/verejna-konzultace-k-moznosti-zavedeni-elektronickeho-ekvivalentu-cenneho-papiru--ktery-neni-investicnim-nastrojem--234448/>.

<sup>528</sup> MFČR [online]. VEŘEJNÁ KONZULTACE BLOCKCHAIN, VIRTUÁLNÍ MĚNY A AKTIVA (využití technologie blockchain k evidenci cenných papírů), 33 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/cenne-papiry/2018/verejna-konzultace-blockchain-virtualni-33613>.

<sup>529</sup> Ačkoliv to konzultační materiál neřeší, byl by takový přístup spojen i s nutností alespoň rámcovým způsobem zamezit tomu, aby takto nevznikl jakýsi šedý segment neregulovaných schovatelů, kteří by se v zásadě tvářili, že vedou příslušné evidence jménem emitenta.

<sup>530</sup> Konzultační materiál hovoří konkrétně o požadavcích na kvalitu evidence, přičemž následně zmiňuje pouze jeden požadavek, a to využití kvalifikovaných elektronických pečeti dle nařízení eIDAS. Tamtéž, s. 30.

<sup>531</sup> Konzultační materiál sice zmiňuje tuto podmínku pouze ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům přijatým na regulovaném trhu (tamtéž, s. 28), což není jediný z organizovaných veřejných trhů, které unijní a následně i české pozitivní právo znají. To je ale spíše technický detail.

<sup>532</sup> Uveden je příklad povinné „zaknihovanosti“ akcií soutěžitelů veřejných zakázek dle § 48 odst. 7 zákona č. 134/2016 Sb., o zadávání veřejných zakázek, ale stejně tak by toto mělo být relevantní pro banky, obchodníky s cennými papíry, pojišťovna apod.

i následnou existencí mohou být spojeny menší náklady. Takovému uvažování lze v obecné rovině stěží něco vytknout. Ke zvážení je předkládána rovněž alternativní varianta, kdy by možnost vedení evidence emitentem zákon neumožnil v případě účastnických cenných papírů vymezených v § 245 ZOK<sup>533</sup>.

Jakkoliv má uvedená úvaha své opodstatnění, je potřeba upozornit na některá její poměrně zásadní slabá místa. Čímž samozřejmě nechci implikovat závěr, že si jich není vědom ani zákonodárce. Pouze nebyly v předloženém dokumentu, jenž byl z povahy věci spíše obecné povahy, zmíněny. Jak již bylo v této práci uvedeno, evidence investičních nástrojů ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům je v českém pozitivním právu do velké míry vymezena jako registr jejich vlastníků, kterému je ovšem přisouzena konstitutivní role při vydání, existenci i převodech zaknihovaných cenných papírů. Záznamům v evidenci je § 527 odst. 1 OZ přiznána klíčová role pro identifikaci vlastníka zaknihovaného cenného papíru, byť s omezenou možností tyto záznamy zpochybnit prostřednictvím vyvratitelné domněnky. Osoba vedoucí má také povinnost zapisovat a evidovat zástavní práva, PPN a celou řadu povinností veřejnoprávní povahy, jako je povinnost opravy chyb v evidenci, archivace záznamů a také informační povinnost vůči oprávněným osobám dle § 115 ZPKT. Významná část veřejnoprávních subjektů či subjektů ve veřejnoprávním postavení navíc předpokládá, že pro účely dědických řízení, exekučních řízení či trestních řízení lze v praxi z evidencí zaknihovaných cenných papírů dohledat existenci majetku relevantní osoby, a to díky součinnosti relativně omezeného okruhu subjektů vedoucích evidence investičních nástrojů. Byť samozřejmě platí, že cenné papíry vyjma těch, které jsou imobilizovány, takto jednoduše dohledat také nelze. Pokud by evidence vedené emitentem nebyly zapsány v nějaké formě veřejného registru, jako je tomu v případě samostatných evidencí, pak by je samozřejmě oprávněné subjekty nemohly dohledat. I pokud by v nějakém registru zapsány byly, lze jen těžko odhadovat, jak ochotně a rychle budou emitenti tyto informace poskytovat, když by navíc mohli čelit i relativně vysokému objemu dotazů v případě, že se určitý okruh subjektů (např. exekutoři) rozhodnou toto oprávnění využívat aktivně. Spíše na okraj lze doplnit, že emitent by také z logiky věci nebyl povinnou osobou ve vztahu k problematice legalizace výnosů z trestné činnosti a financování terorismu dle § 2 AMLZ.

---

<sup>533</sup> Tamtéž, s. 30.

Tuzemský koncept evidence investičních nástrojů je postaven na předpokladu, že v ní obsažené informace mají určitou kvalitativní úroveň, která vychází z faktu, že je evidence vedena subjekty s odpovídající kvalifikací a odpovědností. Pokud bude vedení evidence ponecháno v gesci emitenta, tedy z povahy věci nekvalifikovaného subjektu, zákonodárce, judikatura či doktrína budou muset nalézt řešení pro situace, kdy budou zápisy nicotné z důvodu chyb či chybějících informací, či pro případy, kdy nebude možné provést zápisy do evidence reflektující převody či přechody vlastnického práva či jiné změny. To by se mohlo stát nejen proto, že emitent k tomuto odmítne součinnost pro jejich provedení, ale také v situacích, kdy použité technologické řešení prostě přestane fungovat. S ohledem na skutečnost, že zaknihovaný cenný papír se převádí změnou zápisu v evidenci, tak předmětné zaknihované cenné papíry prostě nepůjde převést. Obdobně je nezbytné ošetřit přístup vlastníků zaknihovaných cenných papírů k údajům v evidenci prostřednictvím výpisů a není příliš pravděpodobné, že by například v úředním styku postačovalo zobrazení těchto údajů v nějaké formě elektronické aplikace. Stávající konstrukce obsažená v § 527 odst. 1 OZ tak dle mého názoru bude v případě tohoto typu evidence neudržitelná, neboť legitimační funkce evidence či výpisů z ní je výrazně oslabena. V případě cenného papíru má vlastník v ruce listinu, kterou prokazuje existenci práva i své oprávnění z tohoto. V případě zaknihovaných cenných papírů tuto roli supluje výpis z evidence vedené důvěryhodnou osobou. V případě evidence vedené emitentem neplatí ani jedno z uvedených. Nelze vyloučit, že obsah elektronicky vedené evidence půjde více či méně snadno pozměnit emitentem či třetí osobou. A konsekvence jsou zřejmé. Kupříkladu v případě emise dluhopisů jejich vlastníci nebudou schopni uplatnit svůj nárok na vyplacení výnosů i jmenovité hodnoty, až nakonec tyto závazky z důvodu promlčení nabydou charakter naturální obligace. Není ani zřejmé, zda by zákonodárce chtěl umožnit vedení evidencí navazujících na evidenci vedenou emitentem. Jako logičtější se jeví spíše závěr, že by toto umožněno být nemělo, neboť tento typ evidence měl být řešením pro emise zaknihovaných cenných papírů s jednoduchou strukturou vlastníků, která se nebude dále větvit do navazujících evidencí. Ale to je skutečně pouze úvaha. Jako reálnou variantu je potřeba zvážit možnost zničení či zániku konkrétní evidence, se kterou současné pozitivní právo prostě nepočítá. V případě cenných papírů lze využít řízení o umoření listin dle § 303 a následujících zákona č. 292/2013 Sb., o zvláštních řízeních soudních. Zaknihovaný cenný papír je ovšem povahy listiny ze zákona zbaven a aplikace tohoto režimu na zaknihované cenné papíry by vyžadovalo takovou míru analogie, která by z mého pohledu v procesním právu nebyla únosná.

Lze shrnout, že pokud by zákon umožnil emitentovi vést evidenci jím vydaných zaknihovaných cenných papírů, byla by vedle evidence centrální a samostatně vytvořena jakási třetí nejméně regulovaná a nejméně důvěryhodná kategorie evidence, tedy evidence vedená emitentem. Jen těžko si přitom lze představit, že emitentovi uloží zákon stejné povinnosti, jako jsou nyní kladeny na osoby vedoucí evidence investičních nástrojů, analogicky pak není možné těmto evidencím poskytovat i stejnou míru zákonem předvídané důvěry. Osobně se přitom domnívám, že výše popsaná varianta nemůže fungovat bez odpovídajících změn na úrovni práva soukromého. Klíčové by bylo především vyjasnění právních vztahů mezi emitentem a vlastníky zaknihovaných cenných papírů vyplývajících z vedení evidence, rovněž i právní povahu majetkových účtů v této evidenci, otázky poskytování informací i další aspekty. Absence detailnější úpravy tohoto režimu nemá zásadní dopady v případě, kdy jsou evidence vedeny subjekty, které podléhají odpovídajícímu regulatornímu režimu, a navíc obvykle mají relativně vysokou kulturu fungování. V případě emitentů tomu tak vždy být nemusí. Navíc pokud by zákonodárce zprostil určitou kategorii evidencí, v tomto případě tedy evidencí vedených přímo emitenty, některých povinností (např. od informační povinnosti dle § 115 ZPKT), zcela legitimně se nabízí otázka, zda by analogicky neměl liberalizovat podmínky i pro ostatní osoby, které vedou evidence investičních nástrojů. A to i při reflektování skutečnosti, že tyto na rozdíl od emitenta poskytují služby související s vedením evidence jako podnikající subjekty.

## 5.2. Vymezení investičního nástroje

Problematikou vymezení institutu investičního nástroje v českém právním řádu jsem se v této práci již detailně zabýval<sup>534</sup>. Považuji za žádoucí se k němu ještě vrátit a nahlédnout na něj rovněž i v širším kontextu. Lze zopakovat, že česká právní úprava trpí nedokonalostmi ve vztahu ke způsobu transpozice unijních pojmů převoditelný cenný papír, tedy „*transferable security*“, a podílové jednotky subjektů kolektivního investování, tedy „*units of collective investment undertakings*“, ze směrnice MiFID II. Nabízí se nicméně úvaha, zda je přístup, který zvolil český zákonodárce, ve srovnání s jinými členskými státy spíše výjimečný, či nikoliv. Poměrně zajímavé vodítko poskytuje dokument uveřejněný ESMA, který obsahuje výsledky konzultací národních dohledových orgánů ve věci tzv. kryptoaktiv<sup>535</sup>. Ze zde uvedených informací vyplývá,

---

<sup>534</sup> Konkrétně v části 2.2. této práce.

<sup>535</sup> Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs. In. esma.europa.eu [online]. 29 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/crypto-assets-need-common-eu-wide-approach-ensure-investor-protection>.



že ve 12 z celkem 28 právních řádů členských států EU existuje definice převoditelného cenného papíru jdoucí nad rámec definice obsažené v Článku 4 odst. 1 bod 44) MiFID II<sup>536</sup>. Důvod je zřejmý – národní zákonodárci se ve zcela legitimně snaží o to, adaptovat uvedené ustanovení na podmínky jednotlivých právních řádů. Rozdílné přístupy lze demonstrovat na konkrétních příkladech. Německý *Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz) vom 9. September 1998, BGBl. I S. 2776* (dále jen jako „KWG“) vymezuje obecně v § 1 (1a) (11) (1) až (4) ty finanční nástroje<sup>537</sup>, které jsou převoditelnými cennými papíry (byť je jako převoditelné cenné papíry neoznačuje) širěji, než činí MiFID II. Mimo jiné pod tyto zahrnuje i podíly v jakýchkoliv domácích či zahraničních právnických osobách (tedy včetně společností s ručením omezeným) či osobních obchodních společnostech [§ 1 (1a) (11) (1) KWG]. Tato dikce jde významně nad rámec Článku 4 odst. 1 bod 44 písm. a) MiFID II, který obecně hovoří o „*securities...such as: shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities*“<sup>538</sup>. Mezi finanční nástroje zahrnuje také jakákoliv jiná práva<sup>539</sup> opravňující k nabytí kapitálových či dluhových cenných papírů [§ 1 (1a) (11) (4) KWG]. Lze se tedy důvodně domnívat, že v pojetí německého zákonodárce by bylo možné považovat i samostatně převoditelná práva, která opravňují k přednostnímu upsání akcií, rovněž za finanční nástroje. Podobným způsobem postupuje rovněž zákonodárce polský. Polská *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi* (dále jen jako „UoIF“) v Článku 2 nejprve vymezuje množinu finančních nástrojů<sup>540</sup> jako souhrn podmnožin cenných papírů a o ostatních finančních nástrojů (jednotky kolektivního investování, deriváty, rozdílové smlouvy apod.). Mezi cenné papíry následně v Článku 3 odst. 1 písm. b) UoIF řadí i majetková práva opravňující k nabytí akcií. Článek 3 odst. 1 písm. a) UoIF hovoří pouze o akciích a jim podobných cenných papírech (shodně s § 3 odst. 2 písm. a) ZPKT). I v tomto kontextu se tedy německý přístup zdá být trochu excesivní, byť je to dáno zněním německé verze MiFID II. Naopak oba uvedené právní předpisy korektně přebírají vymezení podílových jednotek v subjektech kolektivního investování, a to v § 1 (1a) (11) (4) KWG<sup>541</sup> respektive ve Článku 2 odst. 1 písm. b) UoIF<sup>542</sup>. Zde se naopak jeví jako exces spojení „cenné papíry kolektivního investování“, které užívá český právní řád. Velmi

---

<sup>536</sup> Tamtéž, s. 8.

