

**UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE**

**Právnická fakulta**

Katedra finančního práva a finanční vědy

**Aktuální právní problematika  
zaknihovaných cenných papírů v České  
republice**

Diplomová práce

**Aneta Valentová**

Vedoucí diplomové práce:

JUDr. Petr Kotáb

Praha, prosinec 2009

## **Prohlášení**

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracovala samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených.

V Praze 16. prosince 2009

Aneta Valentová

## **Poděkování**

Ráda bych tímto poděkovala vedoucímu mé diplomové práce panu JUDr. Petru Kotábovi za cenné připomínky a účinnou pomoc při zpracování této práce.

V Praze 16. prosince 2009

Aneta Valentová

# Obsah

Úvodem.....	6
1 Zaknihované cenné papíry .....	9
1.1 Pojem, vznik a vývoj .....	9
1.1.1 Cenný papír – teoreticko-právní vymezení pojmu; práva spojená s cenným papírem .....	9
1.1.2 Vznik a vývoj cenných papírů .....	11
1.1.3 Zákonná definice pojmů cenný a zaknihovaný cenný papír v českém právním řádu; zastupitelnost cenných papírů.....	14
1.2 Prameny právní úpravy.....	16
1.3 Vydávání zaknihovaných cenných papírů .....	18
1.4 Přeměny podoby cenných papírů.....	19
1.4.1 Přeměna listinného cenného papíru na zaknihovaný.....	20
1.4.2 Přeměna zaknihovaného cenného papíru na listinný.....	21
1.5 Imobilizované cenné papíry.....	22
2 Evidence zaknihovaných cenných papírů v České republice: od Střediska cenných papírů k centrálnímu depozitáři .....	25
2.1 Obecně k systémům vedení evidence cenných papírů: role centrálních depozitářů v zahraničních jurisdikcích a nepřímá držba cenných papírů .....	25
2.1.1 Fiduciární opatrování cenných papírů .....	26
2.2 Základní rysy evidence vedené Střediskem cenných papírů .....	28
2.3 Východiska a cíle nové právní úpravy kapitálového trhu.....	30
2.4 Přejícné ustanovení § 202 odst. 1 ZPKT a jeho výklad.....	32
2.5 Postup při přebírání evidencí vedených Střediskem cenných papírů centrálním depozitářem.....	34
3 Evidence investičních nástrojů podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu ....	40
3.1 Druhy evidencí investičních nástrojů .....	40
3.1.1 Centrální evidence cenných papírů.....	42
3.1.2 Samostatná evidence investičních nástrojů.....	44
3.1.3 Evidence emise .....	48
3.2 K osobám vedoucím evidenci investičních nástrojů.....	49
3.2.1 Centrální depozitář cenných papírů .....	50
3.2.2 Účastnický princip .....	53
3.2.3 Další osoby oprávněné vést evidenci investičních nástrojů: obchodníci s cennými papíry a investiční společnosti.....	55
3.3 Právní vztahy vznikající při vedení evidence investičních nástrojů .....	57
3.4 Zaknihovaný cenný papír v evidenci investičních nástrojů.....	60
3.4.1 K vlastnickému právu k zaknihovanému cennému papíru a jeho převodu .....	60
3.4.2 Obsah zaknihování a údaje evidované na majetkových účtech.....	61

3.4.3	Právní povaha zápisů do evidence zaknihovaných cenných papírů .....	62
4	Cenné papíry v mezinárodním právu soukromém .....	65
4.1	Přímá a zprostředkovaná držba cenných papírů .....	65
4.2	Cenné papíry v právních vztazích s mezinárodním prvkem .....	67
4.2.1	Určení rozhodného práva .....	67
4.2.2	Věcný statut cenných papírů: lex rei sitae, look-through approach a metoda PRIMA .....	68
4.3	Problematika zprostředkovaně držených cenných papírů v komunitárním a mezinárodním právu .....	71
4.4	Cenné papíry v českém mezinárodním právu soukromém .....	74
	Závěrem .....	77
	Seznam použitých zkratk .....	81
	Použitá literatura .....	82
	Summary .....	85
	Klíčová slova / Keywords .....	88

## Úvodem

Rozsáhlá rekodifikace práva kapitálového trhu, provedená v dubnu 2004 v souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie, přinesla řadu změn také do právní úpravy zaknihovaných cenných papírů. Za změnu zásadní povahy lze označit zejména novou koncepci vedení evidence zaknihovaných cenných papírů představenou zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Částečně decentralizovaná evidence, jež poprvé v krátké historii českého kapitálového trhu počítala také se zřizováním účtů cenných papírů pro jinou osobu než jejich vlastníka, měla nahradit v mnohých ohledech překonanou evidenci zaknihovaných cenných papírů vedenou Střediskem cenných papírů. Avšak v důsledku průtahů provázejících vznik centrálního depozitáře, subjektu ze zákona pověřeného vedením nové evidence, nedošlo prozatím k jejímu konstituování. Více jak pět let od nabytí účinnosti zákona o podnikání na kapitálovém trhu jsou zaknihované cenné papíry stále vedeny v evidenci Střediska cenných papírů podle zrušených ustanovení Hlavy IV zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění účinném do 30. dubna 2004.

Ohlasy provázející přijetí nové právní úpravy zaknihovaných cenných papírů nebyly kladné. Zákonodárci byla vytýkána zásadní nepromyšlenost a neprovázanost jednotlivých ustanovení upravujících vedení evidence, často také logické nepřesnosti a chyby. Řada z těchto výtek byla posléze reflektována četnými novelizacemi zákona o podnikání na kapitálovém trhu, některé sporné aspekty však zůstaly i přes celkové zkvalitnění předmětné právní úpravy nezměněny. Odborná literatura zabývající se novým pojetím vedení evidence zaknihovaných cenných papírů není rozsáhlá. Navíc byla vesměs psána krátce po přijetí nové reglementace, nereflektuje tudíž legislativní změny, k nimž v oboru mezitím došlo – některé závěry a hodnocení se v podmínkách platného práva již neuplatní, naopak novelizace vyvolaly nové právní otázky.

Cílem této diplomové práce je popsanou mezeru v právnické literatuře alespoň částečně zaplnit a poskytnout čtenáři komplexní rozbor platné právní úpravy zaknihovaných cenných papírů v českém právu. Domnívám se přitom, že potřeba podrobné analýzy je o to aktuálnější, vezmeme-li v úvahu, že po letech napjatého očekávání došlo v srpnu tohoto roku ke zřízení centrálního depozitáře cenných papírů, přičemž spuštění nové evidence zaknihovaných cenných papírů lze očekávat

v závislosti na připravenosti účastníků kapitálového trhu již v průběhu roku 2010.

Práce je rozdělena do čtyř obsahově na sebe navazujících kapitol. Kapitola první je věnována obecným otázkám zaknihovaných cenných papírů, zejména teoreticko-právní podstatě institutu, kvalifikaci subjektivních práv s ním spojených, vydávání zaknihovaného cenného papíru a procesu přeměny jeho podoby.

Druhá a třetí kapitola se zabývají právní problematikou evidence zaknihovaných cenných papírů v českém právu. Rozbor platné právní úpravy začíná krátkou exkurzí mapující historii a principy fungování centrálních depozitářů v zahraničí, pozornost je zejména věnována nepřímé držbě cenných papírů a tzv. fiduciárnímu vlastnictví cenných papírů. Vzhledem k tomu, že právě systémy nepřímé držby se zákonodárce inspiroval při konstruování nové právní úpravy evidence zaknihovaných cenných papírů, je znalost těchto institutů klíčová pro pochopení a kritické zhodnocení nové reglementace. Práce dále stručně rozebírá postavení Střediska cenných papírů na kapitálovém trhu a základní charakteristiku jím vedené evidence zaknihovaných cenných papírů, přičemž zdůrazňuje ty problematické aspekty evidence, které vedly zákonodárce k přesvědčení o nutnosti její elementární proměny. Podrobný výklad je věnován přechodnému ustanovení § 202 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, jeho interpretačním úskalím a postupu při přebírání evidencí vedených Střediskem cenných papírů centrálním depozitářem cenných papírů.

Novému systému evidence investičních nástrojů zahrnujícího také evidence zaknihovaných cenných papírů se podrobně věnuje kapitola třetí. Výklad je rozdělen do čtyř podkapitol pojednávajících o jednotlivých aspektech systému. Začíná pojednáním o druzích a struktuře evidence investičních nástrojů, dále se zabývá osobami oprávněnými vést některou z evidencí, právními vztahy vznikajícími při vedení evidence, a je zakončen analýzou vlastního procesu zaknihování cenného papíru v příslušné evidenci a jeho úskalími. Jakkoliv není cílem této práce podrobněji pojednat o právní úpravě evidence zaknihovaných cenných papírů v pojetí Hlavy IV zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění účinném do 30. dubna 2004, nelze přehlédnout, že nová reglementace z této úpravy v mnoha ohledech vychází. Proto tam, kde komparace může napomoci lepšímu pochopení úmyslu zákonodárce a odpovídající interpretaci konkrétního ustanovení, bývá pojednáno také o dosavadním legislativním

řešení konkrétního problému.

Konečně čtvrtá a závěrečná kapitola této práce uvede čtenáře do složitě a v českém právu dosud nedostatečně upravené problematiky přeshraničních obchodů s cennými papíry a seznámí je se základními způsoby řešení souvisejících kolizně-právních otázek v českém, komunitárním a mezinárodním právu.

Text diplomové práce byl ukončen podle právního a faktického stavu ke dni 11. prosince 2009.



## **Zaknihované cenné papíry**

### **1.1 Pojem, vznik a vývoj**

Počátek užívání pojmu cenný papír se historicky pojí s kvalitativní změnou právního charakteru některých listin. Listiny, původně sloužící pouze jako důkazní prostředek o existenci určitých druhů právních vztahů, počaly být s daným právním vztahem natolik těsně spjaté, že příslušný právní vztah vznikal teprve vystavením příslušné listiny, jen jejím prostřednictvím mohla být práva z takového vztahu vykonávána nebo převedena a konečně pouze vrácením listiny dlužníkovi takový vztah zanikal. Teorie v této souvislosti hovoří o tzv. materializaci dotčených právních vztahů a o změně formálně právního významu takových listin na hmotně právní.<sup>1</sup> Pro skupinu listin, jimž byla společná výše popsaná inkorporace určitého subjektivního majetkového práva do listiny, se začalo záhy používat termínu cenné papíry.

#### **1.1.1 Cenný papír – teoreticko-právní vymezení pojmu; práva spojená s cenným papírem**

Cenné papíry se historicky vyvinuly jako cenné papíry listinné. Rané definice pojmu cenného papíru se tak soustřeďovaly na charakterizování cenného papíru skrz těsné sepětí určitého subjektivního práva s existencí hmotného substrátu, nejčastěji listiny. S rozvojem výpočetní techniky došlo v oblasti cenných papírů k novému fenoménu, k tzv. dematerializaci, tedy k odstranění hmotného substrátu cenného papíru. Následkem dematerializace není existence subjektivního práva již více závislá na fyzické existenci listiny, ale pojí se se záznamem v zákonem stanovené evidenci. Majitel dematerializovaného cenného papíru obdrží pouze výpis z evidence - jde však o listinu mající čistě formálně-právní význam; za cenný papír lze považovat jedině samotný zápis v evidenci. V tradičním pojetí je existence hmotného substrátu považována za bezpodmínečný znak každého cenného papíru, dematerializované cenné papíry však tento znak postrádají. Je proto předmětem odborné diskuze, zda cenné papíry v takové podobě lze vůbec ještě za cenné papíry považovat, či zda dematerializací došlo k natolik zásadní změně jejich podstaty, že se nejedná již

---

<sup>1</sup> *Příbyl, Z. Základy práva cenných papírů. Díl I. Praha : Nakladatelství V. Kvasnička, 1995, s. 7.*

o totožný právní institut.<sup>2</sup>

V literatuře se setkáváme s mnoha pokusy obecně definovat pojem cenného papíru; zároveň však řada autorů poukazuje na obtíže s takovými definicemi spojené, zejména na nemožnost postihnout jedinou definicí všechny podoby, formy a druhy cenných papírů. Tradičně se vyvinuly dva přístupy v nazírání na to, které listiny je možné považovat za cenné papíry. V současnosti převažujícím je tzv. „širší pojetí cenného papíru“, jež za cenný papír považuje takovou listinu, „s níž je spjato nějaké subjektivní soukromé majetkové právo a to takovým způsobem, že právě jen touto listinou se toto právo převádí, vykonává, zaniká a někdy i zakládá.“<sup>3</sup> Předložení či držení listiny je tedy klíčové pro výkon práva s listinou spojeného.<sup>4</sup> Menšinové užší pojetí pak za cenné papíry považuje pouze takové listiny, u nichž je právo převoditelné pouze specifickým způsobem, a to předáním cenného papíru nebo předáním spojeným s indosací. V tomto pojetí jsou za cenné papíry označovány pouze tzv. cenné papíry cirkulační (jinak nazývané též skriptury), tedy cenné papíry znějící na doručitele či na řad. Cenné papíry na jméno pak tento směr označuje za „listiny podobné cenným papírům.“<sup>5</sup> Lze shrnout, že v současné české právní vědě převládá názor, že cenným papírem se rozumí „písemný projev vůle (skripturní akt), se kterým je spojeno subjektivní právo takovým způsobem, že dispozice s tímto právem je možná jen současně spolu s dispozicí se skripturním aktem“,<sup>6</sup> přičemž nosičem takového skripturního aktu může být tradičně listina, ale i záznam v elektronické evidenci dematerializovaných cenných papírů.

Subjektivní právo inkorporované do nosiče skripturního aktu může mít různý charakter dle konkrétního druhu cenného papíru,<sup>7</sup> a ačkoliv obvykle sdílí osud svého

---

<sup>2</sup> Příbyl v této souvislosti uvádí příklad německé právní vědy, která pro zaknihované cenné papíry začala na konci šedesátých let minulého století používat termín „cenná práva“. Viz Příbyl, Z. *Základy práva cenných papírů*. Díl I. Praha : Nakladatelství V. Kvasnička, 1995, s. 37.

<sup>3</sup> Příbyl, Z. *Základy práva cenných papírů*. Díl I. Praha : Nakladatelství V. Kvasnička, 1995, s. 9.

<sup>4</sup> Dědič poukazuje na dvě úskalí širšího pojetí. Jako první úskalí vidí to, že u některých cenných papírů není výkon práva z cenného papíru nutně vázán na předložení listiny, ale může se pojit i k jiné právní skutečnosti (např. akcie na jméno). Druhé úskalí širšího pojetí vidí Dědič v tom, že mohou existovat práva, jež zákon jinak spojuje s cenným papírem, i před vydáním daného cenného papíru (např. u akcií či zatímních listů). Viz Dědič, J., Pauly, J. *Cenné papíry*. Praha : Prospektrum, 1994, s. 19.

<sup>5</sup> Dědič, J. a kol. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha : Prospektrum, 1999, s. 32.

<sup>6</sup> Dědič, J., Pauly, J. *Cenné papíry*. Praha : Prospektrum, 1994, s. 20.

<sup>7</sup> Právem inkorporovaným do cenného papíru může být právo závazkové, právo věcné – zejména vlastnické, popř. i zástavní, či právo účasti na podnikání nebo na majetku; vždy se však jedná o právo soukromoprávní povahy. Podle charakteru práva do cenného papíru vtěleného pak např. Dědič třídí cenné

nosiče, může být v některých případech převoditelné i samostatně (např. některá práva spojená s akciemi). Od práva vtěleného do cenného papíru (často užívaným obratem je „právo z cenného papíru“) je třeba odlišit subjektivní právo k cennému papíru jako k majetkové hodnotě. Právní povaha této majetkové hodnoty zůstávala v českém právu po určitou dobu sporná; zatímco listinné cenné papíry byly považovány za věc movitou, zaknihované cenné papíry byly pro neexistenci fyzického nosiče klasifikovány jako jiná majetková hodnota, popř. jako právo. Tento stav vedl k tomu, že bylo problematické bez dalšího označit subjektivní právo k cennému papíru jako právo vlastnické. Jednoznačnou odpověď přinesla až novela zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, provedená zákonem č. 362/2000 Sb. Podle novelizovaného ustanovení § 1 odst. 2 zákona se na cenné papíry vztahují ustanovení o věcech movitých, nestanoví-li zákon o cenných papírech nebo zvláštní právní předpis jinak. Z toho vyplývá, že dispozice s cenným papírem má formu dispozice s movitou věcí a právo k cennému papíru je právem věcným a absolutním, chráněným obdobně jako právo vlastnické.<sup>8</sup> V zákoně o podnikání na kapitálovém trhu přijatém v roce 2004 pak zákonodárce upustil od dosud používaného termínu „majitel cenného papíru“ a nahradil jej pojmem „vlastník cenného papíru“, pojmem korespondujícím s terminologií občanského zákoníku, který hovoří o vlastníkovi věci.<sup>9</sup> Na závěr zbývá podotknout, že pojetí cenných papírů jako věcí movitých je obvyklé také v zahraničních právních řádech a drží se jej i návrh nového občanského zákoníku, jenž cenné papíry systematicky řadí do hlavy čtvrté upravující věci a jejich rozdělení.<sup>10</sup>

### 1.1.2 Vznik a vývoj cenných papírů

Vznik a vývoj jednotlivých druhů cenných papírů vždy přirozeně odrážel potřeby konkrétního typu obchodního vztahu, jenž měl daný cenný papír ulehčit,

---

papíry na papíry věcněprávní, obligační a podílnické. Více viz *Dědič, J. a kol.* Právo cenných papírů a kapitálového trhu. Praha : Prospektrum, 1999, s. 46-47.

<sup>8</sup> *Švestka, J., Spáčil, J., Škárková, M., Hulmák, M. a kol.* Občanský zákoník I. §1-459. Komentář. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2008, s. 583; *Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.* Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání. Praha : C. H. Beck, 2005, s. 20-21.

<sup>9</sup> *Vládní návrh zákona o podnikání na kapitálovém trhu : Důvodová zpráva : Obecná část, bod 2.5* [online]. 2003 [cit. 2009-11-21]. Sněmovní tisk č. 522/0, 4. volební období. Dostupný z WWW: <<http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=522&CT1=0>>.

<sup>10</sup> *Vládní návrh občanského zákoníku* [online]. 2009 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW: <[http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni\\_navrh\\_obcanskeho\\_zakoniku\\_LRV\\_090430\\_final\\_s%20obsahem.pdf](http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni_navrh_obcanskeho_zakoniku_LRV_090430_final_s%20obsahem.pdf)>.

a hospodářsko-politický kontext daného historického období. I přes různorodost potřeb obchodního styku lze dle Příbyla najít základní potřebu společnou všem obchodním vztahům, a to snadné, rychlé a bezpečné přemísťování peněžních prostředků.<sup>11</sup> Dědič zdůrazňuje právní funkci cenných papírů, soudě, že „konkrétní druhy cenných papírů vznikaly za účelem urychlení oběhuschopnosti subjektivních práv a zvýšení právní jistoty a bezpečnosti účastníků soukromoprávních vztahů.“<sup>12</sup>

První předchůdce cenných papírů lze nalézt již ve starověku, a to v podobě jednoduchých poukázek či potvrzení, v nichž dlužníci uznávají svůj závazek vůči věřiteli. Formalizované římské právo rozvoji cenných papírů spíše bránilo, zato ve středověku již dochází k výraznějšímu rozšíření okruhu listin spjatých s určitým nárokem. Nemalý vliv na tomto vývoji měly jednak křížové výpravy a s nimi spojená potřeba nobility zajistit si finanční prostředky k jejich vedení (např. vydáváním dluhopisů v podobě tzv. generálních úvěrových listů), jednak související rozmach mezinárodního obchodu a bankovníctví.