<sup>537</sup> Hovoří v souladu s terminologií MiFID II o „*Finanzinstrumente*“.

<sup>538</sup> Uvedený přístup ovšem odpovídá německému znění téhož článku MiFID II, které hovoří o: „*Wertpapieren...wie Aktien und andere, Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere sowie Aktienzertifikate*“. Výslovně tedy hovoří i o nesekuritizovaných podílech na právnických osobách.

<sup>539</sup> Tedy „*die sonstige Rechts*“.

<sup>540</sup> V originále „*Instrumenty finansowe*“.

<sup>541</sup> Užívá spojení „*Anteile an Investmentvermögen*“.

<sup>542</sup> Užívá spojení „*tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania*“.

specificky, byť v jiné rovině, k pojetí finančních nástrojů přistupuje rovněž francouzský právní řád. Ten vymezuje finanční nástroje<sup>543</sup> v Článku L211-1 *Code monétaire et financier* jako souhrn podmnožin finančních cenných papírů<sup>544</sup> a finančních smluv<sup>545</sup>, ale následně v Článku L211-3 *Code monétaire et financier* stanoví, že finanční cenné papíry mohou být vydány výlučně v dematerializované formě, byť jejich registr je oprávněn vést i přímo emitent. Francouzský zákonodárce tedy nepřipouští vydání listinných investičních nástrojů.

Jiné právní řády naopak postupují relativně minimalisticky, díky čemuž s velkou pravděpodobností zachovávají materiální podstatu příslušných ustanovení MiFID II<sup>546</sup>. Jako příklady lze uvést skandinávské právní řády, kdy finský zákonodárce v Článku 14 zákona 14.12.2012/747 užívá text v zásadě shodný s finským zněním MiFID II. Obdobně k této materii přistupuje estonský *Väärtpaberituru seadus, RT I 2001, 89, 532*, který v Článku 2 rovněž přebírá znění MiFID II. Ve vztahu k derivátům dokonce z mého pohledu poměrně vhodným způsobem, když je velmi přehledně člení v odstavci 3 tohoto ustanovení. Britský *Financial Services and Markets Act 2000* ve svém Článku 102A pak vymezuje finanční nástroje i převoditelné cenné papíry přímo odkazem na příslušná ustanovení MiFID II. Ani se tedy nesnaží o implementaci příslušného ustanovení MiFID II do národní legislativy.

Obdobným způsobem by bylo možné v analýze pokračovat, a to případně i směrem k mimoevropským jurisdikcím. Nepovažuji to ovšem za nezbytné, neboť se domnívám, že úmysl unijního zákonodárce ve vztahu k vymezení množiny finančních nástrojů byl zřejmý, stejně jako jsou zřejmé nedostatky při převzetí do českého právního řádu. Výše uvedený problém navíc získává nový rozměr v kontextu aktuálně plánované novelizace ZISIF, kterou ke dni uzavření této práce projednává Poslanecká sněmovna Parlamentu ČR<sup>547</sup>. Vedle mnoha dalších změn je navrhováno doplnění nového ustanovení § 93 odst. 1 písm. c) ZPKT obsahující rozšíření právních forem, jež mohou mít fondy kolektivního investování, rovněž o svěřenský fond. Právo na plnění obmyšleného ze svěřenském fondu ve smyslu § 1457 OZ je přitom klasickým příkladem investičního aktiva, které spadá pod pojem „*units*“ užitý unijním zákonodárcem, ovšem zároveň není cenným papírem kolektivního investování. Nekvalifikuje se tedy jako

---

<sup>543</sup> Označené jako „*les instruments financiers*“, proti čemuž lze stěžít něco namítat.

<sup>544</sup> Označené jako „*les titres financiers*“ způsobem, který je činí ekvivalentní množině převoditelných cenných papírů dle MiFID II.

<sup>545</sup> Označené jako „*les contrats financiers*“.

<sup>546</sup> Nicméně s absolutní jistotou lze toto konstatovat pouze při znalosti místních reálií.

<sup>547</sup> Srovnej Sněmovní tisk č. 398/0. In. psp.cz [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=8&t=398>.

investiční nástroj. Nemůže tedy být ani předmětem evidence vedené investiční společností, což by se přitom mohlo výhledově ukázat jako řešení využitelné pro praxi.

### 5.3. Subjekty oprávněné k vedení evidence

Ve čtvrté kapitole jsem se obsáhle věnoval legislativní množině subjektů oprávněných k vedení centrální a samostatné evidence, či evidencí na ně navazujících. Na tomto místě ovšem lze zopakovat zásadní výhrady směřující k legislativně-technickému řešení, které zákonodárce zvolil. Konkrétně pak k tomu, jakým způsobem funguje (nebo spíše nefunguje) interakce mezi ustanoveními § 92 odst. 2 ZPKT a § 93 odst. 2 a 3 ZPKT na straně jedné a § 4 odst. 5 ZPKT na straně druhé. Zmiňovaný případ absence bankovních subjektů v tomto výčtu ještě není příliš zásadní, neboť lze překlenout výkladem. Mnohem problematičtější je situace u zákonodárcem předpokládaného rozsahu oprávnění investičních společností. Ze znění ZPKT lze ještě dovést obecnou kompetenci investiční společnosti k vedení evidencí podílových listů, zakladatelských akcií a investičních akcií. Jeví se mi ovšem jako zcela nesmyslné, aby stejná investiční společnost měla zapovězenou možnost vedení evidence zaknihovaných či imobilizovaných akcií vydaných investičním fondem v právní formě akciové či evropské společnosti. O mnoho smysluplnější není samozřejmě ani varianta, kdy by shodnému subjektu byla zapovězena možnost vedení evidence imobilizovaných kmenových či investičních listů, které by emitoval investiční fond. Oproti první uvedené ale po této variantě jednak nebude reálná poptávka a jednak u ní lze bezpochyby argumentovat obcházením smyslu zákona, který pro oba typy cenných papírů předepisuje obligatorní formu cenných papírů na řad, evidentně s úmyslem omezit jejich možnost být obchodovány v nějaké organizovanější formě.

Poměrně zásadní je z mého pohledu problém, který vzniká ve vztahu k zahraničním správcům majetku, u nichž jsou vedeny investiční nástroje (nejčastěji zaknihované cenné papíry) na účtech vlastníků. Bezpochyby se zde střetávají zahraniční právní koncepce založené na děleném vlastnickém právu, tedy na dělení mezi registrovaným a ekonomickým vlastníkem<sup>548</sup>, s požadavkem českého zákonodárce na transparentnost evidence. Tento požadavek je sice prolomen ustanoveními § 93 odst. 3 ZPKT a § 94 odst. 5 ZPKT, které otevírají možnost

---

<sup>548</sup> Tedy v originále *beneficial owner* a *registered owner*. Pro detailnější výklad viz například VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, 185 s. ISBN 978-80-87284-43-8.

zahraničních subjektů k vedení třetích (a případně dalších) úrovní evidencí navazujících na samostatné evidence. Tato možnost nicméně u centrální evidence chybí. A jakkoliv je zcela legitimní a důvodný požadavek zákonodárce v tom smyslu, aby byl v rámci evidence identifikován konečný vlastník a investiční nástroje byly vedeny na majetkovém účtu, který je pro něj zřízen, je možná na místě alespoň dílčím způsobem reflektovat ekonomickou realitu, kdy významné počty zaknihovaných akcií přijatých k obchodování na regulovaném trhu jsou drženy na účtech vlastníka vedených pro zahraniční správce majetku, a legislativně tyto případy detailněji ošetřit.

Výše uvedené navíc ostře kontrastuje se snahou o zavedení oprávnění emitenta k vedení evidence pro jím emitovaný zaknihovaný cenný papír, které bylo předmětem rozboru v první části této kapitoly. Předmětný dokument<sup>549</sup> přitom odkazuje na několik příkladů zahraniční dobré praxe. Zaměřím se na dva ze tří zde uvedených příkladů, které považuji za relevantní pro účely komparace s českým právem<sup>550</sup>. První z uvedených příklad, ustanovení článku 973c švýcarského *Bundesgesetz 220 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht)*, které bezpochyby stanoví velmi liberální postup pro vydání tzv. cenného práva<sup>551</sup>, ekvivalentu zaknihovaného papír. Je ovšem potřeba číst uvedené ustanovení rovněž rovněž v kontextu příslušných ustanovení jiného relevantního zákona, jímž je *Bundesgesetz 957.1 über Bucheffekten*, který obecně pro dematerializované cenné papíry (cenná práva) emitovaná dle švýcarského právního řádu vytváří mnohem komplexnější soukromoprávní rámec, nežli je tomu v případě českého právního řádu. Švýcarská cenná práva totiž v zásadě nesou některé zásadní prvky pohledávek, jež jsou doplněny o znaky věci v právním slova smyslu<sup>552</sup>. Registr vedený emitentem je tedy více evidencí účetní či analytickou nežli skutečným důkazním a významným prostředkem prokazujícím vlastnictví určitého objektu práva, věci v právním slova smyslu. Rovněž i druhý z uvedených příkladů, konkrétně režim stanovený ustanoveními čl. 211-1 a 211-3 francouzského *Code monétaire et financier*, které také k možnosti vedení seznamu vlastníků dematerializovaných cenných papírů přistupují velmi liberálně. Zde je ovšem potřeba vnímat i ten kontext, že dematerializace cenných papírů je ve

---

<sup>549</sup> MFČR [online]. VEŘEJNÁ KONZULTACE BLOCKCHAIN, VIRTUÁLNÍ MĚNY A AKTIVA (využití technologie blockchain k evidenci cenných papírů), s. 25-27. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/cenne-papiry/2018/verejna-konzultace-blockchain-virtualni-33613>.

<sup>550</sup> Zmiňován je případ Švýcarska, Francie a státu Delaware, který federálním státem Spojených států amerických.

<sup>551</sup> Označené jako *Wertrechte*.

<sup>552</sup> CHUN, Changmin. *ChunCross-Border Transactions of Intermediated Securities: A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law*, Heidelberg: Springer-Verlag, 2012, s. 328-335, ISBN 978-3-642-27852-5.

Francii povinná již od 80. let minulého století a možnost vedení evidence emitentem byla logickým způsobem, jak se zákonodárce vyrovnal s dopady předmětné povinnosti na emitenty cenných papírů. Obecné principy práva cenných papírů platné ve Francii bezpochyby nejsou natolik odlišné od podmínek českých, aby vedly k irelevanci tohoto příkladu pro zdůvodnění zavedení obdobného režimu v českých podmínkách. Je ovšem potřeba reflektovat skutečnost, že Francie měla více jak tři desetiletí k tomu, aby se s takovýmto režimem vyrovnala judikatorně i doktrinárně.<sup>553</sup> Strohost právní úpravy, především pak úpravy veřejnoprávní, je navíc v takovém případě spíše výhodou nežli nevýhodou. To přitom v českých podmínkách ve vztahu k evidenci investičních nástrojů bezpochyby neplatí, přičemž uvedené tvrzení lze opřít obsahem třetí kapitoly této práce. Navíc je poněkud zvláštní, že zákonodárce je na straně jedné dlouhodobě pasivní ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům vedeným na účtech vlastníků v centrální evidenci pro zahraniční regulované správce majetku, kteří o těchto přitom bezpochyby vedou nějaké formy evidencí dle zahraničních právních řádů, přičemž na straně druhé zvažuje otevření možnosti vést evidenci prakticky pro neomezený okruh subjektů.

Spíše pro zajímavost lze doplnit, že transpozicí MiFID II do českého právního řádu, provedenou zákonem 204/2017 Sb. s účinností od 2. 1. 2018 došlo k poměrně zajímavé situaci, kdy je v pozitivním právu upraven registr legálních investičních nástrojů, který není evidencí investičních nástrojů. Tím je rejstřík obchodování s emisními povolenkami vedený dle zákona č. 383/2012 Sb., o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů. Zde se jedná o rejstřík svého druhu, který nicméně nese některé rysy typické pro evidenci investičních nástrojů, především pak ten, že k převodu zde rovněž dochází zápisem v registru. Osobou oprávněnou k vedení tohoto rejstříku je národní operátor trhu s energiemi.