Za první skutečné cenné papíry jsou nicméně často považovány až směnky,<sup>13</sup> vyvinuté během 12. století v obchodní praxi severoitalských městských republik. O něco mladším instrumentem je pak šek (poukazy právní povahou příbuzné šekům se poprvé objevují v německých knížectvích 13. století). Doba významných zámořských objevů 15. a 16. století pak přirozeně stimulovala vznik a vývoj dispozičních cenných papírů jako skladištní list a konosament, reflektující potřeby vzrůstajícího teritoriálního záběru mezinárodního obchodu. Právě v tomto období byl pak dle obecného soudu v hrubých rysech dokončen vývoj většiny cenných papírů, s výjimkou papírů korporálních. Ty se významněji uplatnily až s rozmachem průmyslové výroby a bývají tak považovány za nejmladší typ cenných papírů.<sup>14</sup>

S nárůstem objemu vydávaných cenných papírů byli investoři nuceni vypořádat se s určitými specifiky obchodování s listinnými cennými papíry. K dispozici s právem z cenného papíru bylo nutné takový papír fyzicky předložit, což s sebou neslo rizika spojená s možnou ztrátou či zničením; majitelé své cenné papíry proto čím dál častěji

---

<sup>11</sup> Příbyl, Z. *Základy práva cenných papírů*. Díl I. Praha : Nakladatelství V. Kvasnička, 1995, s. 16.

<sup>12</sup> Dědič, J. a kol. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha : Prospektrum, 1999, s. 29.

<sup>13</sup> Dědič, J. a kol. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha : Prospektrum, 1999, s. 29.

<sup>14</sup> Příbyl, Z. *Základy práva cenných papírů*. Díl I. Praha : Nakladatelství V. Kvasnička, 1995, s. 16.

svěřovali do úschovy třetím osobám.<sup>15</sup> Kromě většího zabezpečení cenných papírů však úschova přinášela dodatečné náklady a komplikovala výkon práv spojených s uschovaným papírem, zejména obchodování s ním. Postupně tak dochází k tomu, že schovatel vystavuje majiteli potvrzení o uschování cenného papíru, jímž se majitel za určitých okolností může prokázat a prostřednictvím něhož může pak i se svým cenným papírem disponovat, aniž by tento cenný papír byl nucen z úschovy fyzicky vyzvednout. Akceptováním myšlenky, že cenný papír může existovat i bez svého listinného substrátu, pokud je ten nahrazen záznamem v určité evidenci, byl pak učiněn první krok k dematerializaci cenných papírů. Následně začali ukládat jimi vydané listinné cenné papíry sami emitenti; vývoj ke zcela dematerializovanému cennému papíru byl pak završen v okamžiku, kdy tito emitenti – zejména ve snaze snížit náklady na tisk a zabezpečení - přestali vydávat listinné cenné papíry úplně a jednotlivé emise pouze zaznamenávali v jimi vedených evidencích.

Rozvoj dematerializovaných cenných papírů je celosvětově spojován s rozvojem výpočetní techniky. V zahraničí se dematerializace prosadila především při vydávání vládních cenných papírů a cenných papírů veřejnoprávních korporací, není pak úplně typická pro emise cenných papírů vydávaných soukromoprávními subjekty. V českém právním prostředí bylo vydávání dematerializovaných cenných papírů (pod označením zaknihované cenné papíry) umožněno zákonem o cenných papírech;<sup>16</sup> v důsledku kupónové privatizace se pak zaknihované cenné papíry staly v České republice dominantní (již krátce po nabytí účinnosti zákona o cenných papírech bylo ve Středisku cenných papírů zřízeno bezmála šest miliónů účtů majitelů cenných papírů<sup>17</sup>).

---

<sup>15</sup> Ztracené či zničené listinné cenné papíry lze v současnosti nahradit prostřednictvím tzv. umoření. Jde nicméně o poměrně mladý institut: např. ve francouzském právu bylo umoření cenných papírů umožněno až na konci 19. století v souvislosti s tím, že během tzv. povstání komunardů byla zničena většina cenných papírů v zemi. Viz *Dědič, J., Pauly, J. Cenné papíry*. Praha : Prospektrum, 1994, s. 88.

<sup>16</sup> *Elek, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. Právní rozhledy*. 2002, roč. 10, č. 8, s. 360-367.

<sup>17</sup> *Pauly, J. Komentář k zákonu o cenných papírech*. Praha : Orac, 1998, s. 235.

### 1.1.3 Zákonná definice pojmů cenný a zaknihovaný cenný papír v českém právním řádu; zastupitelnost cenných papírů

Český právní řád, obdobně jako většina evropských právních řádů, neobsahuje obecně aplikovatelnou definici cenného papíru.<sup>18</sup> Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů (dále také „zákon o cenných papírech“ a „ZCP“), jímž byla obecně upravena problematika cenných papírů v českém právu, pouze poskytuje demonstrativní výčet druhů cenných papírů. Na rozdíl od právní úpravy platné do 11. července 2002, kdy byly za cenné papíry považovány pouze ty listiny, o nichž to právní předpis výslovně prohlásil, může být v současné době označen jako cenný papír také instrument, jenž naplní výše popsané teoreticko-právní znaky cenného papíru, ovšem bez nutnosti současného uznání za cenný papír v právním předpisu. Taková regulace lépe odpovídá požadavkům praxe: nový druh finančního instrumentu s náležitými znaky nemusí čekat na právní kvalifikaci v legislativním procesu, nýbrž automaticky podléhá režimu cenných papírů.<sup>19</sup>

Návrh nového občanského zákoníku, do něhož má být dle záměru do budoucna vtělena obecná úprava cenných papírů, upouští od dosud zastávaného přístupu a legální definici cenného papíru obsahuje. V § 485 konkrétně stanoví, že „cenný papír obsahuje práva, která jsou s ním vzhledem k jeho povaze spojena takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez cenného papíru uplatnit.“ V důvodové zprávě autoři návrhu upřesňují, že jde o pojmové vymezení opírající se jednak o závěry tuzemské právní doktríny, jednak o analýzu švýcarské, italské a ruské právní úpravy.<sup>20</sup> Z teoreticko-právního hlediska se použité vymezení hlásí – s určitou modifikací – k širšímu pojetí cenného papíru tak, jak bylo popsáno výše v této práci (viz oddíl 1.1.1).<sup>21</sup>

---

<sup>18</sup> Definice obsažené v některých zákonech, např. v § 1 zákona č. 219/1995 Sb., devizového zákona, ve znění pozdějších předpisů, slouží výlučně pro účely daného předpisu a nejsou obecně použitelné.

<sup>19</sup> Úřední sdělení České národní banky ze dne 10. září 2007 k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem. Věstník ČNB. 2007, č. 21, s. 3-5. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2007/download/v\\_2007\\_21\\_24207540.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2007/download/v_2007_21_24207540.pdf)>.

<sup>20</sup> *Vládní návrh občanského zákoníku : Důvodová zpráva : k § 485 až 492* [online]. 2009 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW: <[http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Duvodova\\_zprava\\_OZ\\_LRV\\_090430\\_final.pdf](http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Duvodova_zprava_OZ_LRV_090430_final.pdf)>.

<sup>21</sup> Vliv závěrů J. Dědiče na použitou legální definici je jasně patrný. Dědič vždy poukazoval na problém klasického širšího pojetí cenného papíru, dle něhož je předpokladem výkonu práva spojeného s cenným papírem nutnost cenný papír předložit, což ale není možné tehdy, jsou-li určitá práva spojená s cenným

Na rozdíl od obecné definice cenného papíru pojem zaknihovaný cenný papír v českém platném právu definován je, a to v § 91 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále také „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“ a „ZPKT“), jako zastupitelný listinný cenný papír, který byl nahrazen zápisem do zákonem stanovené evidence. Zastupitelnými cennými papíry pak jsou dle § 2 ZCP cenné papíry stejného druhu vydané jedním emitentem ve stejné formě a stejné podobě, pokud z nich vznikají stejná práva. Požadavek shodnosti se týká všech aspektů cenného papíru, tedy také například výše výnosů či doby splatnosti. Pauly rozlišuje zastupitelnost obecnou a konkrétní. Obecnou zastupitelností rozumí to, že některé druhy cenných papírů jsou způsobilé být nahrazeny jinými cennými papíry, aniž by se to jakkoli dotklo např. sféry majitele takových cenných papírů. Za takto obecně zastupitelné druhy cenných papírů pak považuje typicky akcie, podílové listy, dluhopisy a kupóny. Zastupitelnost konkrétní pak vyjadřuje podmínky, za kterých je možné určitý konkrétní kus cenného papíru ve smyslu § 2 ZCP nahradit jiným konkrétním kusem cenného papíru.<sup>22</sup>

Za právní úpravy platné do přijetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu bylo možné zaknihovat jen ty druhy cenných papírů, u nichž to zákon výslovně připouštěl; zastupitelnost cenných papírů nebyla pro zaknihování ze zákona relevantní. Z cenných papírů mohly být konkrétně zaknihovány akcie, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny a opční listy, tedy cenné papíry v zásadě obecně zastupitelné. V rovině konkrétní zastupitelnosti lze říci, že teoreticky bylo možné zaknihovat i cenné papíry nezastupitelné.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu s účinností od 1. května 2004 zrušil taxativní výčet zaknihovatelných druhů cenných papírů a explicitně stanovil, že zaknihovat lze pouze cenné papíry zastupitelné. Některé komentáře k nové právní úpravě v této souvislosti poukazovaly na to, že při přebírání evidence zaknihovaných cenných papírů od Střediska cenných papírů může nastat situace, kdy centrální depozitář nebude moci převzít určitou část evidence, a to právě pro nezastupitelnost cenných papírů v ní zaknihovaných.<sup>23</sup> Jako neodůvodněné označil takové obavy

---

papírem ještě před jeho vydáním. Tuto námitku definice obsažená v § 485 návrhu reflektuje. Viz *Dědič, J., Pauly, J. Cenné papíry*. Praha : Prospektrum, 1994, s. 19.

<sup>22</sup> *Pauly, J. Komentář k zákonu o cenných papírech*. Praha : Orac, 1998, s. 20-21.

<sup>23</sup> Viz např. *Hart, J., Pihera, V. Nová právní úprava kapitálového trhu*. Právní rozhledy. 2004, roč. 12, č. 11, s. 415.

například Pauly. Argumentoval tím, že praktický dopad změny právní úpravy není velký, a to proto, že ačkoliv za předchozí právní úpravy bylo zaknihování jednotlivých kusů nezastupitelných cenných papírů sice teoreticky možné, docházelo k němu pro nepraktičnost takového kroku pouze okrajově.<sup>24</sup> Spíše poukázal na jiné úskalí diskutované legislativní změny, a to na možnost, že v důsledku opuštění taxativního výčtu zaknihovatelných cenných papírů lze v budoucnu očekávat také požadavky na zaknihování dosud nestandardních druhů zastupitelných cenných papírů. Dle mého názoru nicméně existuje i další důvod, proč změna legální definice zaknihovaného cenného papíru nepředstavuje z hlediska přebírání evidence centrálním depozitářem vážnější problém. Požadavek na zastupitelnost zaknihovávaných cenných papírů vznáší § 91 ZPKT s účinností od 1. května 2004. Vztáhnout stejný požadavek na cenné papíry již evidované ve Středisku cenných papírů na základě platného zaknihování dle předešlé právní úpravy by ve svém důsledku odporovalo ústavně zakotvenému zákazu retroaktivity práva.<sup>25</sup> Dále, jelikož centrální depozitář bude evidenci zaknihovaných cenných papírů od Střediska cenných papírů pouze přebírat a nikoliv předmětné cenné papíry znovu zaknihovávat, nedomnívám se, že by případná nezastupitelnost již evidovaných cenných papírů představovala překážku převzetí evidence.

## **1.2 Prameny právní úpravy**

Právní úprava cenných papírů není v českém právním řádu vtělena do jediného právního předpisu, ale je značně roztržena. Obecné otázky týkající se cenných papírů upravuje zákon o cenných papírech a občanský a obchodní zákoník, vymáhání práv souvisejících s cennými papíry se řídí ustanoveními občanského soudního řádu. Jednotlivé druhy cenných papírů pak upravují jednak zvláštní zákony (např. zákon

---

<sup>24</sup> Pauly doslova považuje jiné než ojedinělé zaknihování nezastupitelných kusů cenných papírů ze samotné podstaty institutu zaknihování za absurdní. Jako jedinou představitelnou výjimku, v jejímž případě by dávalo zaknihování nezastupitelného cenného papíru smysl, uvádí případ tzv. zlatých akcií. Jelikož je však zlatá akcie považována z hlediska práva ES za nepřipustnou a její právní úprava v důsledku toho za neaplikovatelnou, dovozuje, že nejde o výjimku podstatnou. Viz *Pauly, J.* Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. *Právník*. 2005, roč. 144, č. 8, s. 861 a násl.

<sup>25</sup> Zákaz retroaktivity právních norem vlastní českému právnímu řádu dovodil Ústavní soud z čl. 1 Ústavy. Problematikou retroaktivitou se zabýval např. v nálezu Pl. ÚS 21/96, v němž judikoval, že „Vnik právních vztahů existujících před nabytím účinnosti nové právní normy, právní nároky, které z těchto vztahů vznikly, jakož i vykonané právní úkony, se řídí zrušenou právní normou (důsledkem opačné interpretace střetu právních norem by byla pravá retroaktivita). Aplikuje se tady princip ochrany minulých právních skutečností, zejména právních konání.“ Viz Pl. ÚS 21/96, Sb.n.u. sv. 7, str. 87, také č. 63/1997 Sb.



směnečný a šekový), jednak některé obecné zákony (především obchodní zákoník upravující akcie, zatímní listy aj.). Z právních předpisů upravujících fungování kapitálového trhu je ve vztahu k problematice zaknihovaných cenných papírů zásadní zákon o podnikání na kapitálovém trhu.

Do zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, byla původně vtělena jak obecná úprava cenných papírů a smluv o cenných papírech, tak problematika veřejnoprávní regulace služeb poskytovaných na kapitálovém trhu. Četné novely směřující jednak k harmonizaci českého práva s právem ES, jednak reflektující vývoj na kapitálovém trhu samotném, však časem ukázaly slabiny zákona. Terčem kritiky se stala především vlastní koncepce zákona o cenných papírech, kdy v jednom předpisu byly upraveny soukromoprávní i veřejnoprávní aspekty dané problematiky, jakožto i vzrůstající nepřehlednost a obtížná srozumitelnost předpisu.<sup>26</sup>

Popsané slabiny stávající právní úpravy mělo vyřešit přijetí zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Nový zákon komplexně upravil poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu a nahradil tak podstatnou část zákona o cenných papírech, z něhož v podstatě ponechal pouze obecná ustanovení týkající se cenných papírů a dále část věnovanou úpravě smluv o cenných papírech s tím, že obé bude výhledově upraveno v novém občanském zákoníku.<sup>27</sup> Zřejmě nejvýraznější změnou, kterou nový zákon přinesl, pak byla nová koncepce vedení evidencí investičních nástrojů. Zákon předjímal vznik nového subjektu – centrálního deponitáře, který měl nahradit Středisko cenných papírů a vést evidenci investičních nástrojů za odlišných podmínek, než jak byla vedena Střediskem cenných papírů. Avšak vzhledem k tomu, že ani více jak pět let po účinnosti zákona o podnikání na kapitálovém trhu<sup>28</sup> nezahájil centrální deponitář činnost spočívající ve vedení centrální evidence cenných papírů, přetrvává prozatím v platném právu kuriózní situace, kdy na základě ustanovení § 202 odst. 1 ZPKT vede evidenci zaknihovaných a imobilizovaných papírů nadále

---

<sup>26</sup> *Vládní návrh zákona o podnikání na kapitálovém trhu : Důvodová zpráva : Obecná část, bod 1.3.1.* [online]. 2003 [cit. 2009-11-21]. Sněmovní tisk č. 522/0, 4. volební období. Dostupný z WWW: <<http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=522&CT1=0>>.

<sup>27</sup> Dle návrhu nového občanského zákoníku by obecné otázky týkající se cenných papírů měl nadále upravovat § 485 a násl. zákoníku, úpravu jednotlivých smluv o cenných papírech by pak bylo možno nalézt pod konkrétním smluvním typem. *Vládní návrh občanského zákoníku [online]*. 2009 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW: <[http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni\\_navr\\_h\\_obcanskeho\\_zakoniku\\_LRV\\_090430\\_final\\_s%20obsahem.pdf](http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni_navr_h_obcanskeho_zakoniku_LRV_090430_final_s%20obsahem.pdf)>.

<sup>28</sup> Zákon o podnikání na kapitálovém trhu nabyl účinnosti dne 1. května 2004, v den shodný s dnem přistoupení České republiky k Evropské unii.

Středisko cenných papírů podle zrušené Hlavy IV zákona o cenných papírech (podrobněji k přechodnému ustanovení § 202 odst. 1 ZPKT viz podkapitola 1.9).

### ***1.3 Vydávání zaknihovaných cenných papírů***

Jako vydávání cenného papíru označuje právní teorie proces, během něhož se písemný projev vůle stává cenným papírem. Význam určení okamžiku vydání cenného papíru je značný, neboť až v ten moment dochází ke vzniku práv a povinností z cenného papíru.

Existují v zásadě dva názory na to, které právní skutečnosti vedou ke vzniku práv a povinností z cenného papíru. Zastánci tzv. kreační teorie považují za rozhodující jednostranný právní úkon, tedy vystavení cenného papíru, dle zastánců tzv. smluvní teorie jsou práva a povinnosti z cenného papíru založeny až smlouvou o vydání cenného papíru uzavřenou mezi výstavcem a prvním nabyvatelem cenného papíru. Lze říci, že smluvní teorie poskytuje větší ochranu emitentovi cenného papíru, jelikož práva a povinnosti nevznikají z emitentova písemného projevu vůle bez dalšího, nýbrž je jejich vznik podmíněn předáním vystaveného cenného papíru prvnímu nabyvateli. Ze smluvní teorie, resp. z její modifikace, vychází i platná česká právní úprava.<sup>29</sup>

Vydávání cenných papírů v platném právu upravuje § 5 zákona o cenných papírech. Stanoví, že cenný papír je platně vydán dnem, kdy splní všechny náležitosti pro něj zákonem stanovené a kdy se v souladu se zákonem stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele - listinné cenné papíry jsou proto vydány okamžikem jejich předání prvnímu nabyvateli, zaknihované pak okamžikem zápisu na příslušný účet vedený v centrální evidenci cenných papírů. Dle § 5 odst. 4 ZCP je platně vydán i ten cenný papír, při jehož vydávání byly porušeny náležitosti postupu nebo který se nestal zákonem předepsaným způsobem majetkem prvního nabyvatele, a to za podmínky, že byl jeho první, či kterýkoliv další, nabyvatel v dobré víře, že nabývá řádně vydaný cenný papír.

Náležitostmi postupu emitenta při vydávání zaknihovaných cenných papírů se alespoň v základních aspektech dříve zabýval § 5 odst. 4 až 6 ZCP, ve znění účinném do 30. dubna 2004. Ustanovení byla zrušena zákonem č. 257/2004 Sb., aniž by ovšem

---

<sup>29</sup> Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol. Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání. Praha : C. H. Beck, 2005, s. 67-70.

byla daná problematika upravena zákonem o podnikání na kapitálovém trhu. Postup při vydávání zaknihovaného cenného papíru tak v současnosti podrobně upravuje pouze čl. 36 Provozního řádu Střediska cenných papírů, upravit jej bude muset v rámci svého provozního řádu také centrální depozitář cenných papírů.<sup>30</sup> Vzhledem k povaze zaknihovaného cenného papíru, jehož konstituování je těsně spjato s provedením zápisu v centrální evidenci, se domnívám, že zvolené řešení, kdy je postup při vydávání zaknihovaného cenného papíru bez dalšího ponechán regulaci provoznímu předpisu, není optimální. Vhodnější by jistě bylo, pokud by existoval alespoň minimální zákonný rámec regulující postup emitenta a centrálního depozitáře při vydávání zaknihovaných cenných papírů tak, jak tomu bylo před účinností zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Závěrem bych ráda zdůraznila, že ode dne vydání cenného papíru je nutné odlišit datum emise cenného papíru, jež označuje den, kdy může dojít k vydání cenného papíru prvním nabyvateli, popř. k připsání cenného papíru na příslušný účet. Pojem emise totiž zákon o cenných papírech užívá nikoliv jako ekvivalent k pojmu vydání cenného papíru, ale jako označení pro soubor vzájemně zastupitelných cenných papírů vydaných emitentem na základě jednoho rozhodnutí.

#### **1.4 Přeměny podoby cenných papírů**

Podoba, v níž byl cenný papír emitován, nemusí být definitivní: zákon o podnikání na kapitálovém trhu umožňuje emitentovi iniciovat přeměnu vydaných zaknihovaných cenných papírů na listinné a naopak. Podrobnou úpravou obou typů přeměn se zabývají § 112 až 114 zákona, přičemž jde o úpravu částečně převzatou ze zákona o cenných papírech (k problematice plné aplikovatelnosti § 112 až 114 ZPKT před zahájením činnosti centrálního depozitáře viz podkapitola 1.9).

Přeměna podoby se týká pouze zastupitelných cenných papírů, protože jen ty mohou být – dle platné právní úpravy – nahrazeny zápisem do centrální evidence cenných papírů. Některé zvláštní zákony dále předepisují, že určité cenné papíry mohou být vydávány pouze v zákonem dané podobě – např. podle pojišťovacího zákona je

---

<sup>30</sup> Provozní řád Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s., schválený ČNB 14. srpna 2009, upravuje postup emitentů při vydávání zaknihovaných cenných papírů v čl. 32. Viz *Centrální depozitář cenných papírů, a.s. Provozní řád* [online]. 2009 [cit. 2009-11-30]. Dostupný z WWW: <[http://www.centraldepository.cz/CDCP\\_downloads/Rules\\_Regulation/CZ/CDCP\\_provozni\\_rad.pdf](http://www.centraldepository.cz/CDCP_downloads/Rules_Regulation/CZ/CDCP_provozni_rad.pdf)>.

tuzemská pojišťovna založená jako akciová společnost oprávněna vydávat akcie, s nimiž je spojené hlasovací právo, pouze v zaknihované podobě.<sup>31</sup> V takovýchto případech zákonem předepsanou podobu cenných papírů změnit nelze.

Ačkoliv zákon explicitně nestanoví, zda lze přistoupit k přeměně podoby pouze celé emise, podrobný rozbor předmětných ustanovení (např. § 112 odst. 4 ZPKT) mě vede k závěru, že přeměna podoby toliko u části emise možná není.

Zákon o cenných papírech ve znění účinném do 30. dubna 2004 počítal se zpřísněnou odpovědností emitenta za škodu vzniklou uskutečňováním přeměny podoby cenného papíru – emitent byl odpovědný za každou škodu, k níž uskutečňováním přeměny došlo, ledaže škodu způsobila jiná osoba. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu nicméně toto speciální ustanovení týkající se zpřísněné odpovědnosti emitenta za škodu ze zákona o cenných papírech nepřevzal. Vznikne-li uskutečňováním přeměny podoby cenného papíru škoda, bude se odpovědnost emitenta řídit obecným ustanovením o odpovědnosti za škodu vtěleným do § 194 odst. 4 ZPKT, který odkazuje na režim obchodního zákoníku. Platná právní úprava tak ve srovnání s dřívější zúžila odpovědnost emitenta za škodu vzniklou uskutečňováním přeměny cenného papíru – oproti předešlé široce konstruované odpovědnosti je emitent nyní odpovědný pouze za škodu, kterou způsobil porušením své povinnosti.

#### **1.4.1 Přeměna listinného cenného papíru na zaknihovaný**

Přeměna listinného cenného papíru na zaknihovaný probíhá ve dvou fázích. V první fázi dochází ke stahování listinných cenných papírů od jejich vlastníků, v druhé pak k jejich zaevidování centrálním deponitářem na vlastníky předem určené majetkové účty.

Rozhodnutí emitenta o přeměně listinných cenných papírů musí být ze zákona nejprve zveřejněno v Obchodním věstníku a způsobem umožňujícím dálkový přístup; takto uveřejněné rozhodnutí musí dále určit lhůtu, během níž jsou vlastníci dotčených listinných cenných papírů povinni tyto papíry odevzdat emitentovi. Lhůta k odevzdání cenného papíru nesmí být kratší než dva a delší než šest měsíců ode dne zveřejnění rozhodnutí o přeměně. Tato lhůta bude emitentem dodatečně prodloužena, je-li vlastník cenného papíru v prodlení s odevzdáním listinného cenného papíru.

---

<sup>31</sup> Ust. § 4 odst. 2 zákona 363/1999 Sb., o pojišťovnictví, ve znění pozdějších předpisů.

Po uplynutí lhůty k odevzdání cenných papírů nebo i před jejím uplynutím, byly-li odevzdány emitentovi všechny listinné cenné papíry, popř. po uplynutí dodatečné lhůty vyhlášené emitentem, požádá emitent centrální depozitář o zaevidování cenných papírů. Číslo majetkového účtu, na který má být konkrétní cenný papír zaevidován, sděluje vlastník cenného papíru při jeho odevzdání emitentovi. Zaevidováním v centrální evidenci je pak završena přeměna listinného cenného papíru na zaknihovaný.

Neodevzdané listinné cenné papíry jsou zaevidovány na zvláštním technickém účtu u centrálního depozitáře; také tyto papíry jsou přeměněny okamžikem zaevidování. Navíc jsou po marném uplynutí dodatečné lhůty k jejich odevzdání prohlášeny emitentem za neplatné a následně prodány prostřednictvím obchodníka s cennými papíry, popř. ve veřejné dražbě. Nespolupracující vlastníky cenných papírů zákon dále sankcionuje tím, že suspenduje jejich nárok na vydání výnosu z cenného papíru za dobu uplynulou ode dne, kdy skončila lhůta k odevzdání cenných papírů, až do odevzdání cenných papírů emitentovi.

#### **1.4.2 Přeměna zaknihovaného cenného papíru na listinný**

Také při přeměně zaknihovaného cenného papíru na listinný zákon ukládá emitentovi povinnost zveřejnit takové rozhodnutí jednak v Obchodník věstníku a způsobem umožňujícím dálkový přístup, jednak oznámit tuto skutečnost centrálnímu depozitáři a organizátorovi regulovaného trhu, na kterém je cenný papír přijat k obchodování. Na základě oznámení emitenta o plánované přeměně zaknihovaných cenných papírů je pak centrální depozitář povinen ve lhůtě 30 dnů od oznámení vyhotovit výpis ze své evidence obsahující zákonem stanovené údaje týkající se především emise a vlastníků dotčených cenných papírů. Od vyhotovení výpisu pak nesmí centrální depozitář ani majitel účtu zákazníků provést ve své evidenci žádný zápis týkající se cenného papíru, jehož podoba se přeměňuje. Zákaz zaručí emitentovi aktuální informace týkající se přeměňovaných cenných papírů, které emitent následně promítne do obsahu listinných cenných papírů.

Centrální depozitář zruší evidenci zaknihovaných cenných papírů ke dni stanovenému emitentem, nejdříve však ke dni vyhotovení výpisu a nejpozději do 30 kalendářních dnů od jeho vyhotovení. Lhůty jsou nastavené tak, aby na jedné straně zabránily případnému překotnému postupu ze strany emitenta, na straně druhé aby

neúměrně neprodlužovaly období, během něhož nemohou vlastníci přeměňovaných cenných papírů s nimi disponovat.<sup>32</sup>

Dnem zrušení evidence emise zaknihovaného cenného papíru vzniká vlastníkovi přeměněného cenného papíru právo na vydání listinného cenného papíru emitentem.<sup>33</sup> Po zrušení evidence emise zaknihovaného cenného papíru je emitent povinován bez zbytečného odkladu vyzvat vlastníky k převzetí listinných cenných papírů, a to jak zveřejněním výzvy v Obchodním věstníku a způsobem umožňujícím dálkový přístup, tak v případě cenných papírů na jméno a na řad též písemnou výzvou zaslanou na adresu sídla či trvalého pobytu. Lhůta k vyzvednutí listinných cenných papírů nesmí být kratší než dva a delší než šest měsíců. Pokud si vlastník nevyzvedne cenný papír ani v dodatečně prodloužené lhůtě, je cenný papír prodán prostřednictvím obchodníka s cennými papíry, popř. ve veřejné dražbě.

Důvody, které povedou emitenta k rozhodnutí změnit podobu vydaných cenných papírů mohou být samozřejmě různé. Ač v globálním měřítku je dematerializace cenných papírů čím dál častějším jevem, v českém prostředí lze vyzorovat i trend do jisté míry opačný, kdy se řada akciových společností rozhoduje pro přeměnu svých dosud zaknihovaných akcií na listinné. K takovému rozhodnutí může společnost vést například snaha o snížení nákladů akcionářů i emitenta spojených s vedením evidence emise a majetkových účtů ve Středisku cenných papírů, jednodušší převoditelnost listinných cenných papírů nezátížená poplatky nebo eliminace nespolupracujících akcionářů.<sup>34</sup>

## **1.5 Imobilizované cenné papíry**

Imobilizované cenné papíry představují určitý mezistupeň mezi cennými papíry listinnými a cennými papíry dematerializovanými: obecně je lze definovat jako listinné cenné papíry, které jsou emitentem uloženy do úschovy, přičemž majitelé těchto papírů s nimi mohou disponovat obdobně jako s dematerializovanými cennými papíry – skrz změny v evidenci schovatele (depozitáře) bez nutnosti fyzické dispozice s cenným papírem.

---

<sup>32</sup> Dědič, J., Pauly, J. Cenné papíry. Praha : Prospektrum, 1994, s. 119-121.

<sup>33</sup> Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol. Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání. Praha : C. H. Beck, 2005, s. 27.

<sup>34</sup> Srov. např. SEC Corporate, a.s. *Přeměna podoby akcií* [online]. 2007 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW: <<http://www.seccorporate.cz/premena-podoby-akcii/>>.

V zahraničí se vyvinuly různé formy imobilizace cenných papírů. Emitent může u depozitáře cenných papírů uložit jednotlivé konečné listinné cenné papíry nebo může u depozitáře uložit sběrnou listinu (global note), která reprezentuje celou emisi. V praxi zcela převládá druhá metoda imobilizace, tj. uložení sběrné listiny, protože tato metoda je levnější, jednodušší a efektivnější. Při obou typech uložení je nicméně velmi časté, že se uložení převádí na centrální depozitář právní vlastnictví k ukládaným cenným papírům<sup>35</sup> (podrobněji k otázce tzv. fiduciárního opatrování cenných papírů viz oddíl 1.6.1).

V českém právu se imobilizací rozumí hromadná úschova zastupitelných listinných cenných papírů jejich emitentem (§ 38 ZCP). Na takto uschované listinné cenné papíry se pak dle zákona mají přiměřeně použít ustanovení zvláštního právního předpisu o zaknihovaných cenných papírech – zvláštním právním předpisem je v daném případě míněn zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Imobilizované cenné papíry tak vytvářejí specifickou skupinu cenných papírů, které ač jsou co do své povahy listinné, podléhají (s určitými výjimkami) právnímu režimu zaknihovaných cenných papírů. Údaje o imobilizovaných cenných papírech tak ze zákona podléhají evidenci ve stejném rozsahu jako papíry zaknihované; tuto evidenci zatím stále vede, do zřízení centrálního depozitáře, Středisko cenných papírů. Také obchodování s imobilizovanými cennými papíry probíhá obdobně jako s cennými papíry zaknihovanými, a to registrací převodů na jednotlivých účtech. Na rozdíl od vlastníka zaknihovaného cenného papíru je však vlastník imobilizovaného cenného papíru oprávněn požadovat na emitentovi, aby mu bez zbytečného odkladu cenný papír v listinné podobě odevzdal (§ 38 odst. 3 ZCP).

Emitent může imobilizovat listinné cenné papíry již při jejich vydání; v takovém případě je listinný cenný papír vydán dnem předání listiny schovateli ve prospěch jejího vlastníka. Zákon o cenných papírech stanoví, že den zápisu v evidenci Střediska cenných papírů (centrálního depozitáře) se musí shodovat s dnem předání listiny schovateli. Emitent však může rozhodnout také o imobilizaci již vydaných listinných cenných papírů – v takovém případě se přiměřeně použijí ustanovení § 112 ZPKT upravující postup přeměny listinného cenného papíru na zaknihovaný.

Jak jsem již uvedla výše, v zahraničí převažující formou imobilizace je imobilizace tzv. sběrné či globální listiny. Také české právo umožňuje vydat taxativně

---

<sup>35</sup> Elek, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. Právní rozhledy. 2002, roč. 10, č. 8, s. 362.

stanovené druhy cenných papírů jako hromadné listiny nahrazující jednotlivé listinné cenné papíry (§ 5 odst. 3 ZCP). Na rozdíl od sběrných listin běžných v zahraničí však hromadná listina může znít pouze na jednoho nabyvatele a není tedy možné samostatně obchodovat s jednotlivými cennými papíry nahrazenými hromadnou listinou. Popsaný model běžný v zahraničí se tak v platném českém právu neuplatní pro nemožnost převodem dělit práva spojená s hromadnou listinou na podíly.

Zákonem neupravená zůstala i nadále otázka, zda se imobilizace cenných papírů musí týkat vždy celé emise či zda lze přistoupit také k imobilizaci její části. Při bližším zkoumání těch ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu, jejichž přiměřené použití na imobilizované cenné papíry připadá v úvahu, je patrné, že zákonodárce operuje s termínem emise zaknihovaných cenných papírů (viz např. § 111, § 112 ZPKT) ve smyslu souboru vzájemně zastupitelných cenných papírů. Dle § 2 ZCP je jedním ze znaků zastupitelnosti totožná podoba cenných papírů. Právě tento požadavek mě vede k závěru, že stejně tak jako z dikce § 112 ZPKT vyplývá, že emitent může přistoupit k přeměně podoby toliko u celé emise cenných papírů, analogicky lze dovodit, že také imobilizace se může týkat výhradně celé emise.

Závěrem stojí jistě za zmínku, že ačkoliv na mezinárodních kapitálových trzích je imobilizace cenných papírů obecně upřednostňována před jejich dematerializací, v českém prostředí je dle informací Střediska cenných papírů situace přesně opačná a k imobilizaci cenných papírů dochází pouze okrajově.



## **Evidence zaknihovaných cenných papírů v České republice: od Střediska cenných papírů k centrálnímu depozitáři**

Zatímco se první kapitola podrobně zabývala právně teoretickou podstatou dematerializovaných cenných papírů i konkrétní zákonnou úpravou tohoto institutu v českém právu, dosud nebylo mnoho řečeno o vlastní podobě zaknihování. Význam evidence zaknihovaných cenných papírů je přitom v českém prostředí o to větší, vezmeme-li v úvahu, že zákonodárce přistoupil v evropském srovnání k lehce revolučnímu pojetí dematerializovaného cenného papíru zcela postrádajícího hmotný substrát.

Základním rysem všech způsobů zaknihování je nahrazení listinného cenného papíru zápisem v určité evidenci. Konkrétní podobu evidence pak určují jednotlivé aspekty zaknihování cenných papírů, zejména kdo evidenci cenných papírů vede – zda emitent či jiná osoba – a zda existuje centrální evidence všech zaknihovaných cenných papírů v daném státě či nikoliv. Při posuzování evidence zaknihovaných cenných papírů v České republice je navíc třeba vzít v úvahu unikátní politicko-ekonomický kontext doby jejího vzniku, jenž determinoval specifickou podobu této evidence, podobu v mnoha ohledech odlišnou od evidencí cenných papírů běžných v zemích s vyspělými kapitálovými trhy.

### ***1.6 Obecně k systémům vedení evidence cenných papírů: role centrálních depozitářů v zahraničních jurisdikcích a nepřímá držba cenných papírů***

Centrální depozitář je subjekt známý většině států s rozvinutým kapitálovým trhem. Nabízí se srovnání s tuzemským Střediskem cenných papírů, avšak role zahraničních centrálních depozitářů a způsob jejich fungování se od Střediska cenných papírů v některých podstatných ohledech liší. Za vznikem centrálních depozitářů v zahraničí stála snaha zajistit bezpečné a efektivní obchodování s listinnými cennými papíry. Tradičním způsobem vypořádání těchto obchodů bylo fyzické předání listiny. S narůstajícím objemem obchodovaných nástrojů se ovšem nutnost fyzické manipulace s listinami stávala překážkou operativního obchodování. Investoři ztráceli zájem držet svoje cenné papíry přímo a nechávali je uložené u svých bank, které s takto svěřenými

cennými papíry na základě pokynů investora následně obchodovaly. Zatímco převod cenných papírů mezi zákazníky jedné banky se prakticky projevil výhradně ve vnitřní evidenci této banky, v případě převodu cenných papírů mezi zákazníky dvou různých bank musely být cenné papíry fyzicky převezeny z jedné banky do druhé, což se ovšem s dalším nárůstem objemu obchodovaných cenných papírů jevílo jako stále obtížnější. To banky vedlo k tomu, že začaly zřizovat tzv. centrální depozitáře – ve své podstatě též banky založené ostatními bankami proto, aby do nich mohly být uloženy veškeré obchodované cenné papíry jejich klientů, a tak odpadla nutnost fyzického převozu cenných papírů mezi bankami. Následně tedy i převod mezi klienty dvou různých bank mohl být proveden pouhou změnou záznamů – a to v evidenci bank na „účtech“ jejich klientů a v evidenci centrálního depozitáře na „účtech“ dotčených bank.<sup>36</sup> Zřízením centrálních depozitářů tak došlo k výraznému zjednodušení vypořádání obchodů s cennými papíry a k poklesu transakčních nákladů spojených s obchodováním.

Shrňeme-li výše popsaný vývoj, pak můžeme konstatovat, že instituciování centrálních depozitářů umožnilo rozvoj alternativního způsobu vypořádání obchodů s cennými papíry, jehož hlavní přínos spočíval v odstranění nutnosti manipulace s listinami. Jedná se o systém založený zpravidla na tzv. nepřímé držbě cenných papírů, v němž investor nedrží své cenné papíry přímo, ale prostřednictvím obvykle několika stupňové pyramidy prostředníků, na jejímž vrcholu stojí centrální depozitář mající investorovy cenné papíry ve fyzické detenci. Chce-li investor se svými cennými papíry nakládat, nedisponuje s nimi fyzicky, nýbrž skrze prostředníky nakládá s majetkovými právy k nim.<sup>37</sup>

Vzhledem k tomu, že v systémech nepřímé držby nedochází k fyzickému vypořádání cenných papírů, plní klíčovou roli evidence, které jednotliví prostředníci vedou o cenných papírech držených pro své zákazníky. Majetkové účty vyšších řádů, na nichž jsou vedeny cenné papíry držené pro jinou osobu než je majitel účtu, bývají označovány jako tzv. nominee účty. Právní zakotvenost tohoto typu účtu je pak podmínkou sine qua non fungování celého systému.