#### **5.4. Nezařazené majetkové účty**

Problematika existence majetkových účtů zřízených SCP, na kterých jsou vedeny existující investiční nástroje, ovšem osoby, pro které byly tyto zřízeny, dosud neuzavřely písemnou smlouvu s žádným z účastníků CDCP, jak předpokládal § 202a odst. 1 ZPKT, byla v této práci zmíněna na více místech<sup>554</sup>. Stejně jako bylo uvedeno, že jsou v praxi označovány

---

<sup>553</sup> Blíže k právní úpravě francouzské VONDRÁČEK, Ondřej. Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností, Praha: Auditorium, 2013, s. 78-80. ISBN 978-80-87284-43-8, ale také zahraniční autoři tam citovaní.

<sup>554</sup> Mimo jiné část 3.2.2. této práce.

jako nezařazené účty. Stále jich přitom existuje významný počet, respektive představují výraznou většinu majetkových účtů vedených CDCP. A jakkoliv je CDCP oprávněn jejich majitele zpoplatňovat, stále se v určitých aspektech jedná o právně komplikovanou situaci, kdy tyto účty podléhají pouze velmi minimalistickému rámci. Nejde přitom pouze o to, že pro samotný CDCP jsou s jejich vedením spojeny náklady. Tento argument samozřejmě v obecné rovině zpochybnit nelze, byť by do jisté míry mělo platit, že významná část nákladů spojených s technickým, organizačním i personálním zajištěním vedení centrální evidence má fixní povahu a určitý počet účtů navíc nepředstavuje přímou zátěž. CDCP je navíc oprávněn zpoplatnit i služby poskytované ve vztahu k nezařazeným účtům.

Zaknihované cenné papíry, především pak zaknihované akcie, vedené na těchto majetkových účtech ale bezpochyby komplikují korporační procesy pro jejich emitenty. Lze si představit případy, jakkoliv jsou raritní, jako je přeměna společnosti odštěpením či přeshraniční změna sídla, kdy jejich existence může způsobit zásadní problémy. Navíc i z obecného pohledu fungování kapitálových trhů jsou na těchto účtech znehybněna aktiva, která by jinak mohla být předmětem obchodování a případně navýšit likviditu některých emisí akcií. Problém nezařazených účtů je jednoznačně jen obtížně řešitelný z pozice zákonodárce. Osoby, pro které byly tyto účty zřízeny, nelze nutit k uzavření nezbytných smluvních vztahů. Toto uzavření ani nelze suplovat právní fikcí či jinak. Počet nezařazených účtů samozřejmě sice plynutím času klesá<sup>555</sup> vlivem celé řady právních událostí či skutečností, které si buď vynutí převod investičních nástrojů vedených na nezařazeném účtu na standardní majetkový účet, anebo vedou ke zrušení v důsledku jeho vyprázdnění. To je samozřejmě velmi zdlouhavé řešení. Jiné se ale v tuto chvíli nenabízí.

Zajímavá varianta byla v nedávné minulosti diskutována v Rumunsku, jehož privatizační proces se v mnoha ohledech podobá procesu kupónové privatizace v ČR, byť samozřejmě s řadou rozdílů. Mezi ty nejvýznamnější patří vysoká míra využití státem řízených privatizačních fondů, do nichž byly akcie privatizovaných společností vkládány. Právě podílové jednotky těchto fondů jsou ale nyní i v Rumunsku vedeny na „spících“ účtech. Ze strany Evropské banky pro

---

<sup>555</sup> Tuto skutečnost lze doložit pomocí dvou článků v médiích, které od sebe dělí zhruba 5,5 roku. Dle informací, které jsou v nich uvedeny, klesl počet nezařazených účtů mezi lety 2011 a 2017 z přibližně 1,6 milionu na 1,274 milionu (srovnej Vypátrejte své akcie z kuponovky. Ladem leží ještě miliardy korun. In: idnes.cz [online]. 2011. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.idnes.cz/finance/investovani/vypatretejte-sve-akcie-z-kuponovky-ve-hre-jsou-miliardy-korun.A111114\\_153701\\_inv\\_bab](https://www.idnes.cz/finance/investovani/vypatretejte-sve-akcie-z-kuponovky-ve-hre-jsou-miliardy-korun.A111114_153701_inv_bab) a Pátrali jsme po zapomenutých akciích z kuponovky. Má je přes milion. lidí In: idnes.cz [online]. 2017. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.idnes.cz/finance/financni-radce/akcie-z-kuponove-privatizace.A170516\\_154927\\_vitez\\_sov](https://www.idnes.cz/finance/financni-radce/akcie-z-kuponove-privatizace.A170516_154927_vitez_sov)).

obnovu a rozvoj byla po zpracování komplexní analýzy předložena varianta spočívající ve vložení aktiv vedených na těchto neaktivních účtech do zvláštního fondu, který by je následně spravoval, přičemž původní vlastníci těchto aktiv by se stali podílíky tohoto fondu. Jakkoliv se jedná o zajímavou variantu, i v Rumunsku narazila na výrazné právní i ekonomické překážky<sup>556</sup>. V českých podmínkách by navíc nejspíše byla komplikována faktem, že významná část investičních nástrojů vedených na nezařazených účtech je nelikvidní a často i fakticky téměř bezcenná. Z toho důvodu by bylo obtížné určit jejich hodnotu pro potřeby stanovení podílu konkrétní osoby na majetku takto *ad hoc* vytvořeného zvláštního fondu. Obecně lze tedy říci, že tento přístup nebude aplikovatelný ani v českých podmínkách.

## 5.5. Transfer emise investičního nástroje mezi evidencemi

V případě řady investičních nástrojů platí, že jakmile jsou vydány do příslušné evidence, jsou s touto svázány a nemohou existovat mimo její rámec<sup>557</sup>. Je tomu tak v případě zaknihovaných cenných papírů, některých derivátů a v jistém smyslu i v případě mobilizovaných cenných papírů, u nichž emitent určí že je nelze vydat z hromadné úschovy. Poněkud specifický případ představují imobilizované akcie na majitele, u nichž toto zapovídá přímo zákon, konkrétně § 93a odst. 6 ZPKT. Pro investiční nástroje přijaté k obchodování na některý z organizovaných veřejných trhů (obchodních systémů) platí povinnost zaevidování v evidenci vedené centrálním depozitářem s povolením k poskytování základních služeb v rámci EU v souladu s Článkem 3 odst. 1 CSDR. Emitent investičního nástroje je tedy do velké míry závislý na službách subjektu, který příslušnou evidenci vede. Článek 49 odst. 1 CSDR dává emitentovi možnost svobodné volby mezi centrálními depozitáři se schopností poskytnout mu předmětnou službu<sup>558</sup>. Obdobně i v případě zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování má osoba, která odpovídá za zajištění jejich evidence (tedy obvykle administrátor), možnost svobodně vybrat subjekt, který zajistí vedení evidence, pokud tak nečiní vlastními silami. Problém ale nastává v případě již vydané emise.

---

<sup>556</sup> Blíže Unlocking southeastern Europe's lost billions. In: euromoney.com [online]. 2018. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.euromoney.com/article/b18dsmywhyxmzw/unlocking-southeastern-europes-lost-billions>.

<sup>557</sup> To ale zároveň nemusí nezbytně znamenat, že je nelze převádět jinak než změnou zápisu v této evidenci.

<sup>558</sup> Blíže k tomuto tématu část 4.1.6. této práce.

V případě imobilizovaných cenných papírů zákonodárce zakotvil alespoň základní režim transferu mezi schovateli, a to v § 93a odst. 3 ZPKT. Tento ukládá původnímu schovateli, aby předal veškeré podklady a údaje nezbytné k vedení samostatné evidence novému schovateli. Musí tak učinit nejpozději do 3 měsíců poté, co mu změnu emitent oznámí, pokud emitent neurčí lhůtu delší. Těmito údaji by bezpochyby měly být i data týkající se vlastníků imobilizovaných cenných papírů. Pro zaknihované cenné papíry či jiné relevantní investiční nástroje ovšem podobný režim chybí. Pro zjednodušení si omezíme tento problém pouze pro zaknihované cenné papíry. V případě transferu zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování mezi samostatnými evidencemi bude na emitentovi, administrátorovi fondu či jimi pověřeném subjektu, aby celý proces zkoordinovali, a především zajistili relevantní poklady pro účely přesunu emise do nové evidence. Nemůže být pochyb o tom, že v případě přesunu musí mít stávající vlastníci zřízeny majetkové účty v nové samostatné evidenci, či v evidenci na tuto navazující. To je věcí smluvního vztahu mezi dotčenými osobami, přičemž právo tento vztah nemůže jakkoliv suplovat. Následně by ale bylo možné legislativně upravit režim výměny údajů a dokumentů přímo mezi osobami vedoucími samostatné evidence způsobem obdobným k obsahu § 93a odst. 3 ZPKT. Na což ovšem zákonodárce rezignuje. Obdobný režim pro data mající charakter osobních údajů ostatně upravuje i unijní právo.<sup>559</sup> V případě emisí v samostatných evidencích, které obvykle nebudou rozptýleny mezi enormní počet vlastníků, ještě bude problém řešitelný tím, že budou ad hoc shromážděny podklady. V případě zaknihovaných cenných papírů vedených v centrální evidenci, které mohou být rozptýleny i mezi tisíce vlastníků to však bude problém v praxi neřešitelný. Transfer emise zaknihovaných cenných papírů mezi centrálními depozitáři samozřejmě efektivně znemožní stav, kdy bude byt' jediný zaknihovaný cenný papír z této emise veden na tzv. nezařazeném účtu, pokud tedy emitent nebude schopen nějakým způsobem přesvědčit jejich vlastníka (či vlastníky) ke zřízení majetkového účtu v evidenci nové. To je ale velmi specifická situace. Obecně by přitom bezpochyby bylo efektivnější, pokud by byl vytvořen právní rámec pro „přesun“ evidence přímo mezi centrálními depozitáři i dalšími subjekty tak, aby bylo vedení původní evidence ke konci jednoho dne ukončeno a vedené nové evidence na ni navázalo k počátku následujícího dne. A je poměrně překvapující, že CSDR tuto problematiku nijak neřeší. Překážkou by přitom nebyla ani povinnost mlčenlivosti dle § 116 ZPKT, či obdobné zahraniční povinnosti. Touto totiž bude vázána i osoba, která povede novou evidenci. Absence alespoň stručné pozitivně-právní úpravy v unijním právu dle mého názoru ve svém výsledku vede k tomu, že přesun emise

---

<sup>559</sup> Článek 20 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2016/679 ze dne 27. dubna 2016, o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů.



zaknihovaných cenných papírů mezi centrálními depozitáři bude v praxi možný pouze tam, kde bude velmi malý počet spolupracujících vlastníků (tedy klasicky „neretailové“ emise dluhopisů či akcií), či tam, kde stávající centrální depozitář poskytne ochotně odpovídající součinnost. Jinak je totiž obtížně představitelné, jak by emitent a nový depozitář mohli takový přesun provést. Výpisy, které stávající centrální depozitář emitentovi vydá, mohou být vystaveny k závěrce předchozího dne, případně mohou být i starší. Již v okamžiku, kdy je emitent dostane k dispozici, tak už může být struktura vlastníků neaktuální (samozřejmě nemusí, ale jisté to nikdy nebude). V takovém případě navíc sám emitent nebude moci nějakým způsobem jednostranně vyloučit převody, stanovit rozhodný den apod. *De lege ferenda* by proto z mého pohledu měl unijní zákonodárce zvážit detailnější úpravu této problematiky v případě budoucích novelizací CSDR.