### **1.6.1 Fiduciární opatrování cenných papírů**

---

<sup>36</sup> Hart, J., Pihera, V. Nová právní úprava kapitálového trhu. Právní rozhledy. 2004, roč. 12, č. 11, s. 414.

<sup>37</sup> Pihera, V. K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům. Právník. 2004, roč. 143, č. 1, s. 82-83.

Právní vztahy mezi účastníky systému nepřímé držby bývají jednotlivými právními řády posuzovány různě. V některých jurisdikcích má centrální depozitář postavení druhotného schovatele. V jiných se ve snaze docílit ještě jednoduššího a operativnějšího obchodování s cennými papíry přistoupilo k tomu, že se obchodované cenné papíry převádějí do právního vlastnictví opatrovatele<sup>38</sup> (např. centrálního depozitáře). Konečný investor tak zůstává vlastníkem cenných papírů pouze v ekonomickém smyslu. Právní, či také fiduciární vlastník cenné papíry drží a vykonává svým jménem práva spojená s opatrovanými cennými papíry, ovšem nečiní tak ve svůj vlastní prospěch, ale právě na účet investora, s nímž je smluvně zavázán, že na něj převede veškeré výnosy plynoucí z opatrovaných cenných papírů a že bude s cennými papíry disponovat v souladu s jeho pokyny či zájmy.

Hlavním důvodem, proč jsou opatrované cenné papíry převáděny do právního vlastnictví opatrovatelů spočívá v celkovém usnadnění vypořádání obchodů s cennými papíry. Rozhodne-li se investor svůj cenný papír prodat, postačí, otevře-li si kupec u stejného depozitáře majetkový účet. Na základě instrukce prodávajícího investora pak centrální depozitář převede nárok prodávajícího vůči centrálnímu depozitáři cenných papírů na účet kupujícího. Změnou v příslušné evidenci tak fakticky dojde k převodu cenného papíru, byť z právního hlediska zůstává vlastníkem cenného papíru stále centrální depozitář.<sup>39</sup> Tím, že formálně k převodu cenných papírů nedochází, však odpadá nutnost dodržet právní formality, které národní legislativa požaduje při převodech listinných cenných papírů, a dále odpadá také problém aplikace různých národních právních řádů při přeshraničních převodech. Konečně systém, v němž depozitář opatruje svěřené listinné cenné papíry svým vlastním jménem, je podstatně jednodušší a levnější, jelikož odpadají právní formality spojené se zastoupením při správě prováděné jménem investora.<sup>40</sup>

---

<sup>38</sup> Konkrétní obsah závazku opatrovat cenné papíry může být různý v závislosti na konkrétní právní úpravě. Obvykle nicméně zahrnuje jak úschovu, tak správu cenných papírů, a tedy se nejvíce blíží uložení cenných papírů ve smyslu zákona o cenných papírech. Ovšem s tím rozdílem, že v zahraničí lze popsaným způsobem opatrovat i zaknihované cenné papíry, což v platném českém právu možné není.

<sup>39</sup> Konečný investor vstupuje ovšem jen zřídkakdy do přímého vztahu s centrálním depozitářem. Jak již bylo popsáno obecně u systému nepřímé držby, běžná je často mnohvrstevnatá síť opatrovatelů cenných papírů (prostředníků). Právní vlastnictví k opatrovaným cenným papírům je převáděno na toho opatrovatele, jež je v přímém vztahu k emitentovi. Jen ten je fiduciárním vlastníkem předmětných cenných papírů, jež drží pro jejich ekonomického vlastníka. Vstupují-li mezi něj a konečného investora další prostředníci, nadržují již pro své klienty cenné papíry, ale jen nároky na ně.

<sup>40</sup> Elek, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. Právní rozhledy. 2002, roč. 10, č. 8, s. 360-367.

Předmětem nepřímé držby či fiduciárního opatrování mohou být také dematerializované a imobilizované cenné papíry. U dematerializovaných cenných papírů se uložením rozumí převedení papíru do vlastnictví opatrovatele. Význam příslušné evidence o nárocích vzájemných se k dematerializovanému cennému papíru je pak o to větší, že dematerializované cenné papíry často neexistují v hmotné podobě.

### ***1.7 Základní rysy evidence vedené Střediskem cenných papírů***

Na rozdíl od výše popsaného mechanismu utváření centrálních depozitářů v zahraničí bylo Středisko cenných papírů (dále také „SCP“ a „Středisko“) zřízeno počátkem roku 1993 Ministerstvem financí jako příspěvková organizace ze zákona vedoucí evidenci zaknihovaných cenných papírů a jejich majitelů. Svou povahou se jedná o jednočlankovou centralizovanou evidenci veřejnoprávní povahy, v níž nejsou zaznamenávány nároky mezi stranami, jak je běžné v systémech nepřímé držby, nýbrž přímo vlastníci evidovaných cenných papírů. Zákonodárce zvolil systém v evropském kontextu nestandardní, nicméně patrně nejlépe odpovídající potřebám kupónové privatizace, v jejímž důsledku převládly na tuzemském kapitálovém trhu zaknihované cenné papíry nad listinnými. V porovnání se zahraničím, kde cenné papíry obchodované na kapitálových trzích měly a mají ponejvíce imobilizovanou podobu, tak Středisko nebylo zřízeno za účelem usnadnění vypořádání obchodů s cennými papíry, nýbrž výlučně za účelem vedení evidence několika miliónů nově vydaných zaknihovaných cenných papírů. Z toho pak plynou některé zásadní odlišnosti ve fungování obou typu institucí: na rozdíl od zahraničních centrálních depozitářů není mezi vlastníky cenných papírů a Střediskem žádný závazkový vztah - viz povinnost vést evidenci zaknihovaných cenných papírů je Středisku dána zákonem, nikoliv smluvním ujednáním, Středisko evidované cenné papíry nespravuje ani neuschovává, a konečně ani neprovádí vypořádání obchodů s cennými papíry.

Evidence vedená Střediskem cenných papírů byla ustavena jako jednostupňová – zákon o cenných papírech počítal toliko se zřizováním účtů majitelů cenných papírů, nikoliv však již nominee účtů. Fakticky nicméně k jejich zřizování docházelo, a to zejména v situacích, kdy si u Střediska cenných papírů otevřel účet majitele zahraniční centrální depozitář nepřímo držící cenné papíry pro své klienty. Zejména pro konečné zahraniční investory však chybějící právní úprava nominee účtů a fiduciární správy

v tuzemském právním řádu představovala jistá právní rizika. V systémech nepřímé držby bývá investorovi přiznáno právo věcné povahy k cenným papírům držným skrze investičního prostředníka či opatrovatele. Dostane-li se ten do úpadku, má příslušný nárok investora na cenný papír přednost před ostatními konkursními věřiteli prostředníka/opatrovatele. Takové postavení však ekonomickému vlastníku cenných papírů tuzemský právní řád nepřiznal. Dostal-li se fiduciární vlastník do konkursu dle českého práva, staly se cenné papíry, jejichž byl právním vlastníkem, součástí konkursní podstaty a nepřímý (ekonomický) vlastník cenných papírů byl nahlížen jako nezajištěný konkursní věřitel, který mohl do konkursu přihlásit pouze pohledávky vyplývající ze smlouvy o fiduciární správě cenných papírů.<sup>41</sup>

Jednostupňovost evidence byla praxí kritizována také z dalších důvodů. Nutnost zapisovat každou změnu vlastníka cenného papíru prodražovala a komplikovala dispozici s evidovanými zaknihovanými cennými papíry. Kriticky byla dále nazíráno monopolní postavení Střediska cenných papírů. Například Š. Elek Středisku vytýkal, že na základě ustanovení § 56 odst. 7 ZCP v platném znění jednostranně stanovuje své podmínky, které často opomíjí potřeby účastníků kapitálového trhu.<sup>42</sup> Monopolním postavením SCP se zabýval také Úřad na ochranu hospodářské soutěže, jenž např. v prosinci 2002 shledal, že způsobem zpoplatnění některých svých služeb Středisko zneužilo své dominantní postavení na trhu, a uložil mu pokutu 300 000 Kč.<sup>43</sup>

Na konci devadesátých let zesílilo v odborných kruzích přesvědčení, že jakkoliv jednočlankový centralizovaný systém vedení evidence zaknihovaných cenných papírů splnil nároky kupónové privatizace, potřebám rozvíjejícího se kapitálového trhu již – také z výše uvedených důvodů - neodpovídal. S blížícím se vstupem České republiky do Evropské unie pak byla potřeba přiblížit český kapitálový trh poměrům panujícím na vyspělých kapitálových trzích v zahraničí pocitována čím dál naléhavěji. V letech 2000-2001 odpověděla vláda na tyto úvahy schválením věcných záměrů zákona o kolektivním investování a zákona o podnikání na kapitálovém trhu, v nichž načrtla výrazné změny v právní úpravě a institucionálním rámci kapitálového trhu.

---

<sup>41</sup> Elek, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. Právní rozhledy. 2002, roč. 10, č. 8, s. 366.

<sup>42</sup> Elek, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. Právní rozhledy. 2002, roč. 10, č. 8, s. 367.

<sup>43</sup> Rozhodnutí Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže ze dne 12. 3. 2002, č.j.: S 1/02 – 687/02 – VOI.

## 1.8 *Východiska a cíle nové právní úpravy kapitálového trhu*

K 1. květnu 2004 nabyli účinnosti soubor čtyř nových zákonů a čtrnácti prováděcích předpisů, které významným způsobem změnilly právní úpravu cenných papírů a kapitálového trhu v českém právu. Jednalo se o zákon o podnikání na kapitálovém trhu, zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech a konečně zákon č. 257/2004 Sb., tzv. „změnový“, který promítl novou právní úpravu do dalších zákonů – především do zákona o cenných papírech a do obchodního zákoníku. Dle publikovaného věcného záměru si nová právní úprava kladla nemalé cíle. Kromě podstatné revize systematiky právní úpravy kapitálového trhu<sup>44</sup> a dosažení plného souladu s právem ES šlo předkladatelům také o rozšíření možností účastníků kapitálového trhu zavedením některých nových právních institutů (např. změnou způsobu vedení evidence investičních nástrojů).

Avšak již legislativním návrhům byla ze strany odborné veřejnosti, Komise pro cenné papíry i Legislativní rady vlády vytýkána řada nedostatků – věcné chyby, neslučitelnost s právem ES či nedostatečná promyšlenost a provázanost jednotlivých ustanovení. Sami zpravodajové Legislativní rady vlády veřejně varovali před přijetím navrhovaných zákonů: jejich nedostatky považovali za natolik zásadní, že se obávali, že přijetí zákonů v navrženém znění ohrozí fungování přinejmenším části kapitálového trhu, povede ke snížení právní jistoty a ve svém důsledku vyvolá vážné ekonomické dopady.<sup>45</sup> Zákony byly nakonec přijaty a ačkoliv během projednávání v poslanecké sněmovně došlo prostřednictvím řady pozměňovacích návrhů k jejich dalšímu přepracování a jistě i zkvalitnění, kritické ohlasy provázející výsledné znění zejména zákona o podnikání na kapitálovém trhu daly za pravdu těm, kteří poukazovali na to, že předkládané návrhy trpí tak závažnými vadami, že jejich plná revize v legislativním

---

<sup>44</sup> Stávající právní úprava kapitálového trhu a cenných papírů obsažená v zákoně o cenných papírech se v důsledku řady novelizací stala poněkud nepřehlednou. Jako nadále nevyhovující se jevila především samotná koncepce zákona o cenných papírech, kdy v rámci jednoho předpisu byla upravena jak obecná úprava cenných papírů a smluv o nich, tak veřejná regulace kapitálového trhu. Původním záměrem předkladatelů tak bylo nahradit zákon o cenných papírech a zákon o burze cenných papírů jediným novým zákonem, jež by komplexně upravil otázky související s kapitálovým trhem, přičemž soukromoprávní část úpravy cenných papírů měla být vtělena do nově připravovaného občanského zákoníku.

<sup>45</sup> Blíže viz *Pelikánová, I., Dědič, J., Čech, P.* Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu - ostuda české legislativy i vážná hrozba. *Právní zpravodaj*. 2004, roč. 5, č. 1, s. 11-14. Dále např. *Hart, J.* Kapitálový trh – vlna nových zákonů. *Právní zpravodaj*. 2004, roč. 5, č. 2, s. 16-17.

procesu proveditelná není.<sup>46</sup>

Z hlediska zaknihovaných cenných papírů přinesl nejvýraznější změny zákon o podnikání na kapitálovém trhu, jenž zavedl nový způsob vedení evidence investičních nástrojů, dopadající také na zaknihované cenné papíry. Zákon především nově umožnil zřizování tzv. nominee účtů, tedy účtů vedených na jméno jiné osoby než je vlastník cenných papírů na účtu evidovaných (podrobněji k výhodám nominee účtů viz podkapitola 1.6).

Druhou významnou novinkou, kterou zákon přinesl, je předvídaná změna v subjektu vedoucí evidenci zaknihovaných cenných papírů. Zákon předjímá vytvoření tzv. centrálního depozitáře, jenž po svém zřízení a udělení příslušného povolení převezme od Střediska cenných papírů vedení stávající evidence zaknihovaných cenných papírů a dále ji povede v režimu centrální evidence cenných papírů podle Části sedmé ZPKT. Kromě vedení evidence bude centrální depozitář oprávněn také k výkonu dalších činností typických pro zahraniční centrální depozitáře, např. k provozu vypořádacího systému (§ 100 odst. 1 písm. c) ZPKT).

Jak vyplývá z důvodové zprávy zákona o podnikání na kapitálovém trhu, cílem nové právní úpravy bylo kromě plné harmonizace s právem ES přiblížit se podmínkám panujícím na vyspělejších kapitálových trzích a skrze zavedení nových právních institutů zkvalitnit fungování tuzemského kapitálového trhu. Zda se tyto záměry podařilo předkladatelům zákona naplnit, zůstává i po pěti letech účinnosti předpisu přinejmenším sporné. Vlnu kritiky si vysloužila především úprava vedení evidence investičních nástrojů, jejíž koncepce zdaleka nespĺnila očekávání do ní vkládané a jež navíc vykazovala řadu nejasností a vnitřních rozporností, z nichž některé nebyly dosud napraveny, a to bez ohledu na více jak patnáct novelizací, k nimž od přijetí zákona došlo.

Problematickým aspektům nové reglementace se budu podrobněji věnovat zejména v rámci 3. kapitoly. Avšak vzhledem k tomu, že jde o právní úpravu dosud neaplikovatelnou, nepůjde jistě o vyčerpávající analýzu. Až praxe bude sto komplexně zhodnotit pozitiva a negativa úpravy vedení evidence investičních nástrojů dle Části sedmé ZPKT.

---

<sup>46</sup> Podrobněji k průběhu legislativních prací více např. *Hart, J., Pihera, V.* Nová právní úprava kapitálového trhu. *Právní rozhledy*. 2004, roč. 12, č. 11, s. 409-411.

## **1.9 Přechodné ustanovení § 202 odst. 1 ZPKT a jeho výklad**

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu počítal pouze s minimální legisvakancí lhůtou.<sup>47</sup> Vezmeme-li v úvahu rozsah legislativních a institucionálních změn, jež předpis přinesl, nabyla na významu přechodná ustanovení zákona. Právními aspekty předání evidence zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů centrálnímu depozitáři se konkrétně zabývá § 202 ZPKT, jenž stanoví, že do doby, než tuto evidenci centrální depozitář převezme, nepoužijí se ustanovení ZPKT upravující činnost centrálního depozitáře (§ 202 odst. 1 písm. a) ZPKT) a Středisko cenných papírů povede nadále evidenci zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů a bude plnit informační povinnosti podle zrušených ustanovení zákona o cenných papírech<sup>48</sup> (§ 202 odst. 1 písm. b) ZPKT). Tato ustanovení nejsou bohužel prosta řady výkladových nesnází, což je o to problematičtější, že k zahájení činnosti centrálního depozitáře nedošlo během více jak pěti let po nabytí účinnosti zákona o podnikání na kapitálovém trhu a lze jej snad očekávat v průběhu roku 2010. Ustanovení § 202 odst. 1 ZPKT tak po minulých pět let hrálo a do zahájení činnosti centrálního depozitáře stále hraje vpravdě klíčovou úlohu z hlediska způsobu vedení evidence zaknihovaných cenných papírů v České republice.

Interpretační obtíže činí ve vztahu k § 202 odst. 1 písm. a) a b) ZPKT zejména to, že ustanovení neodkazuje na konkrétní paragrafy dotčených zákonů, ale používá obecné a nikde nedefinované pojmy jako činnost centrálního depozitáře či vedení evidence zaknihovaných a imobilizovaných papírů podle dosavadního zákona. Absence jasných odkazů způsobuje, že není vždy zřejmé, která konkrétní ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu se v důsledku aplikace paragrafu § 202 odst. 1 písm. a) a b) ZPKT nepoužijí. Neaplikovatelná jsou jistě zejména ustanovení Části sedmé Hlavy II ZPKT týkající se vlastního fungování centrálního depozitáře a ta ustanovení vztahující se k centrální evidenci cenných papírů vedené centrálním depozitářem a k evidencím na tuto navazujícím. Naopak plně použitelná jsou nepochybně ta ustanovení upravující vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidencí navazujících na samostatnou evidenci

Avšak ne všechna ustanovení Části sedmé ZPKT lze klasifikovat takto

---

<sup>47</sup> Zákon byl přijat 14. dubna 2004, vyhlášen 30. dubna 2004 a v účinnost vstoupil 1. května 2004.

<sup>48</sup> Zákon o cenných papírech ve znění účinném do 30. dubna 2004.



jednoznačně. Ustanovení § 91 ZPKT zavedlo do českého právního řádu novou legální definici zaknihovaného cenného papíru. Nabízela se otázka: má-li na základě ust. § 202 odst. 1 písm. b) ZPKT Středisko vést evidenci zaknihovaných cenných papírů nadále dle zrušených ustanovení zákona o cenných papírech, jaké cenné papíry bude moci zaknihovat? Pouze ty cenné papíry, u nichž to dovoloval zrušený § 1 odst. 5 ZCP? Nebo je Středisko povinováno zaknihovat jakékoliv zastupitelné listinné cenné papíry tak, jak stanoví § 91 ZPKT? Pro aplikovatelnost § 91 ZPKT bylo z pohledu § 202 odst. 1 ZPKT přitom klíčové, nakolik bude definice zaknihovaného cenného papíru posouzena jako pojmově spjatá s vedením evidence zaknihovaných cenných papírů. Středisko cenných papírů i Česká národní banka (dále také „ČNB“) došly k názoru, že má-li Středisko vést evidenci zaknihovaných cenných papírů dle zákona o cenných papírech ve znění účinném do 30. dubna 2004, může nadále zaknihovávat pouze ty cenné papíry, o nichž to taxativně stanovil zrušený § 1 odst. 5 ZCP.<sup>49</sup> Nová legální definice zaknihovaného cenného papíru obsažená v § 91 ZPKT se tak použije pouze ve vztahu k samostatné evidenci investičních nástrojů či v evidenci ČNB vedené dle zvláštního právního předpisu.