## 5.6. Vedení evidence ve formě distribuovaného registru

V posledních letech vzrůstá zájem o využití technologií založených na tzv. distribuovaném registru (distributed ledger technologies – DLT)<sup>560</sup> v rámci finančních trhů. Tím narůstá jejich význam a vzniká celá řada projektů založených na aplikaci tohoto typu technologie v oblastech vypořádání obchodů a úschovy investičních aktiv. Nejedná se přitom pouze o projekty menších technologických společností, ale i významných finančních institucí, centrální depozitáře nevyjímaje<sup>561</sup>. Využití technologie DLT posouvá charakter jakékoliv evidence či registru aktiv spíše do roviny sdílené databáze, byť bezpochyby nebrání tomu, aby danou službu a použitou technologii stále garantoval a kontroloval jeden odpovědný subjekt, klasicky centrální depozitář. V případě menších poskytovatelů služeb, kteří vedou evidence pouze pro jednotky emisí s nízkým počtem vlastníků (klasicky menší investiční společnosti), může být toto řešení vlastně až příliš komplikované. V sofistikovanějších případech ovšem využití technologie založené na DLT může v řadě případů urychlit procesy spojené s vypořádáním transakcí či vykonáváním práv<sup>562</sup> a prováděním změn týkajících se investičních nástrojů<sup>563</sup> (tzv. korporátní

---

<sup>560</sup> Blíže k DLT například ESMA. [online]. Report - The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets, 2017, s. 4. [cit. 28. 2. 2019] Dostupné z WWW: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/dlt\\_report\\_-\\_esma50-1121423017-285.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf)

<sup>561</sup> Jako jeden z mnoha příkladů lze uvést projekt ruského centrálního depozitáře a společnosti Waves pro evidenci elektronických aktiv (viz Russia's CSD develops blockchain platform with Waves. In. bankingtech.com. [online]. 2017. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z <https://www.bankingtech.com/2017/08/russias-csd-develops-blockchain-platform-with-waves/>).

<sup>562</sup> Tedy výplaty výnosů či dividend z investičních nástrojů, hlasování na valné hromadě apod.

<sup>563</sup> Změny jmenovité hodnoty, změny splatnosti, úpravy parametrů investičního nástroje apod.

akce). Jejich přínost úměrně narůstá s tím, kolik subjektů je v nějaké roli zapojeno do řetězců nepřímé držby investičních nástrojů<sup>564</sup>, přičemž vedle dalšího mohou užité technologie svou povahou zásadně přispět k řešení některých problémů integrálně spojených s institutem nepřímé držby akcií na vyspělých západních trzích<sup>565</sup>. Efektivní aplikace tohoto druhu technologie navíc může zjednodušit a urychlit distribuci informací (nejen) o vlastnících investičních nástrojů napříč několika stupni evidence a tím otevřít prostor pro efektivnější evidování konečných vlastníků či beneficentů z investičních nástrojů i tam, kde jsou zapojeny řetězce nepřímé držby směřující do zahraničních jurisdikcí<sup>566</sup>. České právo, respektive právo unijní u evidencí vedených centrálním depozitářem, jsou založeny na obecném předpokladu, že je evidence investičních nástrojů vedena elektronicky. Jinak jsou ovšem co do požadavků na použité technologické řešení neutrální. Právo tedy bariéry pro implementaci tohoto typu technologie v případě evidencí obecně nevytváří<sup>567</sup>. Rovněž organizační a technické požadavky kladené na vedení samostatné evidence § 3 VSamE jsou natolik obecné, že je nelze označit za problematické. Samozřejmě pokud bude evidence schopna uchovávat všechny údaje a informace vyžadované ZPKT a VSamE. Sám o sobě by neměla být překážkou ani skutečnost, že relevantní údaje jsou v blocích sdíleny mezi více subjekty zapojenými do vedení evidence. Za využití kryptografických technologií lze bezpochyby ošetřit, aby sensitivní data mohly nahlížet či případně měnit pouze relevantní subjekty. Buť bude vždy záležet na konkrétních okolnostech daného technologického řešení.

Otázkou nicméně zůstává, zda širší implementaci technologií založených na DLT minimálně pro účely vedení samostatných evidencí v ČR nekomplikuje samotné ideové nastavení relevantních ustanovení. Ta jsou totiž založena na tezi, že evidence je vedena jedním konkrétním subjektem, který je povinován odpovídající odpovědností ve vztahu k této evidenci. Pozitivní právo předpokládá, že tento jeden subjekt odpovídá za vedení evidence, opravu chyb, archivaci údajů apod. Kupříkladu CSDR pracuje s variantou, že je evidence i na její první vedena společně více centrálními depozitáři, nicméně i zde se na centrální depozitáře se sídlem v ČR aplikují rovněž relevantní ustanovení ZPKT a VSamE. A české právo z mého pohledu se samou

---

<sup>564</sup> Blíže k této problematice například The debate about blockchain: unclear and unsettled? In. oxera.com. [online]. 2016. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.oxera.com/agenda/the-debate-about-blockchain-unclear-and-unsettled/>.

<sup>565</sup> Blíže VAN DER ELST, Christoph, LAFARRE, Anne. Blockchain Technology for Modernizing the Shareholder Dialogue, 2018, 36 s., [https://www.tilburguniversity.edu/upload/1413437f-2ccb-4fe9-bc01-60aa0c7ec657\\_BlockchaintechologyformodernizingshareholderdialogueWP.pdf](https://www.tilburguniversity.edu/upload/1413437f-2ccb-4fe9-bc01-60aa0c7ec657_BlockchaintechologyformodernizingshareholderdialogueWP.pdf)

<sup>566</sup> Což je problém, se kterým se potýká i české právo.

<sup>567</sup> Shodně ŠOVAR, Jan. § 526. In. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. Občanský zákoník. Komentář. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, s. 562. ISBN 978-80-7400-653-1.

podstatou evidence založené na DLT plně srozuměno není, neboť v samém principu vychází z předpokladu, že existuje jeden odpovědný subjekt odpovědný za vedení evidence. Ten z logiky věci nemůže připustit zásadnější míru decentralizace klíčových činností v rámci evidence, neboť mu pozitivní právo neumožňuje, aby přiměřeným způsobem přenesl či sdílel také odpovědnost a regulatorní náklady. Rovněž relevantní kvalifikační předpoklady pro vedení evidence nemohou být splněny kolektivním způsobem. Evidence investičních nástrojů je svou podstatnou souhrnem informací, za jehož správu odpovídá právě a pouze tento jeden subjekt, byť odpovědnost za vedení určitého vymezeného úseku tohoto souhrnu může být přenesena na jiný kvalifikovaný subjekt ve formě vedení navazující evidence. Lze nicméně vyslovit domněnku, že změna tohoto přístupu by nemusela být založena na zásadních legislativních změnách, ale v zásadě by bylo dostačující vtělit do legislativy základní teze s tím, že další změny by již spočívaly spíše v absorpci a akceptaci této technologie úrovní aplikační praxe dohledových orgánů. Spíše na okraj lze doplnit, že jakkoliv se tato možnost jeví jako hypotetická, může být budoucí akceptace tohoto řešení složkami regulace i dohledu do jisté míry vynucena i tím, že se bude jednat ve stále větší míře o standard na vyspělých trzích, na který se bude muset tuzemský centrální depozitář i další subjekty adaptovat, aby zůstaly konkurenceschopnými v mezinárodním kontextu. Právní rámec vytvoření CSDR otevřel i tento sektor finančních služeb přeshraniční konkurenci, které nelze čelit jinak, než adaptací aktuálních tržních trendů a standardů.

## Závěr

Evidence investičních nástrojů představuje nejen z pohledu právních teoretiků, ale především s ohledem na potřeby praxe kapitálového trhu, velmi významný institut. Technologický pokrok zcela zásadně proměnil prakticky všechny oblasti lidské činnosti. Dopisy nahrazují elektronické komunikační prostředky, hotovost či šeky jsou nahrazeny bezhotovostními převody peněžních prostředků. Stejně tak je i vydávání listinných investičních nástrojů stále raritnější, byť v praxi mají a budou mít své místo. Evidence investičních nástrojů a vypořádací systémy se stávají oběhovým systémem, jehož prostřednictvím proudí peněžní prostředky a investiční nástroje, přičemž centralizace a digitalizace těchto činností umožňuje jejich velmi efektivně a relativně levnou realizaci. Moderní systémy evidencí jsou v mnohem menší míře založeny na hmotném odrazu cenných papírů a investičních nástrojů v reálném světě a ve stále větší míře založeny na abstrakci a právních fikcích. Finanční krize z roku 2008, která zcela zásadně proměnila většinu oblastí finančního sektoru, ovšem oblast služeb spojených s úschovou a evidováním investičních nástrojů zůstala do velké míry ušetřena regulatorních zásahů. Což se do určité míry změnilo až s účinností nařízení CSDR.

Vyspělé finanční trhy potřebují pro své fungování kvalitní a předvídatelný právní rámec, přičemž pro analyzovanou oblast toto platí zcela bezvýhradně. V roce 2009 popsaly dvě významné evropské sektorové instituce, tedy Evropský výbor regulátorů cenných papírů (*European Committee of Securities Regulators - CESR*) a Evropská centrální banka (*European Central Bank – ECB*) význam právního rámce pro fungování trhů s investičními nástroji následujícím způsobem: „*Spolehlivé a předvídatelné fungování vypořádacích systémů závisí na dvou faktorech: (1) zákonech, pravidlech a postupech, které podporují držbu, převody, zástavy a půjčování cenných papírů a související platby; a (2) jak jsou tyto zákony, pravidla, postupy fungují v praxi – to znamená, zda provozovatelé vypořádacích systémů, účastníci a jejich zákazníci prosazovat svá práva. Pokud je právní rámec nedostatečný, či je jeho aplikace nejistá, pak tento stav může způsobit nárůst kreditních a likviditních rizik pro účastníky systému, jejich zákazníky, případně také nárůst systémového rizika pro celý trh.*“ Relevance této definice je v současnosti o to větší, oč narostl objem prováděných transakcí, jejich rychlost a stále globálnější charakter.

Předchozí stránky představují výsledek mé několikaleté vědecké činnosti v rámci doktorského studia a velmi detailně analyzovaly institut evidence investičních nástrojů. Ta je ryze českým právním konceptem, který ale samozřejmě v nějaké formě existuje v téměř každé vyspělé zemi, respektive někdy více a jindy méně precizně upraven v jejich právních rádech. Česká právní úprava má nicméně celou řadu osobitých specifik. V souladu s vědeckými otázkami a cíli práce jsem se proto pokusil o rozbor této relativně rozsáhlé problematiky, a to se zaměřením na veřejnoprávní aspekty evidence investičních nástrojů. S ohledem na skutečnost, že se jedná o problematiku, která byla s větší či menší mírou detailu a s různým zaměřením v odborné literatuře zpracována, jsem některá témata, která lze považovat za doktrínou vyřešená, pouze rámcově zmínil, zatímco jiné otázky, které dosud nebyly odpovídajícím způsobem vyřešeny, byly zpracovány komplexněji. Stejně tak byl obsáhlejší prostor věnován tématům pramenícím z relativně nedávných legislativních změn, které z toho důvodu zatím na žádné úrovni zpracovány nebyly. Jak bylo uvedeno výše, s ohledem na rozsáhlost a komplikovanost tématu jsem se soustředil primárně na veřejnoprávní aspekty evidence investičních nástrojů, jakkoliv jsem se v přijatelné míře snažil nevyhýbat i tématům ryze soukromoprávního charakteru. Problematika zaknihovaných cenných papírů a evidence investičních nástrojů obecně je tématem, které nelze nahlížet pouze omezenou perspektivou jednoho právního oboru, což je ostatně tendence, která se prosazuje v akademické i praktické činnosti napříč jednotlivými právními odvětvími. Nemůže být ovšem pochyb o tom, že se mi i s ohledem na rozsah této výzkumné práce nemohlo podařit vyčerpávajícím způsobem zpracovat všechny klíčové otázky s relevancí pro toto téma. Takovou ambici jsem ostatně neměl ani mít nemohl. Domnívám se ale, že některá z témat, které jsem identifikoval a zpracoval, mohou být zajímavým podnětem pro další rozpracování v rámci akademických či odborných publikací, především pak s akcentem na jejich soukromoprávní aspekty. To platí o obsahu všech kapitol, ponejvíce však o kapitole páté.

Z obsahu první a druhé kapitoly, které se věnovaly obecným a teoretickým otázkám souvisejícím s tématem předkládané práce, především pak legálním vymezením investičního nástroje, bych chtěl ještě jednou vyzdvihnout problematický způsob, jakým je do českého právního řádu transponován unijní koncept finančního nástroje. Tato problematika se ostatně velmi úzce dotýká výzkumných otázek položených v úvodu. Problém přitom rozhodně nepůsobí skutečnost, že český právní řád možná trochu zbytečně užívá označení investiční nástroj. To může být možná matoucí pro laickou veřejnost, pro praxi bezpochyby nikoliv. Zásadní výtku lze ovšem směřovat k tomu, jakým způsobem jsou koncipovány množiny převoditelných cenných

papírů a cenných papírů kolektivního investování. Tento fakt přitom může resultovat ve stav, kdy jako legální investiční nástroje nejsou klasifikována aktiva, která by za ně dle mého názoru být považována měla. Identifikovaný právně-teoretický problém navíc může mít poměrně zásadní konsekvence v případech, kdy je takový typ finančního aktiva svěřen obchodníkovi s cennými papíry či bance. Zatímco o legální investičních nástrojích musí být vedena evidence způsobem detailně popsáním v této práci, pokud takto předmětné aktivum klasifikováno není, nevzniká ani povinnost k vedení evidence. Jiný rozměr problému pak souvisí s faktem, že dotčené subjekty nemohou využít komplexní režim evidence investičních nástrojů pro účely vydání a vedení aktiv, pro které by přitom v případě uspokojivějšího způsobu převzetí unijní normy být použit mohl.

Kapitola třetí, kterou lze bez nadsázky označit za klíčovou část celé práce, se zabývala samotným jádrem analyzované problematiky, a to právní úpravou relevantní pro fungování evidence investičních nástrojů obecně, jakož i speciálními normám aplikovanými na dva právně vymezené druhy evidencí, a to tedy na centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů a samostatnou evidenci investičních nástrojů. Základní závěr, který lze na základě předmětné analýzy vyvodit, je ten, že stávající systematika právní úpravy je nejen komplikovaná, ale i překonaná legislativním vývojem. Domnívám se, že současný právní stav již neodůvodňuje užití označení centrální evidence pro evidence zaknihovaných cenných papírů vedené centrálním depozitářem a ČNB, vedle nichž souběžně existují i samostatné evidence, které jsou z pohledu kapitálového trhu minimálně teoreticky evidencemi s menším systematickým významem. Jakkoliv centrální depozitář ve svém názvu má označení „centrální“, užití tohoto přívlastku i pro jím vedenou evidenci stále ideově odkazuje na období, kdy předmětem transakcí na kapitálovém trhu v České republice byly dominantně zaknihované cenné papíry a tyto byly až na výjimky vedeny v jedné ústřední evidenci. Tento koncept, jakkoliv měl své nezpochybnitelné výhody pro související aspekty daňové, účetní i další, postupně selhával v klíčovém prvku, jímž byla jednoduchost a rychlost provádění transakcí s investičními nástroji. Stejně tak velmi limitoval možnost flexibilního obhospodařování svěřeného majetku ze strany velkých správců majetku. Zákodárce proto postupně regulatorní režim rozmělnil, a to až do jeho současné podoby. S ohledem na skutečnost, že pod tlakem unijního práva došlo k otevření možnosti zaevidování tuzemských zaknihovaných cenných papírů, s relevancí především pro emitenty zaknihovaných akcií, do evidencích zahraničních centrálních depozitářů, tak minimálně v rovině teoretické již není označení centrální evidence příhodné.

Specifickým tématem, které je společné pro oba druhy evidencí investičních nástrojů, je koncept dvou kategorií majetkových účtů, účtu vlastníka a účtu zákazníků. Zákonodárce tuto dualitu vytvořil s legitimním cílem přiblížit českou právní úpravu fungování na vyspělých kapitálových trzích, kde jsou využívány tzv. nominee účty. Právní řád na jednu stranu prakticky rezignuje na snahu o bližší vymezení podstaty majetkového účtu obecně, což může být doktrínou napraveno jen omezeně, na straně druhé přisuzuje majetkovým účtům zcela zásadní roli. Konkrétně účet vlastníka, respektive výpisy z tohoto účtu, mají mimořádnou roli při prokázání vlastnického práva k na něm evidovaným investičním nástrojům. Zápisy na tento typ účtu mají věcněprávní konsekvence, které jsou srovnatelné s veřejnými rejstříky či katastrem nemovitostí, byť s možností využít vyvratitelnou domněnku vlastnického práva. Naopak ve vztahu k účtu zákazníků je napevno určeno, že zde evidované investiční nástroje jsou majetkem osob odlišných od té, pro kterou je zřízen. V případě centrální evidence, která stále představuje evidenci pro klíčovou část investičních nástrojů vedených v ČR, tento typ účtu může být zřízen pouze pro osobu oprávněnou k vedení navazující evidence. Navíc tato osoba sama své postavení musí klasifikovat tak, že není vlastníkem. To přitom staví zahraniční finanční instituce před neřešitelnou situaci, respektive situaci řešitelnou právě a jedině vedením klientského majetku na účtech vlastníka. Proti sobě tak stojí dva konkurenční principy. Snaha zákonodárce o jasnou identifikaci vlastníka investičního nástroje na straně jedné a kolize rozdílných režimů soukromého práva ve vztahu k investičním nástrojům na straně druhé. Právní úprava přitom nenabízí jakékoliv uspokojivé východisko z této situace, respektive nenabízí jiné východisko kromě možnosti, aby byly pro zahraniční osoby, které jsou koncovými investory, v příslušné zřízeny účty vlastníka. Souhlasil bych proto s názorem, který jednoznačně rezonuje v rámci doktríny, že by zákonodárce měl právní úpravu otevřít možnosti vedení skutečně víceúrovňové evidence, a to společně vytvořením komplexního rámce režimu nepřímé držby investičních nástrojů, především pak zaknihovaných cenných papírů. Zapracování konceptu děleného vlastnického práva, jehož náznak zákonodárce poskytuje v § 132 ZPKT, by bezpochyby přispělo ke zvýšení právní jistoty zahraničních investorů, kteří jsou přitom pro fungování tuzemského kapitálového trhu a jeho likviditu klíčoví. Absenci uceleného soukromoprávního rámce především pro zaknihované cenné papíry v českém právu přitom nelze vnímat jinak než silně kriticky. V tomto kontextu se navíc jako problematické jeví úvahy o možnosti otevřít vedení evidencí zaknihovaných cenných papírů i pro jejich emitenty. Pokud totiž zákonodárce takto rozmnělní veřejnoprávní regulaci evidencí bez odpovídající a dostatečně promyšlené reflexe této

změny v oblastech, jako jsou věcná práva k zaknihovaným cenným papírům, korporální vztahy či účetní aspekty, negativní dopady mohou být poměrně zásadní.

Výše uvedený rozbor nás zároveň posunul do materie zpracované ve čtvrté kapitole, tedy k tématu osob, které jsou oprávněny k vedení některého druhu evidence investičních nástrojů. Úprava této problematiky v ZPKT přitom trpí zcela zásadními nedostatky, je komplikovaná, nepřehledná a nekonsistentní. Konkrétní výtky již byly velmi detailně rozpracovány v předchozích kapitolách, jejich opětovné zopakování by ztěžilo bylo přínosem. Zaměřím se proto na stěžejní obsahovou složku čtvrté kapitoly, již byl regulace fungování centrálního depozitáře jakožto instituce s klíčovým významem pro fungování finančního systému. Předmětná materie je přitom prakticky plně upravena na úrovni unijního práva, konkrétně nařízením CSDR a jeho prováděcími právními předpisy. V uvedené kapitole jsem se proto zaměřil všechny na základní pilíře uvedené úpravy, a to jednak na rozsah i obsah služeb, které je centrální depozitář oprávněn poskytovat, dále na zákonný režim upravující proces povolení k činnostem centrálního depozitáře, na samotné požadavky kladené relevantními právními předpisy na fungování centrálního depozitáře a také na problematiku práva emitentů na volbu centrálního depozitáře v rámci EU. Rozsah zpracování relevantní materie v unijním právu přitom dokládá, jak ambiciózně a jak vyčerpávajícím způsobem k tomuto problému evropský zákonodárce přikročil. Což je překvapivé i s ohledem na to, že centrální depozitáře představují relativně bezproblémovou složku tržní infrastruktury, a navíc jich je v rámci EU velmi malý počet. Rozsah a komplexnost nového regulatorního režimu bezpochyby představuje enormní zátěž. Na menší národní centrální depozitáře dopadá o to tvrději, oč omezenější jsou jejich zdroje a potenciální trh. Vyšší regulatorní zátěž s sebou bezpochyby nese vyšší náklady, které se z logiky věci dříve či později odrazí v samotné ceně či kvalitě poskytované služby. V této práci jsem přitom mimo jiné rozpracoval i problematiku zcela zásadních omezení, která emitenti při volbě centrálního depozitáře mají a která rozhodně nebyla režimem CSDR nebyla plně odstraněna. Regulatorní režim může analogicky negativně ovlivnit i emitenty, kteří ke svému financování užívají právě kapitálové trhy v menších členských státech. Což jsou z logiky věci především podniky střední velikosti.

Nařízení CSDR je protkáno nevyřčenou snahou o větší míru integrace sektoru finančních služeb v rámci EU, zde tedy konkrétně v oblasti vedení evidencí a vypořádání. Ta je pro menší a nesofistikované investory fakticky „neviditelná“, proto je také politicky méně kontroverzním



předmětem regulace než oblasti klasicky „retailové“. Za cílový vzor přitom nejspíše slouží takřka dokonale integrovaný systém tržní infrastruktury ve Spojených státech. Základní problém ovšem spočívá v tom, že větší míra integrace bude z logiky věci ve většině případů resultovat v koncentraci určitých služeb a činností u subjektů, které jsou již nyní dostatečně velké a těží ze své tržní síly i realizovaných úspor z rozsahu. Větší míra integrace evropského trhu se službami centrálního depozitáře může ve střednědobém či dlouhodobém horizontu resultovat ve faktické omezení či ukončení činnosti centrálních depozitářů v některých malých členských státech (jakkoliv bych mezi tyto ČR neřadil), byť ve formě jejich spojení se subjekty ze zemí větších. Účastníky a klienty lokálních centrálních depozitářů jsou z významné části rovněž lokální finanční instituce a emitenti, v případě druhých uvedených navíc často menší a střední podniky. Finanční trhy v evropských zemích jsou přitom stále velmi fragmentované a regulační bariéry představují pouze minoritní důvod. Tuto fragmentaci proto analogicky nelze vyřešit pouze na úrovni regulační, což si možná unijní zákonodárce plně nepřipouští. Pokud ovšem regulační náklady v konkrétním členském státě přispějí k omezení či ukončení poskytování určitých specifických finančních služeb, v tomto případě tedy služeb centrálního depozitáře, jejich poskytování pouze přeshraničním způsobem bez vytvoření odpovídajících provazeb v oblastech právních, účetních i daňových, může zcela zásadním způsobem omezit přístup subjektů v konkrétních členských státech k těmto službám. Unijní zákonodárce by tuto skutečnost měl reflektovat při provádění budoucích regulačních aktivit tak zásadní povahy, jako je nařízení CSDR. Jejich skutečný a nezamýšlený dopad se totiž může zcela zásadně odlišovat od původně předpokládaného výsledku a ve finále vést k důsledkům, které při přípravě předmětné regulace nebyly ani rámcově zamýšleny.