Ustanovení § 202 odst. 1 písm. b) ZPKT ukládá povinnost řídit se zrušenými ustanoveními zákona o cenných papírech výslovně pouze Středisku cenných papírů. Není ovšem jasné, zda taková formulace poskytuje dostatečný právní podklad pro závěr, že podle těchto ustanovení mohou (a mají) postupovat i jiné subjekty – např. emitenti a majitelé cenných papírů při přeměně podoby cenných papírů. Osobně se domnívám, že nikoliv. Přeměna podoby cenných papírů představuje přitom sama o sobě další kvalifikační problém. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu systematicky zařadil ustanovení týkající se procesu přeměny podoby cenných papírů na závěr Části sedmé, jde přitom o úpravu částečně převzatou ze zákona o cenných papírech, ovšem již výslovně počítající s existencí centrálního depozitáře a majetkových účtů. Při

---

<sup>49</sup> Úřední sdělení České národní banky ze dne 10. září 2007 k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem. Věstník ČNB. 2007, č. 21, s. 3-5. Dostupný z WWW:

<[http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2007/download/v\\_2007\\_21\\_24207540.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2007/download/v_2007_21_24207540.pdf)>. Na tomto místě považuji za nutné poznamenat, že jde o výklad právně nezávazný – v případě sporu mezi emitentem žádajícím zaknihovat zastupitelný cenný papír neuvedený v § 1 odst. 5 ZCP a Střediskem cenných papírů by rozhodující slovo měl až soud. Lze si například představit žalobu emitenta vůči SCP o náhradu škody vzniklé tím, že Středisko odmítlo emitentovi založit registr emitenta cenných papírů, a tedy porušilo svou právní povinnost vyplývající z § 60 odst. 2 ZCP ve znění účinném do 30. dubna 2004 ve spojení s § 373 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

rozhodování, která právní úprava je na přeměny podoby cenných papírů do zřízení centrálního depozitáře aplikovatelná, zvítězil názor, že jde o činnost pojmově související s vedením evidence zaknihovaných cenných papírů, a tudíž že je Středisko cenných papírů při uskutečňování přeměny podoby cenného papíru povinováno na základě dikce § 202 odst. 1 písm. b) ZPKT postupovat nikoliv podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, ale podle zrušených ustanovení § 9 až 11 ZCP. Ve vztahu k emitentům a vlastníkům přeměňovaných cenných papírů bychom však podobné zákonné zmocnění postupovat dle zrušených ustanovení zákona o cenných papírech hledali marně; nezbývá tedy než dovést, že tyto budou plnit povinnosti a nabývat práva dle právní úpravy nové, tedy na základě § 112 až 114 ZPKT. Řešení to jistě není ideální, nicméně se domnívám, že jde o výklad mající ze všech nabízených alternativ největší oporu v zákoně.

Konečně je nutné zabývat se otázkou, nakolik jsou použitelná ustanovení dalších zákonů počítajících s existencí centrálního depozitáře či centrální evidence cenných papírů. Ustanovení § 202 ZPKT dopadá pouze na zákon o podnikání na kapitálovém trhu a zákon o cenných papírech; tzv. změnový zákon, který promítl úpravu centrálního depozitáře do celého právního řádu, speciální přechodné ustanovení taktéž neobsahuje. Jako přijatelný se v takové situaci jeví závěr, že tam, kde tyto zákony odkazují na centrální depozitář, bude nutné do jeho zřízení analogicky použít odpovídající ustanovení týkající se Střediska cenných papírů. Nebude-li taková analogie možná, budou předmětná ustanovení prozatím nepoužitelná.

### ***1.10 Postup při přebírání evidencí vedených Střediskem cenných papírů centrálním depozitářem***

Podmínky a způsob převzetí evidencí vedených Střediskem cenných papírů centrálním depozitářem upravuje zejména § 202 ZPKT. Na rozdíl od SCP, jež eviduje zaknihované a imobilizované cenné papíry přímo ze zákona, centrální depozitář jakožto soukromoprávní subjekt musí k výkonu této činnosti nejprve získat povolení České národní banky (dále jen „ČNB“). Náležitosti žádosti o povolení k činnosti centrálního depozitáře a požadované přílohy stanoví vyhláška ČNB č. 255/2008 Sb. K získání povolení musí subjekt splnit kritéria vypočtená v § 103 odst. 2 ZPKT, zejména prokázat připravenost vést centrální evidenci všech zaknihovaných cenných papírů, jakožto

i další věcné, organizační a osobní předpoklady pro výkon činnosti centrálního depozitáře. Povolení k činnosti centrálního depozitáře se uděluje na dobu neurčitou s tím, že na jeho udělení není i přes splnění všech požadavků § 103 odst. 2 ZPKT právní nárok. V rámci povolení k činnosti centrálního depozitáře ČNB dále schválí jeho provozní řád, který specifikuje zejména depozitářem poskytované služby, pravidla účasti v depozitáři a způsob nakládání s majetkovými účty. Schválení ČNB podléhá i každá následná změna provozního řádu.

Evidence zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů dosud vedených SCP s ukončením činnosti Střediska nezaniknou, nýbrž budou převzaty centrálním depozitářem a stanou se základem centrální evidence cenných papírů ve smyslu § 92 ZPKT. Proto druhým předpokladem zahájení činnosti centrálního depozitáře je uzavření smlouvy o převodu daných evidencí mezi Českou republikou a centrálním depozitářem. Tato smlouva musí být uzavřena nejpozději do dvou měsíců ode dne, kdy centrální depozitář obdržel povolení ke své činnosti, a její součástí je dohoda o výši úplaty. Předmětné evidence budou na centrální depozitář následně převedeny bez zbytečného odkladu po uzavření smlouvy o převodu.

Dnem převzetí evidencí začne centrální depozitář vykonávat svou činnost dle ZPKT a Středisko přestane vést evidence dle zrušených ustanovení ZCP. Převzetí příslušných evidencí tak představuje významnou právní skutečnost, jejímž vznikem zákonodárce podmínil plnou aplikovatelnost Části sedmé ZPKT. Původní znění zákona neupravovalo nijak publicitu této skutečnosti. Zákon byl sice platně vyhlášen, avšak jeho adresáti zůstávali v nejistotě co do dne aplikovatelnosti ustanovení, jejichž účinnost byla vázána na zahájení činnosti centrálního depozitáře. Takový stav zřetelně odporoval principu právní jistoty. Mezeru v zákoně na první pohled zaplnila novela ZPKT č. 56/2006 Sb., jež stanovila povinnost Ministerstva financí vyhlásit sdělení o dni zahájení činnosti centrálního depozitáře ve Sbírce zákonů. Ustanovení § 202 odst. 4 poslední věta ZPKT mlčí o povaze tohoto sdělení, nicméně důvodová zpráva<sup>50</sup> k předmětné novele jasně stanoví, že ministerstvo vyhlásí den zahájení činnosti depozitáře zpětně. Domnívám se, že taková instrukce povážlivě snížila význam celého ustanovení. Z pohledu de lege ferenda by jistě bylo vhodnější, aby veřejnost byla

---

<sup>50</sup> Zákon č. 56/2006 Sb. : Důvodová zpráva : Zvláštní část, bod 245 [online]. 2005 [cit. 2009-11-15]. Sněmovní tisk č.1061/0, 4. volební období. Dostupný z WWW: <<http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=1061&CT1=0>>.

o zahájení činnosti centrálního depozitáře informována prostřednictvím Sbírký zákonů předem a měla tak možnost se na tuto změnu náležitě připravit, nikoliv aby byla stran publicity této významné skutečnosti odkázána na třetí subjekty, či se o ní kvalifikovaně dozvídala až zpětně.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu dále reguluje postup emitentů zaknihovaných cenných papírů a vlastníků investičních nástrojů vedených v evidenci SCP ke dni převzetí evidencí centrálním depozitářem. Emitentům ukládá zákon povinnost uzavřít nejpozději do jednoho měsíce poté, co centrální depozitář zahájí svou činnost, smlouvu o vedení evidence emise. Jednání o uzavření smlouvy je centrální depozitář povinen zahájit již do jednoho měsíce ode dne nabytí právní moci povolení k činnosti, tedy ještě před uzavřením smlouvy s Českou republikou o převodu evidencí Střediska cenných papírů. Jak z uvedeného vyplývá, je v zásadě možné, aby smlouvy o vedení evidence emise byly s emitenty uzavírány ještě před zahájením činnosti centrálního depozitáře. Pokud by ovšem k uzavření smlouvy o převodu evidencí nakonec nedošlo, domnívám se, že by zanikly pro nemožnost plnění i závazky z těchto smluv vyplývající.

Analyzujeme-li ustanovení § 202 odst. 7 a 8 ZPKT upravující postup emitentů a centrálního depozitáře při uzavírání smlouvy o vedení evidence emise, nelze si nevšimnout jisté disproporce v povinnostech stran. Zatímco emitentům ukládá zákon povinnost smlouvu s centrálním depozitářem uzavřít, depozitáři ukládá toliko povinnost o uzavření smlouvy jednat. Taková státní ingerence do smluvní autonomie soukromoprávních subjektů je jistě opodstatněná veřejným zájmem na zajištění kontinuity evidence zaknihovaných cenných papírů nyní vedených SCP, zvláště v situaci, kdy zákon zřejmě počítá toliko s existencí pouze jediného centrálního depozitáře (podrobněji k výlučnosti centrálního depozitáře viz oddíl 1.12.1). Z pohledu emitentů se kontraktační povinnost může ovšem jevit jako potencionálně nevýhodná, tím spíše, že neuzavření smlouvy ve stanovené lhůtě zákon sankcionuje – takovému emitentovi nemusí centrální depozitář vydat výpis z evidence emise ani provést na jeho příkaz zápis do evidence emise. Osobně se však domnívám, že vážnější obavy nejsou na místě, a to především ze dvou důvodů. Předně, ačkoliv ZPKT neupřesňuje obsah smlouvy o vedení evidence emise, podmínky poskytování služeb jakožto i práva a povinnosti stran smlouvy se nemohou odchýlit od zákona a od provozního řádu

centrálního depozitáře podléhajícímu schválení ČNB. Za druhé, centrální depozitář jako čistě soukromoprávní subjekt je jistě oprávněn stanovit si tržní ceník služeb. Avšak vzhledem k velikosti českého kapitálového trhu není důvod předpokládat, že by v zájmu depozitáře bylo účtovat si úhrady překračující ty požadované SCP, zvláště když se očekávání odborné veřejnosti ubírá přesně opačným směrem.

Ve srovnání se Střediskem cenných papírů zúžila nová právní úprava značně přístup zákazníků do centrálního depozitáře. Vlastníci investičních nástrojů nebudou moci komunikovat s depozitářem přímo, tak jak je tomu dosud u SCP, ale pouze prostřednictvím tzv. účastníků centrálního depozitáře na základě smluvního ujednání (k účastnickému principu podrobněji viz oddíl 1.12.2). Proto i ti vlastníci investičních nástrojů, jejichž účty vedené v evidenci SCP centrální depozitář převezme, budou nuceni k nakládání se svým majetkovým účtem nejprve uzavřít smlouvu s účastníkem centrálního depozitáře. Do doby než tak učiní, zajistí centrální depozitář vedení evidence investičních nástrojů na majetkovém účtu takového vlastníka a zapíše případné změny do evidence emise na základě požadavku emitenta, nepřijme však příkaz k zrušení či provedení změny na účtu. Znovu se tedy setkáváme s kontraktační povinností, tentokrát vyplývající ze zákona pro vlastníky investičních nástrojů. Jakkoliv není stejná povinnost zároveň uložena účastníkům centrálního depozitáře, nedomnívám se, že by v praxi měla být zdrojem větších problémů, mimo jiné i proto, že pluralitu účastníků centrálního depozitáře považuji za dostatečnou záruku zdravé tržní soutěže. Samostatnou kapitolou může ovšem být připravenost těchto účastníků na zahájení činnosti centrálního depozitáře, zejména uvažíme-li, že dle posledních dostupných údajů registrovalo SCP ke konci roku 2008 více jak 1,9 milionu účtů majitelů zaknihovaných cenných papírů.<sup>51</sup> Třebaže nejde o aktuální údaje a počet účtů u SCP má trvale klesavou tendenci, je pravděpodobné, že centrální depozitář převezme evidenci čítající více jak 1,5 milionu aktivních účtů, jejichž majitelé budou muset s účastníky centrálního depozitáře kontrahovat. Proto nelze než doporučit vlastníkům investičních nástrojů, jejichž účty centrální depozitář převezme, aby neotáleli s uzavřením příslušné smlouvy, zvláště pokud zamýšlejí disponovat se svými investičními nástroji v krátkém

---

<sup>51</sup> K 31. 12. 2008 SCP registrovalo 1 963 767 účtů majitelů zaknihovaných cenných papírů, z toho 131 351 účtů bylo prázdných. Viz *Publikace SCP 2009 : Počet účtů majitelů zaknihovaných cenných papírů, 1995 - 2008* [online]. 2005-2009 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW: <[http://www.scp.cz/index.php/cs/sprava-souboru/doc\\_download/304-scp2009](http://www.scp.cz/index.php/cs/sprava-souboru/doc_download/304-scp2009)>.

čase po zahájení činnosti centrálního depozitáře.

Jakkoliv bylo po přijetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu zřejmé, i vzhledem ke všem výhradám, které k nové úpravě vedení evidence investičních nástrojů zaznívaly, že zahájení činnosti centrálního depozitáře nelze očekávat v řádech několika málo měsíců, málokdo jistě předpokládal, že Středisko cenných papírů bude na základě přechodného režimu vést evidenci dle zrušených ustanovení ZCP ještě více jak pět let po nabytí účinnosti ZPKT. Žádost o povolení k činnosti centrálního depozitáře přitom společnost UNIVYC, a.s., dceřinná společnost Burzy cenných papírů Praha, a.s., podala tehdejšímu regulátorovi kapitálovému trhu – Komisi pro cenné papíry (dále také „Komise“) - již 31. ledna 2005; zároveň začala jednat s ministerstvem financí o podmínkách převodu evidencí SCP. Spornou se v jednání stala zejména cena převáděných evidencí – dle informací tisku bylo během uplynulých let vypracováno hned několik znaleckých posudků oceňující evidence SCP, přičemž do jednání o výši úplaty vstupovaly také faktory jako například požadavek ministerstva financí, aby centrální depozitář po určitou dobu zachoval řadu historických dat z období kupónové privatizace. Ani řízení o udělení povolení neprobíhalo hladce: v dubnu 2005 byl žadatel Komisi vyzván k odstranění nedostatků v žádosti, následně v březnu 2006 Komise řízení přerušila z důvodu změny ve výchozích předpokladech obchodního plánu žadatele a vyzvala jej k jeho aktualizaci.<sup>52</sup> Po změně subjektu pověřeného dohledem nad kapitálovým trhem, kdy k 1. dubnu 2006 převzala veškerou agendu Komise Česká národní banka, řízení o udělení povolení nadále pokračovalo bez větší medializace.

Vzhledem k uvedeným peripetiím pak 14. srpna 2009 přišlo poměrně nečekaně rozhodnutí ČNB, kterým bylo společnosti UNIVYC, a.s., uděleno povolení k činnosti centrálního depozitáře cenných papírů. Na základě uděleného povolení společnost následně změnila v souladu s požadavkem § 101 odst. 2 ZPKT svou obchodní firmu na Centrální depozitář cenných papírů, a.s. a začala činit další kroky nezbytné k zahájení činnosti centrálního depozitáře. Společnost tak obeslala emitenty zaknihovaných cenných papírů vedených v SCP s návrhem na zahájení jednání o uzavření smlouvy

---

<sup>52</sup> Tiskové zprávy Komise pro cenné papíry ze dne 15. dubna 2005 a 14. března 2006. Viz *Komise pro cenné papíry*. Tisková zpráva : Komise vyzvala žadatele o licenci centrálního depozitáře k odstranění nedostatků [online]. 2005 [cit. 2009-10-05]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace\\_verejnosti\\_a\\_mediim/get\\_dms\\_file.do?FileId=194](http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace_verejnosti_a_mediim/get_dms_file.do?FileId=194)>. Viz dále *Komise pro cenné papíry*. Tisková zpráva : Komise přerušila řízení o udělení licence centrálního depozitáře [online]. 2006 [cit. 2009-10-05]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace\\_verejnosti\\_a\\_mediim/get\\_dms\\_file.do?FileId=2851](http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace_verejnosti_a_mediim/get_dms_file.do?FileId=2851)>.

o vedení evidence emise a dále zahájila jednání s Ministerstvem financí ČR o finančních, technických a časových podmínkách převodu evidencí SCP. Tato jednání byla dle společné tiskové zprávy obou subjektů ze dne 9. prosince 2009 úspěšně završena uzavřením smlouvy o převodu evidencí zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů dosud vedených Střediskem cenných papírů. Předpokládaný termín zahájení plnohodnotné činnosti centrálního depozitáře spadá dle vyjádření společnosti do poloviny roku 2010.<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> *Ministerstvo financí ČR*. Společná tisková zpráva Ministerstva financí ČR a Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s. : Smlouva o převodu evidencí Střediska cenných papírů [online]. 2009 [cit. 2009-12-09]. Dostupný z WWW: <[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/tiskove\\_zpravy\\_51682.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/tiskove_zpravy_51682.html)>.

## **Evidence investičních nástrojů podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu**

Jednou z nejvýraznějších změn, kterou zákon o podnikání na kapitálovém trhu přinesl, je zbrusu nový systém evidence investičních nástrojů zahrnující jednak evidenci zaknihovaných cenných papírů, jednak evidence dalších zákonem stanovených finančních instrumentů. V zájmu pružnějšího obhospodařování portfolií investorů zákon nově připustil zřizování účtů vedených na jméno jiné osoby než je vlastník nástrojů na tomto účtu evidovaných. Vedení evidence zaknihovaných cenných papírů bylo svěřeno soukromoprávnímu subjektu, po vzoru zahraničí nazývanému centrální depozitář cenných papírů. Ačkoliv se nová právní úprava nadále terminologicky hlásí k centralizovanému systému zaknihování vlastního evidenci zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů vedené Střediskem cenných papírů, zákon zároveň umožňuje vedení zaknihovaných cenných papírů v samostatných evidencích i jiným subjektům než je Česká národní banka, jež byla dosud jediná oprávněna samostatnou evidenci vést.

Tolik stručný přehled nejvýznamnějších aspektů právní úpravy evidence investičních nástrojů, jejichž podrobnou analýzou se budu zabývat v rámci této kapitoly diplomové práce.

### ***1.11 Druhy evidencí investičních nástrojů***

Pojmem evidence investičních nástrojů zákon o podnikání na kapitálovém trhu souhrnně označuje dva druhy evidencí: centrální evidenci cenných papírů (§ 92 ZPKT, dále též „centrální evidence“), v níž jsou vedeny výlučně zaknihované cenné papíry vydané v České republice, a samostatnou evidenci investičních nástrojů (§ 93 ZPKT, dále též „samostatná evidence“), jejímž předmětem mohou být kromě zaknihovaných cenných papírů i jiné investiční nástroje. Konkrétně se jedná o listinné investiční nástroje v úschově, zahraniční investiční nástroje, které převzal od svých zákazníků obchodník s cennými papíry za účelem poskytnutí investiční služby, a konečně



i o jakékoliv jiné investiční nástroje, pokud to jejich povaha umožňuje.<sup>54</sup>

Vedení evidence investičních nástrojů podléhá obecným zásadám formulovaným v § 94 až 99a ZPKT, jež jsou pak dále konkretizovány v prováděcích a interních předpisech subjektů vedoucích příslušnou evidenci. Zákon obecně upravuje zejména druhy účtů, které mohou být v evidenci investičních nástrojů zřizovány, rozsah údajů na těchto účtech evidovaných, způsob provádění zápisů do evidence či metodiku opravy případných chyb. Většina ustanovení přitom dopadá na všechny druhy investičních nástrojů, které jsou předmětem evidence; specifickou povahu zaknihovaných cenných papírů se zákonodárce pokusil reflektovat pouze v několika málo případech ustanovení týkajících se tzv. zaknihovaných investičních nástrojů<sup>55</sup> (viz např. § 95 a § 96 ZPKT). Toto nedůsledné rozlišování mezi evidencí, jež nahrazuje investiční nástroj, a evidencí o investičním nástroji, patří dle mého názoru k velkým koncepčním nedostatkům právní úpravy evidence investičních nástrojů, a jak bude ukázáno v následujících bodech této práce, je i příčinou řady interpretačních potíží.<sup>56</sup>

Jednotně formulované zásady vedení evidence dopadající jak na zaknihované cenné papíry tak na jiné investiční nástroje skýtají dle mého názoru ještě jedno úskalí. Ustanovení § 94 až 99a ZPKT pracuje výlučně s legislativní zkratkou investiční, popř. zaknihovaný investiční nástroj. Zdá se tedy, jako by zákonodárce předpokládal, že každý ze zaknihovaných cenných papírů vedených ať už v centrální evidenci cenných papírů či v samostatné evidenci investičních nástrojů bude zároveň investičním nástrojem, tedy dle definice § 3 odst. 2 ZPKT cenným papírem obchodovatelným na kapitálovém trhu. Ovšem v situaci, kdy § 91 ZPKT stanoví, že zaknihovat lze každé zastupitelné listinné cenné papíry, aniž by stanovil další kritérium týkající se obchodovatelnosti zaknihovaných cenných papírů, nejde o zdařilou legislativní konstrukci. Nelze-li v platném právu vyloučit existenci nepojmenovaných cenných papírů, pak nelze vyloučit ani požadavek na zaknihování takových cenných papírů, které z určitého důvodu na kapitálovém trhu obchodovatelné nebudou. Na takové cenné papíry by pak *stricto sensu* neměla být aplikována ustanovení týkající se investičních

---

<sup>54</sup> Které instrumenty považuje zákon za investiční nástroje, definuje ustanovení § 3 ZPKT – jedná se zejména o investiční cenné papíry (tedy cenné papíry obchodovatelné na kapitálovém trhu), cenné papíry kolektivního investování a nejrůznější druhy opcí, futures, swapů a forwardů.

<sup>55</sup> Zákon blíže nestanoví, jaké jiné investiční nástroje než cenné papíry je možné zaknihovat, nicméně nejčastěji bývají v této souvislosti zmiňovány zejména deriváty.

<sup>56</sup> *Dědič, J., Čech, P.* Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadujících jejich rychlou novelizaci. *Právní zpravodaj*. 2004, roč. 5, č. 6, s. 4.

nástrojů. Jakkoliv nepůjde o častý problém, úplně vyloučit jej nelze a de lege ferenda by měl být reflektován, kupříkladu právě změnou legální definice zaknihovaného cenného papíru.

Jak centrální, tak samostatná evidence investičních nástrojů bude na základě ustanovení § 94 ZPKT vedena na dvou typech majetkových účtů. Účet vlastníka má být veden zásadně pro osobu, která je vlastníkem investičních nástrojů na účtu evidovaných; ve své podstatě se jedná o stejný typ účtu, jaký tvoří evidenci zaknihovaných cenných papírů vedených SCP. Novinku na českém kapitálovém trhu reprezentuje pak druhý typ účtu, tzv. účet zákazníků. Ten představuje tuzemskou obdobu tzv. nominee účtů, jež jsou vedeny na jméno osob, které nejsou majiteli na těchto účtech evidovaných investičních nástrojů, a které tyto nástroje pouze „drží“ na účet třetích osob, od nichž dané investiční nástroje na základě smluvního ujednání převzaly.<sup>57</sup> Zákon podrobně stanoví, kterým osobám je centrální depozitář či subjekt vedoucí samostatnou evidenci investičních nástrojů oprávněn zřídit účet zákazníků; tyto osoby jsou pak povinny vést další, v terminologii zákona „navazující“, evidenci, v níž budou ovšem s určitými výjimkami evidováni přímo již vlastníci investičních nástrojů.<sup>58</sup> Z uvedeného vyplývá, že centrální evidence cenných papírů i samostatné evidence investičních nástrojů jsou zákonem konstruovány jako evidence vícečlankové.

Konečně ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům zákon ukládá osobě vedoucí příslušnou evidenci, aby tyto cenné papíry evidovala vedle majetkových účtů taktéž v tzv. evidenci emise, jež nahradila obsahově podobné registry emitentů cenných papírů dosud vedené Střediskem cenných papírů na základě § 58 a násl. ZCP, ve znění účinném do 30. dubna 2004.

### **1.11.1 Centrální evidence cenných papírů**

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu konstruuje centrální evidenci cenných papírů jako evidenci všech zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů vydaných v České republice. Současně ovšem připouští, aby určité druhy cenných papírů byly alternativně vedeny i v jiné než centrální evidenci. Konkrétně se jedná o zaknihované krátkodobé cenné papíry vydávané Českou republikou a Českou národní bankou,

---

<sup>57</sup> Hart, J., Pihera, V. Nová právní úprava kapitálového trhu. Právní rozhledy. 2004, roč. 12, č. 11, s. 415.

<sup>58</sup> Jinak řečeno, každý investiční nástroj bude evidován na účtu vlastníka, přičemž některé investiční nástroje budou paralelně vedeny i na příslušném účtu zákazníků.

zaknihované dluhopisy se splatností do jednoho roku a konečně o zaknihované cenné papíry kolektivního investování. Tyto cenné papíry mohou být na základě ustanovení § 92 odst. 1 ZPKT a § 93 odst. 1 a 5 ZPKT vedeny v samostatné evidenci investičních nástrojů. Jakkoliv se tedy zákon o podnikání na kapitálovém trhu pojmově hlásí k centralizovanému systému vedení evidence zaknihovaných cenných papírů, z výše uvedeného je zřejmé, že připuštěním možnosti evidovat zejména zaknihované cenné papíry kolektivního investování v samostatné evidenci učinil zákonodárce významný krok k její decentralizaci této evidence (k samostatným evidencím investičních nástrojů více viz oddíl 1.11.2).

Vedením centrální evidence cenných papírů není nově pověřen jediný subjekt. Zákon v § 92 odst. 2 stanoví, že tuto evidenci vede jak centrální depozitář, tak osoby oprávněné vést evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů vedenou centrálním depozitářem (dále jen „evidence navazující na centrální evidenci“). Právě v připuštění vícečlánekového charakteru evidence lze přitom spatřovat další z projevů probíhající decentralizace evidence zaknihovaných cenných papírů v České republice.

Evidenci navazující na centrální evidenci mohou vést ti obchodníci s cennými papíry a investiční společnosti, které mají v povolení uvedenou investiční službu úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb, Česká národní banka, zahraniční osoba za podmínek daných § 92 odst. 3 písm. d) ZPKT a konečně také zahraniční centrální depozitář nebo zahraniční osoba oprávněná vést evidenci investičních nástrojů.

Zatímco centrální depozitář vede centrální evidenci cenných papírů na účtech vlastníků nebo na účtech zákazníků, navazující evidenci mohou zákonem oprávněné osoby vést toliko na účtech vlastníků. Zákon tedy výslovně zabraňuje řetězení navazujících evidencí; centrální evidence cenných papírů bude proto de lege lata evidencí maximálně dvoustupňovou, a to v té své části vedené centrálním depozitářem na účtech zákazníků. Jak bylo však popsáno v oddíle 1.6.1, zahraniční centrální depozitáře jen zřídka vstupují do přímého vztahu s ekonomickým vlastníkem investičního nástroje, častěji působí v roli (minimálně) druhotných schovatelů. Bude-li takový zahraniční centrální depozitář stát za současného legislativního rámce o vedení evidence navazující na centrální evidenci cenných papírů, bude nucen buď umožnit zřizování vlastnických účtů, což není příliš pravděpodobné, jelikož zahraniční centrální

depozitáře se zřizováním účtů vlastnického typu jednoduše nepočítají, nebo fakticky obcházejí zákon. Striktní trvání zákonodárce na maximálně dvoučlánekové centrální evidenci tak v tomto ohledu zcela ignoruje ekonomickou realitu mezinárodních kapitálových trhů a v důsledku snižuje význam zavedení institutu zákaznických účtů do českého práva, přestože právě voláním po zákonné úpravě lépe odpovídající zahraničním standardům byla potřeba nové právní úpravy evidence zaknihovaných cenných papírů často zaštiťována.<sup>59</sup> Domnívám se proto, že je nanejvýš žádoucí, aby zákonodárce umožnil řetězení evidencí navazujících na centrální evidenci cenných papírů minimálně ve vztahu k zahraničním subjektům, zejména má-li zájem na aktivním působení těchto subjektů na českém kapitálovém trhu. Ve vztahu k evidencím navazujícím na samostatnou evidenci investičních nástrojů tak ostatně již novelou ZPKT č. 230/2008 Sb. opatrně učinil, byť pouze v omezeném okruhu případů (§ 94 odst. 8 ZPKT).

Zásady vedení centrální evidence cenných papírů stanoví v obecné rovině zákon o podnikání na kapitálovém trhu v § 94 až 99a a dále je konkretizuje provozní řád centrálního depozitáře, a to i pro evidence vedené na účtu zákazníků (§ 104 odst. 1 písm. i) ZPKT). Provozní řád centrálního depozitáře i jeho změny podléhají schválení České národní banky. Přesto se domnívám, že spíše než dokumentu typu provozního řádu by vzhledem k významu centrální evidence cenných papírů bylo vhodnější svěřit nastavení standardu pro obsah a způsob vedení centrální evidence cenných papírů prováděcímu právnímu předpisu, podobně jako v případě samostatné evidence investičních nástrojů a evidence na tuto navazující.

### **1.11.2 Samostatná evidence investičních nástrojů**

V samostatné evidenci investičních nástrojů (dále jen „samostatná evidence“) mohou být na základě ust. § 93 odst. 1 ZPKT vedeny zaknihované cenné papíry kolektivního investování, listinné investiční nástroje v úschově, zahraniční investiční nástroje, které má ve své moci obchodník s cennými papíry za účelem poskytnutí

---

<sup>59</sup> Problematické přitom nejsou pouze případy, kdy zahraniční centrální depozitář povede přímo evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů, ale i ty, kdy zahraniční centrální depozitář bude vystupovat jako zákazník např. obchodníka s cennými papíry vedoucího navazující evidenci. Ani v takové situaci by dvoučláneková evidence nebyla sto uspokojivě reflektovat skutečný stav právních vztahů k evidovanému investičnímu nástroji.

investiční služby, a dále i jiné investiční nástroje, pokud to jejich povaha umožňuje. V této souvislosti nelze nepřipomenout rozdílnou právní povahu samostatné evidence v závislosti na jejím předmětu: tedy zatímco samostatná evidence zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, popř. jiných zaknihovaných investičních nástrojů, je obdobně jako centrální evidence cenných papírů evidencí nahrazující evidované cenné papíry, samostatné evidence ostatních investičních nástrojů tuto povahu zásadně nemají. Vliv rozdílného charakteru evidencí lze pak spatřovat například na právní úpravě převodu vlastnického práva k investičnímu nástroji, k němuž u zaknihovaného cenného papíru dochází v okamžiku zápisu na zákonem stanovený majtkový účet, zatímco u ostatních investičních nástrojů není na zápis do příslušné evidence přímo vázán, má toliko deklaratorní charakter.

Specifické postavení mezi investičními nástroji, které jsou předmětem samostatné evidence, mají zaknihované cenné papíry kolektivního investování. Ty mohou být evidovány alternativně v obou druzích evidence investičních nástrojů, tedy jak v evidenci centrální, tak v evidenci samostatné. Před novelou provedenou zákonem č. 230/2008 Sb. zákon o podnikání na kapitálovém trhu umožňoval, aby v režimu samostatné evidence byly vedeny pouze zaknihované podílové listy otevřeného fondu. Zvláštní způsob zaknihování zákonodárce odůvodňoval zejména specifickým charakterem těchto cenných papírů, jež bývají průběžně vydávány a odkupovány,<sup>60</sup> což klade zvýšené nároky na komunikaci mezi investiční společností, která podílové listy vydává, a centrálním depozitářem; vedení těchto cenných papírů mimo centrální depozitář mělo pak přispět ke zvýšení efektivity a věrohodnosti celého systému.<sup>61</sup> Zaknihování podílových listů otevřeného podílového fondu v samostatné evidenci se zřejmě osvědčilo, jelikož zákonodárce rozhodl s účinností od 1. července 2008 o rozšíření výjimky. Předmětem samostatné evidence tak může nově být jakýkoliv ze zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, tedy kromě podílových listů otevřeného podílového fondu také podílové listy podílového fondu uzavřeného a akcie investičního fondu.

---

<sup>60</sup> Podstatou otevřeného podílového fondu je právo vlastníka kdykoliv žádat po investiční společnosti odkoupení jím vlastněného podílového listu (§ 10 odst. 2 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů).

<sup>61</sup> *Vládní návrh zákona o podnikání na kapitálovém trhu : Důvodová zpráva: Zvláštní část, k § 91 až 93* [online]. 2003 [cit. 2009-11-21]. Sněmovní tisk č. 522/0, 4. volební období. Dostupný z WWW: <<http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=522&CT1=0>>.

Samostatnou evidenci investičních nástrojů je oprávněn vést jednak centrální depozitář, jednak v závislosti na udělení povolení též další subjekty: obchodník s cennými papíry, investiční společnost, provozovatel vypořádacího systému, banka a zahraniční osoba. Je přitom otázkou, zda jsou všechny tyto osoby povolány vést samostatnou evidenci o každém z uvedených investičních nástrojů; nejasnosti panují zejména o osobách oprávněných vést samostatnou evidenci zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování. Z čistě formálního pohledu určeném jazykovým výkladem zákon žádná omezení nestanoví. Například Pauly<sup>62</sup> se však domnívá, že konkrétně ve vztahu k zaknihovaným podílovým listům otevřeného podílového fondu taková interpretace věcně neobstojí, zejména uvážíme-li motivy specifického režimu zaknihování těchto cenných papírů. Je proto logicky odůvodnitelné, aby v zájmu efektivnosti vedení evidence těchto podílových listů jím byla pověřena investiční společnost, která dané podílové listy emitovala, či alternativně investiční společnost, jež na základě ustanovení § 15 odst. 1 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZKI“), majetek investiční společnosti-emitenta podílových listů obhospodařuje. Jen obtížně lze však nalézt důvod, proč by vedením samostatné evidence těchto cenných papírů měly být pověřeny ostatní subjekty uvedené v § 93 odst. 2 písm. a), c), d) a e) ZPKT, když žádný specifický vztah k předmětným podílovým listům nemají.<sup>63</sup> Obdobně diskutabilní je dále oprávnění centrálního depozitáře evidovat cenné papíry kolektivního investování v samostatné evidenci, když tyto může evidovat v evidenci centrální s ostatními cennými papíry. Nicméně, jakkoliv se ztotožňuji s Paulyho závěry a domnívám se, že spíše odpovídají záměru zákonodárce<sup>64</sup> než platný text zákona, obávám se, že v praxi převáží formální interpretace, podle níž jsou k vedení samostatné evidence zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování oprávněny i jiné osoby než výše uvedené investiční společnosti.

Za samostatnou evidenci investičních nástrojů zákon dále považuje evidenci cenných papírů vedenou Českou národní bankou podle zákona č. 6/1993 Sb., o České

---

<sup>62</sup> Pauly, J. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. Právník. 2005, roč. 144, č. 8, s. 864-866.

<sup>63</sup> Obdobně, a to absencí specifického vztahu, lze argumentovat i ve vztahu k zaknihovaným podílovým listům uzavřeného podílového fondu a k akciím investičních fondů.

<sup>64</sup> Vládní návrh zákona o podnikání na kapitálovém trhu : Důvodová zpráva: Zvláštní část, k § 91 až 93 [online]. 2003 [cit. 2009-11-21]. Sněmovní tisk č. 522/0, 4. volební období. Dostupný z WWW: <<http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=522&CT1=0>>.

národní bance, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o ČNB“); při vedení této evidence je proto ČNB také vázána obecnými zásadami vedení evidence investičních nástrojů obsažených v § 94 až 99a ZPKT. V evidenci ČNB jsou na základě ust. § 31 odst. 2 zákona o ČNB evidovány cenné papíry vydávané Českou republikou (Ministerstvem financí ČR) splatné do jednoho roku, krátkodobé cenné papíry vydávané ČNB se splatností do šesti měsíců a dále dluhopisy emitované třetími osobami se splatností do jednoho roku. Jedná se přitom o cenné papíry vydávané zásadně v zaknihované podobě, tudíž i ve vztahu k nim se nabízí otázka, zda má samostatná evidence ČNB na uvedené cenné papíry takřkajíc monopol, či zda i tyto krátkodobé cenné papíry lze alternativně vést v centrální evidenci cenných papírů. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu nenabízí, na rozdíl od případu zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, jednoznačnou odpověď. Kupříkladu Pauly nepochybuje, že krátkodobé dluhopisy třetích osob lze jistě zaknihovat jak v samostatné evidenci ČNB, tak v evidenci centrální, a že ustanovení ZPKT nebrání dospět k totožnému závěru ani u obou zbývajících druhů cenných papírů, jakkoliv je v jejich případě zaknihování v centrální evidenci fakticky nepravděpodobné.<sup>65</sup> Domnívám se, že pokud by zákonodárce měl v úmyslu povolit zaknihování předmětných krátkodobých cenných papírů také v centrální evidenci, zvolil by v ust. § 92 odst. 1 písm. b) ZPKT stejnou formulaci jako u zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování sub. písm. a). Na druhou stranu, vzhledem k nepřehlédnutelnému nešvaru zákona o podnikání na kapitálovém trhu, totiž častým formulačním nepřesnostem, soudím, že taková přísná interpretace není na místě, a tak se při absenci výslovného zákonného ustanovení přikláním k výše uvedenému názoru, totiž že samostatná evidence cenných papírů vedená ČNB není ve vztahu k cenným papírům v ní evidovaných evidencí výlučnou.

Samostatná evidence investičních nástrojů může být vedena jak na účtech vlastníků, tak na účtech zákazníků. Zákon stanoví, které osoby mohou vést evidenci navazující na samostatnou evidenci (§ 93 odst. 3 ZPKT), přičemž za pozornost jistě stojí fakt, že tato navazující evidence nemusí být výlučně vedena na účtech vlastníků, nýbrž za určitých okolností ji lze vést také na účtech zákazníků. To je konkrétně možné, je-li zákazníkem osoby vedoucí evidenci navazující na samostatnou evidenci

---

<sup>65</sup> Pauly, J. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. Právník. 2005, roč. 144, č. 8, s. 864.

investičních nástrojů zahraniční depozitář, zahraniční osoba oprávněná vést evidenci investičních nástrojů nebo zahraniční osoba podle § 93 odst. 3 písm. e) ZPKT, pokud tato osoba vede navazující evidenci v zahraničí podle zahraničního právního řádu. Výsledná struktura takové evidence bude vždy – na rozdíl od jiných samostatných evidencí – nejméně tříčlanková.