## Seznam zkratek

AMLZ	Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.
CDCP	Centrální depozitář cenných papírů, a.s.
CSDR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnic 98/26/ES a 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 236/2012
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
DLT	Distributed Ledger Technologies
EU	Evropská unie
EHP	Evropský hospodářský prostor
ESMA	Evropský orgán pro trhy a cenné papíry
ICO	Initial Coin Offering
KWG	Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz) vom 9. September 1998, BGBl. I S. 2776
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MiFID	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS
MiFID II	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU
MiFIR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012
OZ	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
PPN	Pozastavení výkonu práva vlastníka nakládat s investičním nástrojem

SCP	Středisko cenných papírů
SKD	Systém krátkodobých dluhopisů
VSaME	Vyhláška ČNB č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů ve znění pozdějších předpisů
TZ	Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník
UoIF	Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi
ZCP	Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech
ZISIF	Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech
ZoB	Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách
ZoD	Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech
ZOK	Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích
ZČNB	Zákon č. 6/1993 Sb., o české národní bance
ZMPS	Zákon č. 91/2012 Sb., o mezinárodním právu soukromém
ZPKT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
ZRozP	Zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech

## Seznam použitých zdrojů

### Knížní literatura

1. ANDENAS, Mads, DEIPENBROCK, Gudula. (eds.). *Regulating and Supervising European Financial Markets: More Risks than Achievements*, 2016, Cham: Springer International Publishing, 438 s. ISBN 978-3-319-32172-1.
2. AVGOULEAS, Emiliós. (eds.). *GOVERNANCE OF GLOBAL FINANCIAL MARKETS: The Law, The Economics, The Politics*, 2012, Cambridge: Cambridge Universities Press, 502 s. ISBN 978-0-521-76266-3.
3. BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7.
4. BĚLOHLÁVEK, Alexander J. *Komentář k zákonu o obchodních korporacích*, Plzeň: Aleš Čeněk, 2013, 2733 s., ISBN 978-80-7380-451-0.
5. BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. 3., neu bearbeitete Auflage, Heidelberg: C.F. Müller Verlag, 291 s. ISBN 978-3-8114-9704-7.
6. BUSCH, Danny, FERRARINI, Guido. *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford: Oxford University Press, 2017, 709 s. ISBN 978-0-19-876767-1.
7. BUSCH, Danny, AVGOULEAS Emiliós, FERRARINI, Guido (eds.). *Capital Markets Union in Europe*, Oxford: Oxford University Press, 2018, 967 s. ISBN 978-0-19-881339-2.
8. CAPRIO, Gerard Jr. (eds.). *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, Elsevier: Londýn, 2013, 593 s., ISBN 978-0-123-97873-8.
9. CARMICHAEL, Jeffrey, POMERLEANO, Michael, *The Development and Regulation of Non-Banking Financial Institutions*, Washington: The World Bank, 2002, 250 s. ISBN 0-8213-4839-6.
10. CONAC, Pierre-Henri, SEGNA, Ulrich, THÉVENOZ, Luc (eds.). *INTERMEDIATED SECURITIES: The Impact of the Geneva Convention and the Future European Legislation*, 2013, Cambridge: Cambridge University Press, 406 s. ISBN 978-1-10702347-5.
11. DĚDIČ, Jan, Štenglová, Ivana. *Zákon o cenných papírech. Komentář*. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 1997, 513 s. ISBN 80-7179-104-0.
12. DIEHL, Martin, ALEXANDROVA-KABADJOVA, Biliana, HEUVER, Richard, MARTÍNEZ-JARAMILLO, Serafin. *Analyzing the Economics of Financial Market Infrastructures*, Hershey: IGI Global, 2016, 410 s. ISBN 978-1-4666-8745-5. DRAŠTÍK, Antonín, FREMR, Robert, DURDÍK, Tomáš, RŮŽIČKA, Miroslav, SOTOLÁŘ, Alexander a kol. *Trestní zákoník: komentář. II. díl*, Praha: Wolters Kluwer, 2015, 1618 s. ISBN 978-80-7478-790-4.
13. GARNER, Bryan A. *Black's Legal Dictionary*. Eighth Edition, Eagan, Mi: West Publishing, 5426 s., ISBN 978-0-314-15199-5.
14. GERANIO, Manuela. *Evolution of the Exchange Industry - From Dealers' Clubs to Multinational Companies*, Basilej: Springer, 2016, 137 s. ISBN 978-3-319-21026-1.

15. GERLOCH, Aleš. Teorie práva. 4. upr. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007, 343 s. ISBN 978-80-7380-023-9.
16. HERBST, Jonathan, LOVEGROVE, Simon. A Practitioner's Guide to MiFID II, 2nd Edition, London: Thomson Reuters, 438 s. ISBN 978-0-414-02685-8.
17. HULMÁK, Milan a kol. Občanský zákoník VI. – Závazkové právo, Zvláštní část (§ 2055-3014), Praha: C.H. Beck, 2014, 2072 s. ISBN 978-80-7400-287-8
18. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. Praha: C.H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.
19. HUSTÁK, Zdeněk a SMUTNÝ, Aleš. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C.H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.
20. CHUN, Changmin. ChunCross-Border Transactions of Intermediated Securities: A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law, Heidelberg: Springer-Verlag, 2012, s. 328-335, ISBN 978-3-642-27852-5.
21. JANOVEC, Michal. Dohled nad finančním trhem a jeho integrace. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018. 192 s. ISBN 978-80-7552-877-3.
22. JÍLEK, Josef. Finanční trhy, Praha: Grada Publishing, 1997, 528 s. ISBN 80-7169-453-3.
23. KARFÍKOVÁ, Marie a kol. Teorie finančního práva a finanční vědy, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, 356 s. ISBN 978-80-7552-935-0.
24. KNAPP, Viktor. Vědecká propedeutika pro právníky, Praha: Eurolex Bohemia, 2003, 233 s. ISBN 80-86432-54-8.
25. KOHAJDA, Michael, SEJKORA, Tomáš, ŠMEJKAL, Václav (eds.). Financial System of the European Union after Brexit, Passau-Berlin-Prague: rw&w Science, 2018, 88 s. ISBN 978-3-946915-23-2.
26. KLIMEŠ, Lumír. Slovník cizích slov, 6. přepracované vydání, Praha: SPN, 2002, 862 s. ISBN 80-7235-023-4.
27. KNAPP, Viktor. Teorie práva. Praha: Beck, 1995, 247 s. ISBN 80-7179-028-1.
28. KOTÁSEK, Josef, PIHERA, Vlastimil, POKORNÁ, Jarmila, VÍTEK, Jindřich. Právo cenných papírů. Praha: C.H. Beck, 2014, 242 s. ISBN 978-80-7400-515-2.
29. LASÁK, Jan, POKORNÁ, Jarmila, ČÁP, Zdeněk, DOLEŽIL, Tomáš a kol. Zákon o obchodních korporacích. Komentář. I. díl, Praha: Wolters Kluwer, 2014, 1608 s. ISBN 978-80-7478-537-5.
30. LAVICKÝ, Petr a kol. Občanský zákoník I. – Obecná část, Praha: C.H. Beck, 2014, 2400 s. ISBN 978-80-7400-529-9.
31. LIANG, Wenwen. Title and Title Conflicts in respect of Intermediated Securities under English Law, 2013, Cambridge: Cambridge Scholars Publishing, 216 s. ISBN 978-1-4438-4855-8.
32. LIŠKA, Petr, DŘEVÍNEK, Karel, ELEK, Štefan, KOTÁB, Petr, RÝDL, Tomáš. Zákon o bankách. Komentář, Praha: Wolters Kluwer, 2016, 668 s. ISBN 978-80-7552-385-3.

33. LUTTER, Marcus, BAYER, Walter, SCHMIDT, Jessica. *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 5. Auflage, Berlin: De Gruyter, 2012, 1779 s. ISBN 978-89949-056-5.
34. MAREK, Radan, JEŽEK, Václav. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář*. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2013, 462 s. ISBN 978-80-7400-466-7.
35. MARKHAM, Jerry W. *A Financial History of the United States. Volume II*. New York: M. E. Sharpe, Inc., 2002, 449 s. ISBN 0,7656-0730-1.
36. MELZER, Filip, TÉGL, Petr a kol. *Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654*, Praha: Leges, 2014, 1264 s. ISBN 978-807502-003-1.
37. MISHKIN, Frederic S., EAKINS, Stanley G. (eds.). *Financial Markets and Institutions*, Ninth Edition,
38. NINTH EDITION, 2018, Harlow: Pearson, 706 s. ISBN 978-0-13-451926-5.
39. MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition*, Oxford: Oxford University Press, 2014, 1044 s. ISBN 978-0-19-966434-4.
40. MRKÝVKA, Petr, PAŘÍZKOVÁ, Ivana. *Základy finančního práva*, Brno: Masarykova univerzita, 2009, 252 s. ISBN 978-80-210-4514-9.
41. MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2002, 459 s. ISBN 80-86119-55-6.
42. PAUKNEROVÁ, Monika, ROZEHNALOVÁ, Naděžda, ZAVADILOVÁ, Marta a kol. *Zákon o mezinárodním právu soukromém. Komentář*, Praha: Wolters Kluwer, 2013, 928 s. ISBN 978-80-7478-368-5.
43. PAULY, Jan. *Teoretické a legislativní základy cenných papírů*, Praha: Wolters Kluwer, 2016, 424 s. ISBN 978-80-7552-421-8.
44. PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír. *Občanský zákoník. Komentář*. 1. vydání, Praha: C.H. Beck, 2017, 3053 s. ISBN 978-80-7400-653-1.
45. RADVAN, Michal, KYNCL, Libor, MOŽDIÁKOVÁ, Michaela. *Právo kapitálového trhu*, Brno: Masarykova univerzita, 2010, 62 s. ISBN 978-80-210-5277-2.
46. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, 4. aktualizované a rozšířené vydání, Praha: Grada Publishing, 2014, 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.
47. REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2014, 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6.
48. RICHTER, Tomáš. *Kuponová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností*, Praha: Karolinum, 2005, 132 s. ISBN 80-246-1012-4.
49. SCHAMMO, Pierre. *EU Prospectus Law: New perspectives on regulatory competition in securities markets*, Cambridge: Cambridge University Press, 2011, s. 385. ISBN 978-0-521-51765-2.
50. SCHWARTZ, Robert A., BYRNE, John Aidan, STEMPEL, Eileen. (eds.). *Rapidly Changing Securities Markets: Who Are the Initiators?*, 2017, Cham: Springer International Publishing, 131 s. ISBN 978-3-319-54587-5.
51. SMITS, Jan M. *The mind and method of the legal academic*, Cheltenham: Edward Elgar, 2012, 192 s. ISBN 978-0-85793-654-7.

52. STELMACH, Jerzy, BROŽEK, Bartożs. *Methods of legal reasoning*, Dordrecht: Springer Netherlands, 2006, 236 s. ISBN 978-1-4020-4936-1.
53. ŠVARC, Zbyněk, SABÓ, Mikuláš, GONGOL, Tomáš. *Právo v podnikání vybraných členských států Evropské unie – sborník příspěvků k VIII. ročníku mezinárodní vědecké konference*, Praha: TROAS, 2016, 488 s. ISBN 978-80-88055-01-3.
54. ŠVESTKA, Jiří a kol. *Občanský zákoník. Komentář, Svazek I.*, Praha: Wolters Kluwer, 2014, 1736 s. ISBN 978-80-7478-370-8.
55. TOFFLER, Alvin, TOFFLER, Heidi. *Nová civilizace: třetí vlna a její důsledky*, Praha: Dokořán, 2001, 125 s. ISBN 80-86569-00-4.
56. TOMÁŠEK, Michal, TÝČ, Vladimír a kol. *Právo Evropské unie. 2. vydání*, Praha: Leges, 2017, 496 s. ISBN 978-80-7502-184-7.
57. VEIL, Rüdiger (eds.). *European Capital Markets Law, Second Edition*, Oxford: Hart Publishing, 2017, 791 s. ISBN 978-1-78225-652-6.
58. VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích, 2. aktualizované vydání*, Praha: ASPI, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.
59. VAN HOUTTE, Hans. *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Londýn: Sweet & Maxwell, 1999, 318 s., ISBN 0-421-653-809.
60. VONDRÁČEK, Ondřej. *Elektronické cenné papíry – Transparentnost korporátních struktur společností*, Praha: Auditorium, 2013, 393 s. ISBN 978-80-87284-43-8.
61. ZEMAN, Karel. *Analýza privatizace a restitucí v ČR*, Praha: Karolinum, 2017, 335 s., ISBN 978-80-246-3796-9.

### **Články v odborných periodících**

1. ČECH, Petr. *Akcie ve víru rekonstrukce aneb nevtělené, zaknihované a kusové akcie v návrhu zákona o obchodních korporacích*. *Obchodněprávní revue*, 2011, roč. 3, č. 10, s. 294-303. ISSN 1803-6554.
2. DĚDIČ, Jan, ŠOVAR, Jan, MIKULA, Ondřej. *Proč podle českého soukromého práva nelze uvažovat o (ICO) tokenech jako o cenných papírech*, *Právní rozhledy: časopis pro všechna právní odvětví*, 2018, č. 15-16, s. 554. ISSN 1210-6410.
3. ELEK, Štefan. *Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů*, *Právní rozhledy*, 2002, roč. 11, č. 8, s. 360-367. ISSN 1210-6410.
4. ELEK, Štefan. *Cenné papíry držené přes prostředníky*. *Právní rozhledy*, 2005, roč. 14, č. 21, s. 774-783. ISSN 1210-6410.
5. HUSTÁK, Zdeněk, MANDERLA, Matěj. *Cenné papíry ve světle rekonstrukce – poznámky k novému režimu*. *Obchodněprávní revue*, 2014, roč. 6., č. 1, s. 11-18. ISSN 1803-6554.
6. MAZANEC, Luboš. *„Neregulované trhy“ dle směrnice MiFID II a nařízení MiFIR*, *Obchodněprávní revue*, 2015, roč. 10, č. 9, s. 260-266. ISSN 1803-6554.
7. MAZANEC, Luboš. *Vybraná ustanovení nového občanského zákoníku ve světle práva kapitálového trhu, Daně a finance*, 2015, roč. 24, supplementum, s. 87-93. ISSN 1801-6006.