Způsob vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů upravuje vyhláška č. 58/2006 Sb., ve znění vyhlášky č. 238/2008 Sb. (dále jen „vyhláška č. 58/2006 Sb.“). Předpis stanoví zejména technické a organizační požadavky na používaný informační systém, minimální obsahové náležitosti evidence a výpisů z majetkových účtů a dále konkretizuje předpoklady pro provádění zápisů do evidence. Vzhledem k rozdílné povaze investičních nástrojů, které mohou být předmětem samostatné evidence, upravuje vyhláška samostatně zásady pro vedení evidence zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, evidence listinných cenných papírů v úschově a evidence zahraničních cenných papírů. Na jiné než uvedené investiční nástroje se dle zbytkového ustanovení § 11 vyhlášky přiměřeně použijí ustanovení upravující tu evidenci investičních nástrojů, jež je svou povahou těmto jiným investičním nástrojům nejbližší. Vyhláška konečně samostatně upravuje také vedení evidence navazující na evidenci cenných papírů vedenou ČNB. Způsob vedení této samostatné evidence regulují Pravidla Systému krátkodobých dluhopisů v podobě účinné od 1. května 2007.

### **1.11.3 Evidence emise**

Na základě ustanovení § 94 odst. 9 ZPKT jsou centrální evidence cenných papírů vedená centrálním depozitářem, samostatná evidence zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování a samostatná evidence cenných papírů vedená ČNB vedeny též v evidenci emise.

Zákonná úprava evidence emise je, zvláště při srovnání s úpravou registrů emitentů cenných papírů v ZCP, spíše strohá. Již citované ustanovení § 94 odst. 9 ZPKT ukládá osobě vedoucí evidenci emise toliko povinnost registrovat údaje o osobě emitenta a o jednotlivých cenných papírech v rozsahu údajů zapisovaných na majetkový účet. Co je obsahem evidence emise zaknihovaných cenných papírů vedených centrálním depozitářem lze tak mnohem lépe vyčíst např. z § 111 odst. 2 ZPKT, který



stanoví náležitosti výpisu z evidence emise; toto ustanovení je přiměřeně použitelné také na evidenci emise zaknihovaných cenných papírů vedených v samostatné evidenci. Úprava ostatních otázek, zejména způsob vedení evidence emise, je nicméně zcela svěřena regulaci provozním řádům centrálního depozitáře a ČNB a v případě samostatné evidence zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování podzákonnému právnímu předpisu.<sup>66</sup> Je přitom diskutabilní, zda by vzhledem k důležitosti, kterou zákon výpisu z evidence emise přikládá, nebyl vhodnější podrobnější legislativní rámec.

Ptáme-li se po významu evidence emise z hlediska zaknihování cenného papíru, pak z ustanovení § 95 odst. 1 ZPKT vyplývá, že na rozdíl od předešlé právní úpravy, jež konstruovala jako konstitutivní obě větve zaknihování,<sup>67</sup> nyní zápis do evidence emise za konstitutivní považovat nelze. Hlavní význam evidence emise tak v současnosti spočívá v tom, že objeví-li se rozpor mezi údaji na výpisech z evidence emise a z majetkového účtu, za rozhodující mají být považovány na základě ust. § 99 odst. 3 ZPKT údaje na výpisu z evidence emise (k povaze zápisů do evidence investičních nástrojů více viz podkapitola 1.14).

Vztah mezi osobou vedoucí evidenci emise a emitentem cenných papírů se řídí, nestanoví-li zákon o podnikání na kapitálovém trhu jinak, obchodním zákoníkem. Základem tohoto vztahu je smlouva mezi emitentem a oprávněným subjektem o založení a vedení evidence emise zaknihovaných cenných papírů. Jedná se o smlouvu inominátní a úplatnou, přičemž dohoda o výši úplaty je plně v rukou stran. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu již vzhledem k soukromoprávnímu charakteru popsaného závazkového vztahu neodkazuje na cenové předpisy tak, jak to dříve činil § 56 odst. 8 ZCP ve znění účinném do 30. dubna 2004.

## ***1.12 K osobám vedoucím evidenci investičních nástrojů***

Okruh osob oprávněných k vedení evidence investičních nástrojů stanoví zákon samostatně pro centrální evidenci cenných papírů v § 92 ZPKT a pro samostatnou evidenci investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci v § 93

---

<sup>66</sup> Konkrétně se jedná o čl. 29 a násl. Provozního řádu centrálního depozitáře, o § 22 Pravidel Systému krátkodobých dluhopisů a § 14 vyhlášky č. 58/2006 Sb.

<sup>67</sup> Pauly, J. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. Právník. 2005, roč. 144, č. 8, s. 875–879.

ZPKT. Obecně lze říci, že zákon rozlišuje mezi povinným a dobrovolným vedením evidence. Ze subjektů povinně vedoucích určitý druh evidence investičních nástrojů zaujímá specifické postavení zejména centrální depozitář, jemuž zákon tuto povinnost ukládá ve vztahu k centrální evidenci cenných papírů. Za okolností uvedených v § 12c ZPKT a § 9 odst. 1 ZKI jsou vedením evidence povinováni také obchodník s cennými papíry a investiční společnost, ovšem na rozdíl od centrálního depozitáře mohou tito zajistit vedení předmětné evidence i prostřednictvím služeb jiného subjektu.

Ustanovení § 10 vyhlášky 58/2006 Sb. ukládá osobám oprávněným vést samostatnou evidenci investičních nástrojů nebo evidenci navazující na samostatnou evidenci, pokud není vedení evidence dané osobě uloženo § 12c odst. 1 ZPKT nebo § 9 odst. 1 písm. b) ZKI, povinnost informovat ČNB o dnech zahájení a ukončení vedení evidence a o adrese pro doručování ve věcech vedení evidence, stejně jako každou její změnu. Uvedené ustanovení umožňuje ČNB zabezpečit náležitý dohled nad vedením příslušných evidencí ode dne zahájení jejich činnosti, což lze z hlediska zájmu na dodržení zákonné standardu poskytovaných služeb jen vítat. Jen pro úplnost bych ráda dodala, že vyhláška nedopadá na osoby oprávněné vést evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů, takže při absenci jiného předpisu nezbývá než konstatovat, že tyto osoby informační povinnost v popsaném rozsahu nemají. Výkon dohledu ČNB nad způsobem, jakým tyto osoby povedou evidenci, tak může být v důsledku popsané legislativní mezery do jisté míry ztížen.

Z osob oprávněných vést evidenci investičních nástrojů bych se v následujících bodech ráda podrobněji věnovala centrálnímu depozitáři, neboť se jedná o zbrusu nového účastníka kapitálového trhu, jehož činnost vykazuje ve srovnání s jinými subjekty působícími tamtéž zcela specifický charakter, a dále pak obchodníkům s cennými papíry a investičním společností, neboť se domnívám, že jmenovaní budou v roli osob vedoucích některou z evidencí investičních nástrojů často vystupovat.

### **1.12.1 Centrální depozitář cenných papírů**

Na rozdíl od Střediska cenných papírů, jež bylo zřízeno Ministerstvem financí ČR v právní formě příspěvkové organizace, je centrální depozitář právnickou osobou soukromého práva, která činnosti centrálního depozitáře vykonává na základě povolení ČNB. Povolení k činnosti centrálního depozitáře může být přitom uděleno pouze

akciové společnosti se sídlem v České republice, má-li základní kapitál ve výši alespoň 100 000 000 Kč, jejíž počáteční kapitál včetně základního má průhledný a nezávadný původ a jestliže splní další zákonné podmínky uvedené zejména v ustanoveních § 101 a §103 ZPKT. ČNB posoudí připravenost subjektu vést centrální evidenci cenných papírů pro všechny zaknihované cenné papíry včetně dokumentace k této evidenci a jeho další personální, věcné a organizační předpoklady pro výkon činnosti centrálního depozitáře. V této souvislosti je třeba zdůraznit, že na rozdíl od běžnějšího povolovacího režimu, kdy je při splnění zákonem stanovených předpokladů na udělení povolení právní nárok, je řízení o udělení povolení k činnosti centrálního depozitáře ovládáno zásadou koncesní, a tedy jeho pozitivní výsledek zcela závisí na správním uvážení ČNB.<sup>68</sup> Povolení se uděluje na dobu neurčitou a ČNB v něm uvede, které činnosti podle § 100 odst. 3 ZPKT je centrální depozitář oprávněn vykonávat a v jakém rozsahu, popř. stanoví další podmínky, jež musí žadatel splnit před zahájením vedení centrální evidence cenných papírů nebo dodržovat při jejím vedení.

Součástí povolení je dále schválený provozní řád centrálního depozitáře, v němž centrální depozitář upraví pravidla svého fungování, zejména specifikuje seznam poskytovaných služeb, způsob zakládání a rušení majetkových účtů, způsob předávání příkazů k provedení změn na majetkových účtech, určení závěrky dne a další údaje stanovené § 104 ZPKT. Provozní řád nebo jeho změna nabývá účinnosti okamžikem uveřejnění, pokud ovšem centrální depozitář nestanoví datum pozdější. Uveřejněním zákon rozumí zpřístupnění provozního řádu způsobem umožňujícím dálkový přístup a poskytnutí řádu k nahlédnutí v sídle centrálního depozitáře, popř. také v jeho provozovně. Schválení ČNB podléhá každá změna provozního řádu.

Ve srovnání s aktivitami Střediska cenných papírů zákon o podnikání na kapitálovém trhu výrazně rozšířil okruh činností, k jejichž výkonu bude centrální depozitář oprávněn. Základní činnosti uvedené v § 100 odst. 1 ZPKT - vedení centrální evidenci cenných papírů v České republice, přidělování identifikačního označení investičním nástrojům (ISIN) a provozování vypořádacího systému - je centrální depozitář povinen vykonávat přímo ze zákona. Kromě nich je centrální depozitář dále

---

<sup>68</sup> Ust. § 103 odst. 5 ZPKT ve spojení s § 194 odst. 1 ZPKT, podle něhož se na řízení podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, a tedy i pro řízení o udělení povolení k činnosti centrálního depozitáře, použijí předpisy o správním řízení. Rozhodnutí, jímž ČNB nevyhoví žádosti, musí být náležitě odůvodněno (§ 68 zákona č. 500/2004 Sb., správního řádu).

oprávněn vést samostatnou evidenci investičních nástrojů, na základě registrace u ČNB vykonávat podnikatelskou činnost související se správou vlastního majetku a vykonávat ty z činností uvedených v § 100 odst. 3 ZPKT, které mu byly povoleny ČNB.

Zařazení některých z doplňkových služeb do zákonného výčtu vzbuzuje ovšem odborné námitky. Nejčastěji kritizováno bývá oprávnění centrálního depozitáře poskytovat svým účastníkům půjčky cenných papírů vedených v centrální evidenci cenných papírů a dále oprávnění zajišťovat pro emitenty a pro své účastníky správu investičních nástrojů. Půjčování je kontroverzní z toho důvodu, že je zákon nepodmiňuje souhlasem vlastníka půjčovaných cenných papírů. Jak poukázali zpravodajové Legislativní rady vlády, lze si pak představit situaci, kdy investor k rozhodnému dni pro konání valné hromady zjistí, že hlasovací práva nemá, neboť se akcie nenacházely ten den na jeho účtu.<sup>69</sup> Co se týče oprávnění spravovat investiční nástroje emitentů a účastníků centrálního depozitáře tak není zejména zřejmé, jaké činnosti by byly náplní takové služby, když na základě ustanovení § 36 odst. 1 ZCP je správu cenných papírů možné vykonávat pouze pro vlastníka cenných papírů, nikoliv pro osobu jinou.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu speciálně upravuje některé náležitosti centrálního depozitáře jako akciové společnosti, přičemž v řadě aspektů váže jeho aktivity na povolení či součinnost České národní banky. Centrální depozitář může vydávat pouze zaknihované akcie či listinné akcie na jméno, jejichž převod je vždy podmíněn souhlasem představenstva depozitáře. Schválení ČNB podléhá nabytí či zvýšení kvalifikované účasti na centrálnímu depozitáři, popř. jeho ovládnutí; předchozí souhlas ČNB je podmínkou výkonu funkce vedoucí osoby centrálního depozitáře. Na povolení ČNB je vázána i dispozice s podnikem centrálního depozitáře či jeho fúze. V zájmu zajištění kontinuity činností centrálního depozitáře je konečně ČNB oprávněna ovlivnit vstup centrálního depozitáře do likvidace.

Ačkoliv se k exkluzivitě centrálního depozitáře zákon o podnikání na kapitálovém trhu výslovně nevyjadřuje, z pojetí centrální evidence cenných papírů jako místa, kde jsou evidovány všechny zaknihované cenné papíry vydané v České republice (tedy kromě těch evidovaných v samostatné evidenci na základě § 92 odst. 1 písm. a)

---

<sup>69</sup> Pelikánová, I., Dědič, J., Čech, P. Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu - ostuda české legislativy i vážná hrozba. Právní zpravodaj. 2004, roč. 5, č. 1, s. 14.

a b) ZPKT), vyplývá, že centrální depozitář bude pouze jeden.<sup>70</sup> Pro tento závěr hovoří i ekonomické důvody, neboť vezmeme-li v úvahu náklady spojené se zajišťováním služeb centrálního depozitáře a velikost českého kapitálového trhu, je zřejmé, že při existenci více centrálních depozitářů by nutně vzrostly i ceny poskytovaných služeb, zatímco jediný centrální depozitář bude moci využít úspory z rozsahu a účtovat si nižší ceny, aniž by cenová soutěž představovala riziko pro jeho ekonomickou soběstačnost.

### 1.12.2 Účastnický princip

Významnou změnou učiněnou po vzoru zahraničních úprav je konstruování centrálního depozitáře na účastnickém principu. Jeho podstata spočívá v tom, že s majetkovými účty vedenými centrálním depozitářem nebudou moci jejich majitelé nakládat přímo, jak tomu bylo zvykem u Střediska cenných papírů, ale pouze prostřednictvím tzv. účastníků centrálního depozitáře. Pouze tyto osoby zákon v § 109 ZPKT opravňuje k tomu, aby centrálnímu depozitáři podávaly příkazy k založení nebo zrušení majetkového účtu, k provedení změny na majetkovém účtu či k provedení jiné služby, tedy aby zprostředkovaly komunikaci mezi vlastníky investičních nástrojů na straně jedné a centrálním depozitářem na straně druhé. Uvedené činnosti přitom účastníci nevykonávají pro vlastníky investičních nástrojů ze zákona, ale na základě smluvního ujednání, jehož obsahem je závazek účastníka přijímat pokyny vlastníka investičního nástroje a tyto pokyny následně ve formě odpovídajících příkazů předávat centrálnímu depozitáři. Jako i jiné právní vztahy vznikající v souvislosti s vedením evidencí investičních nástrojů je i tento podřízen režimu obchodního zákoníku.

Na nepřímý způsob podávání příkazů jsou odkázáni jak vlastníci investičních nástrojů, tak dle výslovné formulace § 110 odst. 2 ZPKT i ti majitelé účtu zákazníků, kteří sami nejsou účastníky depozitáře. Domnívám se přitom, že zatímco ve vztahu k vlastníkům investičních nástrojů, často drobným investorům, může být omezení jejich přístupu do centrálního depozitáře legitimně odůvodněno zájmem na zvýšení bezpečnosti evidence investičních nástrojů vedených centrálním depozitářem, v případě zákazníků centrálního depozitáře se bezpečnostní hledisko sotva uplatní a požadavek účastnictví tak vnímám jako nadbytečný. Je-li určitý subjekt zákonem oprávněn otevřít

---

<sup>70</sup> S jediným centrálním depozitářem výslovně počítá důvodová zpráva k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu. Ve prospěch uvedeného závěru se vyslovila i většina komentářů, viz např. *Pauly, J.* Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. *Právník*. 2005, roč. 144, č. 8, s. 890.

si u centrálního depozitáře účet zákazníků a vést navazující evidenci, usuzují, že stejný subjekt bude dozajista dostatečně kvalifikován vést bez dalšího i přímou komunikaci s centrálním depozitářem. Jak vidno, zákonodárce zvolil restriktivnější variantu úpravy, v jejímž důsledku jedinými zainteresovanými osobami oprávněnými podávat centrálnímu depozitáři příkazy přímo zůstávají emitenti cenných papírů, kteří s centrálním depozitářem uzavřeli smlouvu o vedení evidence emise zaknihovaných cenných papírů a depozitáři dávají příkaz k zápisu souvisejícímu s evidencí emise, a dále osoby uvedené v § 115 odst. 1 ZPKT.<sup>71</sup>

S výše uvedeným zájmem na zvýšení bezpečnosti zejména centrální evidence cenných papírů pojmově souvisí i to, které osoby se mohou stát účastníkem centrálního depozitáře. Dle taxativního výčtu obsaženému v § 109 odst. 3 ZPKT se jedná zejména o subjekty veřejného práva a dále o subjekty soukromého práva podléhající státnímu dozoru. Účastnictví nelze pojmově spojovat s vlastnictvím akcií centrálního depozitáře, jedná se o vztah založený soukromoprávní smlouvou. Obdobně jako u smlouvy mezi vlastníkem investičního nástroje a účastníkem centrálního depozitáře se i v případě smlouvy o účastnictví jedná o inominátní kontrakt ve smyslu § 269 odst. 2 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, ve znění pozdějších předpisů, jehož obsahem jsou ujednání o předávání a přijímání pokynů.

Na základě § 109 odst. 7 ZPKT mohou účastníci podávat příkazy centrálnímu depozitáři jak přímo, tak prostřednictvím organizátora regulovaného trhu, provozovatele vypořádacího systému nebo zahraniční osoby s obdobnými předměty činnosti. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu přitom nevyžaduje, aby byli výše jmenovaní prostředníci zároveň účastníky centrálního depozitáře; v případě provozovatele vypořádacího systému účastnictví v depozitáři ostatně možné ani není. Ačkoliv je tato výjimka z účastnického principu fungování centrálního depozitáře odůvodnitelná praktickými hledisky, obávám se, že z koncepčního pohledu se o ideální řešení nejedná. Je-li funkce účastníka centrálního depozitáře odůvodněna zájmem na zajištění vysokého standardu komunikace s centrálním depozitářem, možnost účastníků využít ke

---

<sup>71</sup> Zákon o podnikání na kapitálovém trhu upravuje pouze uvedené výjimky ze zásady nepřímé komunikace s centrálním depozitářem. Z ustanovení § 42 ZCP lze ovšem vyvodit, že k přímé komunikaci s centrálním depozitářem jsou oprávněni i zástavní věřitel, dlužník či zástavce, a to podávají-li příkaz k zápisu (zániku) smluvního zástavního práva k cennému papíru evidovanému na účtu vlastníka vedeného centrálním depozitářem. Z účastnického principu fungování centrálního depozitáře tak existuje více výjimek, než by se na první pohled zdálo.

komunikaci s depozitářem třetích osob opodstatněnost této funkce nutně relativizuje, zvláště když jiné kvalifikované subjekty, např. zákazníci centrálního depozitáře, výsadu přímé komunikace s centrálním depozitářem automaticky nepožívají.<sup>72</sup>

Zákon nestanoví, zda se účastnický princip uplatní vedle centrální evidence cenných papírů také u samostatných evidencí investičních nástrojů vedených centrálním depozitářem. Osobně však mám za to, že § 109 ZPKT je při absenci ustanovení a contrario nutno chápat jako obecné ustanovení upravující způsob komunikace s centrálním depozitářem, a tudíž použitelné jak ve vztahu k centrální evidenci cenných papírů, tak ve vztahu k samostatné evidenci investičních nástrojů vedené depozitářem.<sup>73</sup> O správnosti uvedeného závěru svědčí např. i aktuální verze provozního řádu centrálního depozitáře, jež s rolí účastníků výslovně počítá i při vedení samostatné evidence investičních nástrojů.<sup>74</sup>

### **1.12.3 Další osoby oprávněné vést evidenci investičních nástrojů: obchodníci s cennými papíry a investiční společnosti**

Jak obchodníci s cennými papíry, tak investiční společnosti jsou zákonem o podnikání na kapitálovém trhu oprávněni k vedení evidence navazující na centrální evidenci cenných papírů, samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci. Předpokladem pro vedení kterékoliv z uvedených evidencí je povolení ČNB k poskytování doplňkové investiční služby úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb (§ 4a ZPKT). Dle ust. § 4 odst. 6 ZPKT zahrnuje tato investiční služba též vedení uvedených evidencí investičních nástrojů, speciální povolení tak není k zahájení vedení příslušné evidence potřeba.