8. MAZANEC, Luboš. Samostatná evidence investičních nástrojů ve světle některých současných trendů finančního trhu, *Daně a Finance*, 2018, roč. 26, č. 4, s. 4-12. ISSN 1801-6006.
9. NĚMEC, Libor, TORNOVÁ, Jarmila. K Právní regulaci kryptoměn, díl I, *Právní rádce*, Praha: *Economia*, 2018, roč. 26, č. 6, s. 46-47. ISSN 1210-4817.
10. PAULY, Jan. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry, *Právník*, 2005, roč. 144, č. 8, s. 859-892.
11. PILKOVÁ, Jarmila. Právní úprava cenných papírů v návrhu nového občanského zákoníku, *Obchodněprávní revue*, 2011, roč. 3, č. 8, s. 238-241. ISSN 1803-6554.
12. PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, *Právní rozhledy*, 2005, roč. 14, č. 1, s. 22-27. ISSN 1210-6410.
13. THÉVENOZ, Luc. Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law, *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, 2008, Vol. 13, s. 284-354, ISSN 1078-8794. Dostupné z WWW: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1008859](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008859).
14. ŠOVAR, Jan. K novým kolizním ustanovením o cenných papírech, *Obchodněprávní revue*, 2011, roč. 3, č. 12, s. 207-208. ISSN 1803-6554.
15. ŠOVAR, Jan. Věcný statut cenných papírů po novelizaci: výkladové otázky, *Obchodněprávní revue*, 2011, roč. 3, č. 7, s. 355-357. ISSN 1803-6554.
16. VÍTEK, Jindřich. Právní úprava cenných papírů v novém občanském zákoníku, *Obchodní právo*, 2012, roč. 21, č. 12, s. 426-435. ISSN 1210-8278.
17. VONDRÁČEK, Ondřej. Nepřímá držba cenných papírů – právní pojetí cenných papírů vedených v podobě záznamu na účtu, *Právník*, 2012, roč. 151, č. 5, s. 487-518.

### **Elektronické a internetové zdroje**

1. Advice - Initial Coin Offerings and Crypto-Assets. In. [esma.europa.eu](http://esma.europa.eu) [online]. 49 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/crypto-assets-need-common-eu-wide-approach-ensure-investor-protection>.
2. BCPP [online] BURZOVNÍ PRAVIDLA, ČÁST X. - Podmínky přijetí investičních nástrojů derivátového typu k obchodování na Regulovaný trh burzy [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_SP\\_Regulovany\\_trh.pdf](https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Podminky_prijeti_SP_Regulovany_trh.pdf).
3. CDCP [online]. Provozní řád, verze č. 7, účinná od udělení povolení podle CSDR, nedatováno, 36 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cdcp.cz/images/CDCP\\_provozni\\_rad.pdf](https://www.cdcp.cz/images/CDCP_provozni_rad.pdf).
4. CDCP [online]. Ceník centrálního depozitáře a sazebník úhrad věcných nákladů, verze účinná od 1. ledna 2018, 25 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z [https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/cenik\\_cdcp/CDCP\\_cenik\\_01012018.pdf](https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/cenik_cdcp/CDCP_cenik_01012018.pdf).
5. CSD Register, updated 28. 1. 2019. In. [esma.europa.eu](http://esma.europa.eu). [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-151-889\\_csd\\_register.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-151-889_csd_register.pdf).



6. ČNB [online]. Pravidla systému krátkodobých dluhopisů, 2018, 44 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/skd/pravidla.html](https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/skd/pravidla.html).
7. DONALD, David C. [online]. Disintermediating Securities Settlement, 2008, 35 s. [cit. 28. 2. 2019] Dostupné z WWW: <https://ssrn.com/abstract=1154850>.
8. DTCC [online] Strengthening the U.S. Financial Markets: A PROPOSAL TO FULLY DEMATERIALIZE PHYSICAL SECURITIES, ELIMINATING THE COSTS AND RISKS THEY INCUR, A White Paper to the Industry • July 2012 [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/WhitePapers/Dematerialize\\_Securities\\_July\\_2012.pdf](http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/WhitePapers/Dematerialize_Securities_July_2012.pdf).
9. Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb. In: Psp.cz [online]. 2003, 49 s. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=4&ct=522&ct1=0>.
10. Důvodová zpráva k zákonu č. 148/2016 Sb. In: Psp.cz [online]. 2015, 124 s. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=571>.
11. ECSDA [online]. European CSD FACTBOOK 2017, 2017, 68 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://ecsda.eu/wp-content/uploads/2016\\_CSD\\_Factbook.pdf](https://ecsda.eu/wp-content/uploads/2016_CSD_Factbook.pdf).
12. ESAS WARN CONSUMERS OF RISKS IN BUYING VIRTUAL CURRENCIES. In. esma.europa.eu [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-warn-consumers-risks-in-buying-virtual-currencies>.
13. ESMA. [online]. Report - The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets, 2017, 37 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/dlt\\_report\\_-\\_esma50-1121423017-285.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf)
14. ESMA [online], Final Report - ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, s. 399 a násl. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569\\_final\\_report\\_-\\_esmas\\_technical\\_advice\\_to\\_the\\_commission\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf).
15. ESMA [online]. Key Relevant Provisions of the Corporate or Similar Law of Member States under which securities are constituted, 408 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/provisionsofmemberstateslaws\\_art\\_49csdr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/provisionsofmemberstateslaws_art_49csdr.pdf).
16. ESMA AGREES TO PROHIBIT BINARY OPTIONS AND RESTRICT CFDS TO PROTECT RETAIL INVESTORS. In. esma.europa.org [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-agrees-prohibit-binary-options-and-restrict-cfds-protect-retail-investors>.
17. European Central Bank. [online]. THE SECURITIES CUSTODY INDUSTRY, 2017, 63 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp68.pdf?5ff757225862fdd1894d8dab08815b19>.
18. European Commission [online]. LEGISLATION ON LEGAL CERTAINTY OF SECURITIES HOLDING AND DISPOSITIONS, 37 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW:

[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/securities/docs/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/securities/docs/consultation_paper_en.pdf)

19. European Commission. [online]. Action Plan on Building a Capital Markets Union, 30 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>.
20. Exchanges, Brokers, Dealers, Clearinghouses v rámci kurzu prof. Roberta Shillera Financial Markets. [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.youtube.com/watch?v=kA18DezwLAE&list=PL8FB14A2200B87185&index=21>.
21. Glossary - international central securities depository (ICSD). In. bis.org. [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm?&selection=136&scope=CPMI&c=a&base=term>.
22. House of Commons Library. [online]. Financial services: contribution to the UK economy, Briefing Paper Number 6193, s. 8. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://researchbriefings.parliament.uk/ResearchBriefing/Summary/SN06193#fullreport>.
23. IOSCO and Bank for International Settlements [online]. Principles for financial market infrastructures, 188 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.bis.org/cpmi/info\\_pfmi.htm](https://www.bis.org/cpmi/info_pfmi.htm).
24. Informace a služby pro veřejnost i profesionály. In. cdcpcz [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.cdcpcz/index.php/cz/8-siroka-verejnost/4-nezarazeny-ucet>.
25. Integrace dohledu nad finančním trhem - praktické informace In: cnb.cz [online]. 2006. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/tiskove\\_zpravy\\_cnb/2006/060328\\_integrace\\_prakt\\_info.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2006/060328_integrace_prakt_info.html).
26. Introducing the Legal Entity Identifier (LEI). In. gleif.org [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.gleif.org/en/about-lei/introducing-the-legal-entity-identifier-lei>.
27. ISIN (ISO 6166) - International Securities Identification Number. In. anna-web.org. [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.anna-web.org/standards/isin-iso-6166/>.
28. Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs. In. esma.europa.eu [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/crypto-assets-need-common-eu-wide-approach-ensure-investor-protection>.
29. MATYÁŠOVÁ, Eva [online]. Finančněprávní úprava zaknihovaných cenných papírů, UK Praha – disertační práce, 2012, 181 s. vedoucí práce Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/download/140020118>.
30. MFČR [online]. Provozní řád samostatné evidence státních dluhopisů vedené Ministerstvem financí, účinný ode dne 1. prosince 2018, 11 s. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.sporicidluhopisycr.cz/cs/predpisy/provozni-rad>.
31. MFČR [online]. VEŘEJNÁ KONZULTACE BLOCKCHAIN, VIRTUÁLNÍ MĚNY A AKTIVA (využití technologie blockchain k evidenci cenných papírů), 33 s. [cit. 28. 2.

- 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/cenne-papiry/2018/verejna-konzultace-blockchain-virtualni-33613>.
32. NASDAQ MERGES ITS BALTIC CSDS TO CREATE NASDAQ CSD. In: [nasdaqcsd.com](https://nasdaqcsd.com) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://nasdaqcsd.com/the-news/nasdaq-merges-its-baltic-csds-to-create-nasdaq-csd/>.
  33. OXERA. [online]. Disintermediating Securities Settlement, 2011, 174 s. [cit. 28. 2. 2019] Dostupné z WWW: <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2018/03/Oxera-report-on-trading-and-post-trading-May-2011.pdf>.
  34. Pátrali jsme po zapomenutých akciích z kupónovky. Má je přes milion. lidí In: [idnes.cz](https://www.idnes.cz) [online]. 2017 [cit. 28. 2. 2019]. 2017. Dostupné z WWW: [https://www.idnes.cz/finance/financni-radce/akcie-z-kuponove-privatizace.A170516\\_154927\\_viteze\\_sov](https://www.idnes.cz/finance/financni-radce/akcie-z-kuponove-privatizace.A170516_154927_viteze_sov).
  35. Podklad pro rozpočtový výbor k problematice zdanění výnosů korunových dluhopisů. In: [financnisprava.cz](https://www.financnisprava.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.financnisprava.cz/assets/cs/prilohy/f-novinky/GFR\\_podklad\\_pro\\_RV.pdf](https://www.financnisprava.cz/assets/cs/prilohy/f-novinky/GFR_podklad_pro_RV.pdf).
  36. Přístup České národní banky k poskytování odpovědi na dotazy v oblasti finančního trhu. In: [cnb.cz](https://www.cnb.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/formular\\_kvalifikovany\\_dotaz/index.html](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/formular_kvalifikovany_dotaz/index.html).
  37. Regulatory process in financial services. In: [ec.europa.eu](https://ec.europa.eu) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en).
  38. Russia's CSD develops blockchain platform with Waves. In: [bankingtech.com](https://www.bankingtech.com). [online]. 2017. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.bankingtech.com/2017/08/russias-csd-develops-blockchain-platform-with-waves/>.
  39. Seznam účastníků. In: [cdcp.cz](https://www.cdcp.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.cdcp.cz/index.php/cz/ucastnici/seznam-ucastniku>.
  40. Shareholder Structure In: [investors.moneta.cz](https://investors.moneta.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019] Dostupné z WWW: <https://investors.moneta.cz/shareholder-structure>.
  41. Smlouva o vedení evidence emise. [cdcp.cz](https://www.cdcp.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/dokumenty\\_emitenti/Smlouva\\_o\\_vedeni\\_evidence\\_emise.pdf](https://www.cdcp.cz/images/dokumenty/dokumenty_emitenti/Smlouva_o_vedeni_evidence_emise.pdf).
  42. The debate about blockchain: unclear and unsettled?. In: [oxera.com](https://www.oxera.com). [online]. 2016. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.oxera.com/agenda/the-debate-about-blockchain-unclear-and-unsettled/>
  43. Ukradli mu přes sto tisíc akcií ČEZ. Odškodné 31 milionů zaplatí stát, neuhlídal je. In: [aktualne.cz](https://zpravy.aktualne.cz) [online]. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://zpravy.aktualne.cz/domaci/podvodnici-mu-ukradli-pres-sto-tisic-akcii-cez-u-odskodne-31/r~c4b327784e9811e6b597002590604f2e/>.
  44. Unlocking southeastern Europe's lost billions. In: [euromoney.com](https://euromoney.com) [online]. 2018. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW:

<https://www.euromoney.com/article/b18dsmywhyxmzw/unlocking-southeastern-europes-lost-billions>.

45. VAN DER ELST, Christoph, LAFARRE, Anne. Blockchain Technology for Modernizing the Shareholder Dialogue, 2018, 36 s., [https://www.tilburguniversity.edu/upload/1413437f-2ccb-4fe9-bc01-60aa0c7ec657\\_BlockchaintechnologyformodernizingshareholderdialogueWP.pdf](https://www.tilburguniversity.edu/upload/1413437f-2ccb-4fe9-bc01-60aa0c7ec657_BlockchaintechnologyformodernizingshareholderdialogueWP.pdf)
46. Veřejná konzultace k možnosti zavedení elektronického ekvivalentu cenného papíru, který není investičním nástrojem. In. mpo.cz. [online]. 2018. [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: <https://www.mpo.cz/cz/zahranicni-obchod/mezinarodni-organizace-a-obchod/uncitral/uncitral-e-commerce/verejna-konzultace-k-moznosti-zavedeni-elektronickeho-ekvivalentu-cenneho-papiru--ktery-neni-investicnim-nastrojem--234448/>.
47. Vypátrejte své akcie z kuponovky. Ladem leží ještě miliardy korun. In: idnes.cz [online]. 2011 [cit. 28. 2. 2019]. Dostupné z WWW: [https://www.idnes.cz/finance/investovani/vypatretejte-sve-akcie-z-kuponovky-ve-hrejsou-miliardy-korun.A111114\\_153701\\_inv\\_bab](https://www.idnes.cz/finance/investovani/vypatretejte-sve-akcie-z-kuponovky-ve-hrejsou-miliardy-korun.A111114_153701_inv_bab).

### **Seznam použitých evropských právních předpisů**

1. Prováděcí nařízení Komise (EU) č. 1247/2012 ze dne 19. prosince 2012, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o formát a četnost vykazování obchodů do registrů obchodních údajů podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů.
2. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012.
3. Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnic 98/26/ES a 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 236/2012.
4. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2016/679 ze dne 27. dubna 2016 o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů a o volném pohybu těchto údajů a o zrušení směrnice 95/46/ES (obecné nařízení o ochraně osobních údajů).
5. Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/389 ze dne 11. listopadu 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014, pokud jde o parametry pro výpočet peněžitých sankcí za selhání vypořádání a činnosti centrálních depozitářů v hostitelských členských státech.
6. Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/390 ze dne 11. listopadu 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014, pokud jde o regulační technické normy pro určité obezřetnostní požadavky na centrální depozitáře cenných papírů a určené úvěrové instituce poskytující bankovní doplňkové služby.
7. Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/391 ze dne 11. listopadu 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014, pokud jde o regulační technické normy dále upřesňující obsah zpráv o internalizovaném vypořádání.

8. Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/392, ze dne 11. listopadu 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014, pokud jde o regulační technické normy v oblasti povolování, dohledu a provozních požadavků kladených na centrální depozitáře cenných papírů.
9. Prováděcí nařízení Komise (EU) 2017/393 ze dne 11. listopadu 2016, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o vzory a postupy pro podávání zpráv a předávání informací o internalizovaném vypořádání podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014.
10. Prováděcí nařízení Komise (EU) 2017/394 ze dne 11. listopadu 2016, kterým se stanoví prováděcí technické normy pro standardní formuláře, vzory a postupy pro povolování, prověřování a vyhodnocování centrálních depozitářů cenných papírů, pro spolupráci orgánů domovského a hostitelského členského státu, pro konzultaci orgánů, které se podílejí na udělování povolení poskytovat bankovní doplňkové služby, postupy zajištění přístupu, na nichž se podílejí centrální depozitáři cenných papírů, a prováděcí technické normy pro formát evidence, kterou musejí centrální depozitáři cenných papírů vést podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014.
11. Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2018/1229 ze dne 25. května 2018, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014, pokud jde o regulační technické normy pro zajištění disciplíny při vypořádání.
12. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 98/26/ES ze dne 19. května 1998, o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry.
13. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003, o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES.
14. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/87/ES ze dne 13. října 2003 o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství.
15. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS.
16. Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES ze dne 26. října 2005 o předcházení zneužití finančního systému k praní peněz a financování terorismu.
17. Směrnici Komise 2006/70/ES ze dne 1. srpna 2006, kterou se stanoví prováděcí opatření ke směrnici Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES, pokud se jedná o definici politicky exponovaných osob a technická kritéria pro zjednodušené postupy hloubkové kontroly klienta a pro výjimku na základě finanční činnosti vykonávané příležitostně nebo ve velmi omezené míře.
18. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES.
19. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.

## Seznam použitých českých právních předpisů

1. Vyhláška ČNB č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů ve znění pozdějších předpisů.
2. Vyhláška č. 212/2010 Sb., způsobu stanovení výše vynaložených věcných nákladů a způsobu jejich úhrady při poskytování údajů centrálním depozitářem a osobou, která vede samostatnou evidenci investičních nástrojů.
3. Zákon č. 141/1961 Sb., trestní řád.
4. Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách.
5. Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.
6. Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.
7. Zákon č. 6/1993 Sb., o české národní bance.
8. Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu.
9. Zákon č. 106/1999 Sb., o svobodném přístupu k informacím.
10. Zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon.
11. Zákon č. 133/2000 Sb., o evidenci obyvatel a rodných číslech a o změně některých zákonů.
12. Zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech.
13. Zákon č. 143/2001 Sb., o ochraně hospodářské soutěže a o změně některých zákonů.
14. Zákon č. 477/2001 Sb., o obalech a o změně některých zákonů.
15. Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.
16. Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.
17. Zákon č. 500/2004 Sb., správní řád.
18. Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.
19. Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník.
20. Zákon č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob.
21. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.
22. Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích.
23. Zákon č. 91/2012 Sb., o mezinárodním právu soukromém.
24. Zákon č. 383/2012 Sb., o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů.
25. Zákon č. 292/2013 Sb., o zvláštních řízeních soudních.
26. Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.
27. Zákon č. 304/2013 Sb., o veřejných rejstřících právnických a fyzických osob.
28. Zákon č. 134/2016 Sb., o zadávání veřejných zakázek.

## **Seznam použitých zahraničních právních předpisů a mezinárodních smluv**

1. Britský zákon Financial Services and Markets Act 2000.
2. Britský zákon The Uncertificated Securities Regulations 2001.
3. Estonský zákon Väärtpaberituru seadus, RT I 2001, 89, 532.
4. Finský zákon 14.12.2012/747.
5. Francouzský zákon Code monétaire et financier.
6. Haagská úmluva upravující otázky rozhodného práva v případech některých práv týkajících se dematerializovaných cenných papírů ze dne 5. července 2006.
7. Modelový zákon UNCITRAL o elektronických převoditelných instrumentech.
8. Německý zákon Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz) vom 9. September 1998, BGBl. I S. 2776.
9. Polský zákon Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.
10. Švýcarský zákon Bundesgesetz 220 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht).
11. Švýcarský zákon Bundesgesetz 957.1 über Bucheffekten.
12. Ženevská úmluva UNIDROIT o hmotněprávních pravidlech týkajících se nepřímo držení cenných papírů ze dne 9. října 2009.

## **Judikatura, stanoviska a prameny obdobné povahy**

1. Nález Ústavního soudu ze dne 3. listopadu 2000, sp. zn. IV. ÚS 136/99.
2. Rozsudek Soudního prvního stupně Evropských Společenství ze dne 9. září 2009, Clearstream Banking AG a Clearstream International SA vs. Komise Evropských společenství, sp. zn. T-301/04, zveřejněný ve sbírce rozhodnutí 2009, vložka II-03155.
3. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 6. září 2000, sp. zn. 29 Cdo 901/2000.
4. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 30. října 2002, sp. zn. 29 Odo 314/2001.
5. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 15. listopadu 2004, sp. zn. 29 Odo 338/2004.
6. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 24. června 2009, sp. zn. 29 Cdo 3197/2008.
7. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 25. srpna 2009, sp. zn. 29 Cdo 3132/2008.
8. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 30. července 2009, sp. zn. 29 Cdo 3570/2008
9. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 30. července 2009, sp. zn. 29 Cdo 3571/2008.
10. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 20. října 2009, sp. zn. 29 Cdo 5053/2008.
11. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 20. října 2009, sp. zn. 29 Cdo 5239/2008.
12. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 21. října 2009, sp. zn. 29 Cdo 229/2009.
13. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 24. února 2010, sp. zn. 29 Cdo 5196/2008.
14. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 24. září 2012, sp. zn. 29 Cdo 203/2009.
15. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 31. ledna 2013, sp. zn. 29 Cdo 4571/2010.

16. Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 25. ledna 2015, sp. zn. 29 Cdo 4272/2011.
17. Rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 24. března 1998, sp. zn. 5 Cmo 423/97.
18. Rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 14. července 2004, sp.zn. 5 Cmo 82/2004.
19. Usnesení Ústavního soudu ČR ze dne 19. února 2014, sp. zn. II.ÚS 327/14.
20. Usnesení Ústavního soudu ČR ze dne 17. února 2015, sp. zn. II.ÚS 3319/14.
21. Usnesení Ústavního soudu ČR ze dne 12. listopadu 2015, sp. zn. II. ÚS 2926/15.
22. Usnesení Ústavního soudu ČR ze dne 31. března 2016, sp. zn. I.ÚS 548/15.



# **Zákonná evidence investičních nástrojů v evropské a komparativní perspektivě**

## **Abstrakt**

Předkládaná práce se zabývá problematikou právního úpravy evidence investičních nástrojů v kontextu českého právního řádu a práva Evropské unie. Cílem práce je poskytnout detailní teoretický vhled do problematiky úpravy evidence investičních nástrojů v pozitivním právu, a to s přihlédnutím k aktuálním otázkám, které lze označit za relevantní z pohledu praxe. Práce se přiměřeně věnuje také otázkám perspektivy vývoje uvedeného tématu v kontextu legislativní činnosti na unijní úrovni a rovněž s přihlédnutím k aktuálním praktickým trendům v oblasti finančního trhu. Práce je rozdělena do šesti kapitol. První dvě kapitoly se zabývají obecnými teoretickými otázkami, které se samotným tématem práce úzce souvisí, především pak vymezením problematiky investičních nástrojů a evidence investičních nástrojů v kontextu právní a ekonomické teorie a vysvětlení jejich významu. Druhá kapitola se přiměřeně věnuje problematice imobilizovaných a zaknihovaných cenných papírů v podobě, jak je upravena v českém právním řádu. Třetí kapitola charakterizuje evidenci investičních nástrojů jako institut *sui generis* a následně se zaměřuje na dva její základní druhy, centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů a samostatnou evidenci investičních nástrojů. A to rovněž s přihlédnutím k právní úpravě v unijním nařízení CSDR. Čtvrtá kapitola je věnována problematice vymezení subjektů oprávněných k vedení uvedených evidencí investičních nástrojů a také evidencí navazujících na evidence investičních nástrojů. Pozornost je přitom zaměřena především na centrálního depozitáře, který lze označit za nejvýznamnější z uvedeného okruhu subjektů. A konečně kapitola pátá představuje reflexi návrhů *de lege ferenda*, přičemž tato reflexe je přiměřeným způsobem předkládána i v rámci ostatních kapitol, při přiměřeném zohlednění komparace se zahraničními právními řády. V závěru práce jsou poskytnuty odpovědi na výzkumné otázky položené v úvodu práce a rovněž je provedeno finální stručné zhodnocení stávající právní úpravy.

**Klíčová slova:** centrální depozitář, evidence investičních nástrojů, investiční nástroj

# **Registrar of investment instruments in the European and comparative perspective**

## **Abstract**

The submitted thesis deals with the regulation of a registrar of investment instruments in the context of the relevant Czech and European Union laws. The aim of this dissertation is to provide a theoretical insight into the issues of regulation of investment instruments within the statutory and case law, taking into account current issues that are relevant from the practical point of view. This thesis also adequately addresses the prospects of a legislative development of activities on the European Union level and it reflects some practical trends in the financial markets sector. The first two chapters deal with general and theoretical issues that are closely related to the main topic of the thesis. They specifically focus on a definition of investment instruments and its registrar in the current jurisprudence and economic science, and also include a detailed explanation of the significance of these two subjects. The second chapter also adequately addresses the legal aspects of investment instruments, immobilized securities and book-entry securities in line with the relevant Czech laws. The third chapter provides a detailed legal analysis of relevant laws and regulations of the registrar of investment instruments. Firstly, it covers a general analysis and subsequently it describes the following two types of investment instruments: the central registrar of book-entry securities and the independent registrar of investment instruments. The reflection of relevant legislation in the European Union laws, specifically the CSDR regulation has been also considered. The fourth chapter analyses the issue of entities authorized to maintain the registrar of investment instruments and it also deals with other registrars that are associated with the original one. The attention is especially paid to a central securities depository which is the most important subject on the list. Finally, the fifth chapter provides the 'de lege ferenda' reflection of the above-mentioned issues whereas it is also briefly presented in previous chapters. The final reflection is partly based on considerations of relevant provisions and institutes in foreign laws. In the conclusion part, the research questions given in the introduction are answered and a short evaluation of current regulation is provided.

**Key words: central securities depository, registrar of investment instruments, investment instrument**