Zákon dále stanovuje okruh investičních nástrojů, k vedení jejichž evidence povolává obchodníka s cennými papíry a investiční společnost. Tak na základě ustanovení § 12c ZPKT je obchodník s cennými papíry povinen zajistit vedení evidence těch zaknihovaných cenných papírů, s jejichž vlastníkem uzavřel smlouvu o úschově

---

<sup>72</sup> Uvedená kritika se týká také výše citovaného ustanovení § 42 ZCP, které umožňuje podávání přímých příkazů i laickým osobám, a tudíž dále rozměšňuje opodstatněnost účastnického principu fungování centrálního depozitáře.

<sup>73</sup> Jinak řečeno, účastnický princip je dle mého názoru pojmově spjat s centrálním depozitářem, a ze subjektů oprávněných vést některou z evidencí investičních nástrojů pouze s depozitářem, nikoliv s určitým druhem evidence investičních nástrojů.

<sup>74</sup> Viz čl. 51 a násl. Provozního řádu. Viz Centrální depozitář cenných papírů, a.s. *Provozní řád* [online]. 2009 [cit. 2009-11-30]. Dostupný z WWW:

<[http://www.centraldepository.cz/CDCP\\_downloads/Rules\\_Regulation/CZ/CDCP\\_provozni\\_rad.pdf](http://www.centraldepository.cz/CDCP_downloads/Rules_Regulation/CZ/CDCP_provozni_rad.pdf)>.

investičních nástrojů a které jsou vedeny v centrální evidenci cenných papírů na účtu zákazníků, a to v evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů. Dále je obchodník s cennými papíry povinen zajistit vedení evidence listinných investičních nástrojů, které převzal od zákazníků do úschovy, zahraničních investičních nástrojů, které převzal od zákazníků za účelem poskytnutí investiční služby, a konečně i jiných investičních nástrojů, jež převzal od zákazníků za účelem poskytnutí investiční služby a jejichž povaha to umožňuje. Vedení evidencí těchto investičních nástrojů je povinen zajistit v režimu samostatné evidence investičních nástrojů. Konečně v evidenci navazující na samostatnou evidenci cenných papírů vedenou ČNB je obchodník povinen zajistit vedení zaknihovaných cenných papírů, s jejichž vlastníkem uzavřel smlouvu o úschově investičních nástrojů a které jsou vedeny v samostatné evidenci cenných papírů vedenou ČNB. Z dikce ust. § 12c a § 12d ZPKT pak vyplývá, že příslušné evidence nemusí obchodník s cennými papíry vést osobně, ale může jejich vedením pověřit i jinou osobu oprávněnou k vedení evidence investičních nástrojů. Jenom pro úplnost bych v této souvislosti ráda uvedla, že taková třetí osoba by z hlediska ustanovení § 10 vyhlášky č. 58/2006 Sb. již nebyla považována za osobu povinně vedoucí evidenci a byla by proto povinována notifikační povinností co do zahájení a skončení vedení evidence vůči ČNB.

Ve srovnání s obchodníkem s cennými papíry je evidenční povinnost uložená zákonem investiční společnosti konstruována co do svého rozsahu podstatně úžeji. Dle ust. § 9 odst. 1 písm. b) ZKI je investiční společnost povinna zajistit vedení evidence listinných cenných papírů vydaných fondem kolektivního investování, které jí zákazníci svěřili do úschovy nebo správy, a to v režimu samostatné evidence investičních nástrojů. Oproti tomu v případě zaknihovaných podílových listů otevřeného podílového fondu dává zákon investiční společnosti alternativně na výběr mezi jejich zaknihování v centrální evidenci cenných papírů či v samostatné evidenci investičních nástrojů. Rozhodne-li se ovšem investiční společnost pro druhou z možností, musí počítat s tím, že se v pojetí vyhlášky č. 58/2006 Sb. jedná o tzv. dobrovolné vedení evidence, a tudíž podléhá několikrát zmíněné notifikační povinnosti vůči ČNB. Konečně, jak vyplývá z ust. § 15 ZKI, ani investiční společnost nemusí vést samostatnou evidenci daných investičních nástrojů sama, ale může to za ni činit jiná investiční společnost s odpovídajícím povolením.



### ***1.13 Právní vztahy vznikající při vedení evidence investičních nástrojů***

Jak bylo podrobně vysvětleno v podkapitole 1.6, v systémech nepřímé držby působí centrální depozitář především jako schovatel investičních instrumentů, který evidenci uschovaných cenných papírů vede z titulu své schovatelské činnosti. Naproti tomu v pojetí zákona o cenných papírech ve znění účinném do 30. dubna 2004 bylo vedení evidence zaknihovaných cenných papírů konstruováno jako činnost vykonávaná oprávněnou osobou nezávisle na právních vztazích k předmětu této evidence. Tohoto pojetí se pak, přes všechny změny související s nově konstruovaným systémem evidence investičních nástrojů, drží ve velké míře i zákon o podnikání na kapitálovém trhu.

Povahu právního vztahu mezi centrálním depozitářem a osobou, pro niž depozitář vede majetkový účet, není při absenci legislativního ukotvení snadné jednoznačně určit. Předně, ačkoliv lze v činnosti centrálního depozitáře spočívající ve vedení majetkových účtů najít mnohé shodné rysy s činností schovatele cenných papírů, domnívám se, že postavení schovatele centrální depozitář v pojetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu nemá a mít nemůže. Jednak proto, že evidenci nevede na základě smluvního ujednání s vlastníkem cenných papírů, ale přímo ze zákona, jednak proto, že není povinen plnit pokyny vlastníka cenných papírů, ale pouze příkazy účastníka centrálního depozitáře. Jako nepodloženou je třeba zamítnout i argumentaci, podle které majitel majetkového účtu a centrální depozitář uzavírají smlouvu konkludentně v okamžiku, kdy centrální depozitář akceptuje majitelův příkaz. Jako nejpravděpodobnější se tak jeví závěr, že mezi centrálním depozitářem a majitelem majetkového účtu smluvní vztah vůbec nevzniká a centrální depozitář vede evidenci cenných papírů a plní příkazy přímo na základě zákona.<sup>75</sup>

Odlišná bude ovšem povaha právních vztahů u těch evidencí investičních nástrojů, jež povedou osoby z titulu převzetí investičních nástrojů do úschovy či za poskytnutím služby; příkladem může být samostatná evidence investičních nástrojů vedená obchodníkem s cennými papíry na základě ustanovení § 12c písm. c), d) a e) ZPKT. V takových případech lze dle mého názoru na tyto osoby pohlížet jako na schovatele vedoucí evidenci z titulu smluvního vztahu se svým zákazníkem, tím pádem

---

<sup>75</sup> Pihera, V. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu. Právní rozhledy. 2005, roč. 13, č. 1, s. 26.

blížící se postavení centrálního depozitáře v systémech nepřímé držby.

Smluvní základ má i činnost spočívající ve vedení tzv. navazujících evidencí. Ustanovení § 94 odst. 4 ZPKT stanoví, že na účtu zákazníků lze evidovat pouze investiční nástroje, které majitel účtu převzal od jejich vlastníků. Co je obsahem převzetí nástroje specifikuje ve vztahu k zákaznickým účtům vedeným v evidenci centrálního depozitáře § 110 odst. 1 ZPKT.<sup>76</sup> Dle citovaného ustanovení je evidování investičních nástrojů na účtu zákazníků podmíněno uzavřením smlouvy o úschově mezi vlastníkem daného nástroje a majitelem účtu zákazníků. Ve vztahu k účtům zákazníků vedených v samostatné evidenci investičních nástrojů se ovšem zákon k smluvnímu podkladu převzetí konkrétněji nevyjadřuje, lze si tedy představit, že na těchto účtech budou investiční nástroje vedeny i z titulu jiné smlouvy než o úschově, například smlouvy o obhospodařování cenných papírů či smluv obstaravatelského typu.<sup>77</sup>

Vraťme se nyní k evidenci vedené centrálním depozitářem a požadavku zákona, aby na účtu zákazníků byly evidovány pouze ty investiční nástroje, s jejichž vlastníkem majitel tohoto účtu uzavřel smlouvu o úschově investičních nástrojů. To by ovšem při doslovném výkladu zákona znamenalo, že by se určitá osoba musela nejprve stát vlastníkem investičního nástroje a teprve následně uzavřít smlouvu o jeho úschově, která by založila možnost evidovat daný nástroj i na účtu zákazníků.<sup>78</sup> Realizaci tohoto požadavku si ovšem lze v řadě případů jen obtížně představit. Tak například není jasné, jak by při doslovném dodržení popsaného postupu mohlo dojít k převodu zaknihovaného cenného papíru. Dle § 96 odst. 1 ZPKT je zaknihovaný investiční nástroj převeden okamžikem zápisu na účet zákazníků, ovšem dle požadavku § 110 odst. 1 ZPKT nesmí být tento cenný papír na účtu zákazníků evidován, dokud jeho

---

<sup>76</sup> Podobně jako v případě § 109 ZPKT lze i ohledně § 110 ZPKT polemizovat, zda se jeho úprava vztahuje pouze na zákaznické účty vedené v centrální evidenci cenných papírů, či zda ji lze aplikovat také na zákaznické účty samostatné evidence investičních nástrojů, povede-li danou evidenci centrální depozitář. Dikce důvodové zprávy k ZPKT mě vede k závěru, že § 110 ZPKT dopadá na všechny evidence vedené centrálním depozitářem, z čehož budu vycházet i v dalším textu této práce. Srov. *Vládní návrh zákona o podnikání na kapitálovém trhu : Důvodová zpráva: Zvláštní část*, k §110 a 111 [online]. 2003 [cit. 2009-11-21]. Sněmovní tisk č. 522/0, 4. volební období. Dostupný z WWW: <<http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=522&CT1=0>>.

<sup>77</sup> Nakolik bude uvedená možnost využívána jistě nepřímo ovlivní také ustanovení § 12c ZPKT. To ukládá obchodníkovi s cennými papíry evidenční povinnost nezávisle na právním důvodu převzetí pouze ve vztahu k zahraničním investičním nástrojům; u ostatních investičních nástrojů je obchodník povinen zajistit vedení jejich evidence jen, převzal-li tyto nástroje do úschovy. Pokud by tyto investiční nástroje převzal v rámci jiného smluvního ujednání, záviselo by jejich zanesení do příslušné evidence pouze na rozhodnutí zúčastněných osob.

<sup>78</sup> *Dědič, J., Čech, P. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadujících jejich rychlou novelizaci. Právní zpravodaj. 2004, roč. 5, č. 6, s. 4-5.*

vlastník neuzavře s majitelem účtu zákazníků smlouvu o úschově tohoto konkrétního cenného papíru. To ovšem může učinit až poté, co se vlastníkem převáděného zaknihovaného investičního nástroje stane, tedy poté, co bude tento nástroj na účtu zákazníků zapsán. Vzhledem k tomu, že zákon o cenných papírech nevyžaduje k platnému uzavření smlouvy o úschově cenných papírů písemnou formu, dalo by se snad uvažovat, že smlouva mezi vlastníkem investičního nástroje a majitelem účtu zákazníků je uzavřena konkludentně v okamžiku zápisu zaknihovaného investičního nástroje na příslušný účet zákazníka. I takto uzavřená smlouva by ovšem musela ze zákona obsahovat určení osob, které jsou s cenným papírem ukládaným do úschovy oprávněny nakládat, což by při navrženém řešení bylo realizovatelné jen stěží.<sup>79</sup>

Zvolení úschovy investičních nástrojů jako výchozího smluvního typu určující obsah právního vztahu mezi vlastníkem investičního nástroje a majitelem účtu zákazníků se nejeví být optimální také z jiného důvodu. Lze předpokládat, že služeb majitele účtu zákazníků budou využívat především ti investoři, kteří nebudou mít zájem spravovat své investiční nástroje přímo; ostatně je to právě možnost flexibilnějšího obhospodařování portfolií investorů, již mělo zřízení zákaznických účtů v první řadě umožnit. K takové činnosti však majitel účtu zákazníků v roli schovatele investičních nástrojů oprávněn není, proto bude-li vlastník o tyto služby stát, bude muset s majitelem účtu zákazníků uzavřít další smlouvu, která správu či obhospodařování uschovaných investičních nástrojů umožňuje.<sup>80</sup>

Závěrem bych pro úplnost ráda věnovala pár slov smlouvě o úschově cenných papírů. Ta byla zpočátku pojmově spjata s uložením listinných cenných papírů, možnost aplikace ustanovení § 34 ZCP také na zaknihované cenné papíry přinesla až novela zákona o cenných papírech učiněná v souvislosti s přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Vzhledem k tomu, že zaknihovaný cenný papír postrádá hmotnou podstatu, bude zřejmě jediným obsahem smlouvy o jeho úschově povinnost schovatele vést cenný papír v evidenci investičních nástrojů. Konečně jako smlouva reálná vzniká smlouva o úschově až tehdy, je-li deponovaná věc schovateli skutečně předána, což u zaknihovaného cenného papíru možné není. Za předání investičního nástroje lze proto

---

<sup>79</sup> Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol. Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání. Praha : C. H. Beck, 2005, s. 702.

<sup>80</sup> Viz § 34 až 37a ZCP.

zřejmě považovat okamžik zapsání cenného papíru na účet zákazníků patřící schovateli.<sup>81</sup>

### **1.14 Zaknihovaný cenný papír v evidenci investičních nástrojů**

Mezi investičními nástroji, vedení jejichž evidence zákon o podnikání na kapitálovém trhu v Části sedmé upravuje, zauímají zvláštní postavení zaknihované cenné papíry vzhledem k odlišným právním následkům jejich evidence ve srovnání s evidencí investičních nástrojů nezaknihovaných. Leccos bylo k tomuto tématu řečeno již v rámci předcházejícího výkladu zabývajícího se povahou a strukturou evidence investičních nástrojů, zdaleka však ne vše podstatné. V nadcházejícím oddílu bych se proto ráda věnovala právě otázkám vyplývajícím výlučně z vedení evidence zaknihovaných cenných papírů, a to zákonné konstrukci zaknihování cenného papíru a dále pak účinkům převodu vlastnického práva k zaknihovanému cennému papíru.<sup>82</sup>

#### **1.14.1 K vlastnickému právu k zaknihovanému cennému papíru a jeho převodu**

Vlastníkem zaknihovaného cenného papíru je na základě právní domněnky obsažené v § 94 odst. 3 ZPKT ta osoba, pro niž byl zřízen účet vlastníka, na němž je zaknihovaný cenný papír evidován, není-li ovšem prokázáno, že skutečným vlastníkem investičního nástroje je osoba jiná. K rozporu mezi zapsaným a skutečným stavem může dojít například v důsledku přechodu vlastnického práva k zaknihovanému cennému papíru z titulu dědění či rozhodnutím soudu o propadnutí majetku.

Co se týče nabývání vlastnického práva převodem zaknihovaného cenného papíru, zákon rozlišuje mezi transakcemi, jež se projeví pouze na vlastnických účtech, a těmi, které se zapisují také na účtu zákazníků. Převod zaknihovaného cenného papíru mezi účty vlastníků je účinný k okamžiku zápisu na účet vlastníka. Naproti tomu, je-li cenný papír převáděn na účet zákazníků, stává se investor vlastníkem cenného papíru již

---

<sup>81</sup> Pihera, V. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu. Právní rozhledy. 2005, roč. 13, č. 1, s. 25.

<sup>82</sup> Pro úplnost bych v této souvislosti ráda uvedla, že specifická úprava § 95 a 96 ZPKT se vztahuje i na jiné zaknihované investiční nástroje než zaknihované cenné papíry. Avšak vzhledem k tomu, že zaknihované cenné papíry tvoří v dané skupině investičních nástrojů naprostou většinu, budu se konkrétně zabývat pouze jimi. Nicméně lze předpokládat, že většina závěrů učiněných ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům bude přiměřeně použitelná i na jiné zaknihované investiční nástroje.

okamžikem jeho připsání na tento účet. Následné zapsání změny na příslušný účet vlastníka vedeného v navazující evidenci má z hlediska převodu vlastnického práva pouze deklaratorní charakter.

Změny na účtech vlastníků mají být ze zákona zapisovány neprodleně, nejpozději však do tzv. závěrky dne. Jedná se o časový okamžik, k němuž se údaje zapsané na účtu vlastníka stanou rozhodnými pro uplatnění práv spojených se zaknihovaným cenným papírem (§ 95 odst. 1 ZPKT). Určení závěrky dne jako nejzazšího momentu, k němuž lze proběhnuvší změny na účet vlastníků zaznamenat, ovšem nutně způsobí, že se po určitou dobu v rámci jednoho dne mohou lišit údaje zapsané na účtu vlastníka od skutečného právního stavu. Proto na rozdíl od předchozí právní úpravy, za níž mohl investor žádat vydání výpisu ze svého účtu prakticky kdykoliv během dne, bude výpis z evidence investičních nástrojů na základě ustanovení § 99 odst. 1 ZPKT vystavován výlučně k závěrce dne, tedy k okamžiku, k němuž údaje zapsané na konkrétním účtu vlastníka nabývají na účinnosti (k úskalím zvolené koncepce z hlediska teorie zaknihování cenného papíru viz oddíl 1.14.3).

### **1.14.2 Obsah zaknihování a údaje evidované na majetkových účtech**

Obsahem zaknihování jsou míněny všechny náležitosti, jež musí být do příslušné evidence zaneseny, aby zápis v ní bylo možné považovat za zaknihovaný cenný papír. Náležitosti cenných papírů obecně stanoví § 4 ZCP, konkrétně pak jiné zákony či právní předpisy. Z vlastní podstaty zaknihování, tedy z nahrazení listinného cenného papíru zápisem v evidenci, přitom vyplývá, že tento zápis by měl obsahovat všechny údaje, které by jinak byly (a musely být) zachyceny na listině představující cenný papír.<sup>83</sup>

Teoreticky vzato, zákon by vystačil s uvedenou výchozí formulí zaknihovaného cenného papíru bez toho, aby musel náležitosti zápisu do evidence podrobněji specifikovat. Nicméně tak činí v § 94 odst. 2 ZPKT, v němž stanoví údaje povinně zapisované na oba typy majetkových účtů. Na rozdíl od dřívější právní úpravy,<sup>84</sup> která obsah zaknihování vymezovala podrobně a konzistentně s výše popsány teoreticko-právními požadavky na rozsah zapisovaných údajů, v § 94 odst. 2 ZPKT přistoupil zákonodárce k mnohem úspornějšímu způsobu vyjádření, když osobám vedoucím

---

<sup>83</sup> Pauly, J. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. Právník. 2005, roč. 144, č. 8, s. 867-869.

<sup>84</sup> Ust. § 59 ZCP upravující údaje zapisované na účet majitele cenných papírů a § 61 ZCP upravující náležitosti obsahu registru emitenta. ZCP ve znění účinném do 30. dubna 2004.

evidenci toliko obecně uložil, aby evidovaly investiční nástroje. Jakkoliv je taková formulace dostačující vzhledem k těm investičním nástrojům, které existují také mimo evidenci o nich vedenou, v případě zaknihovaných cenných papírů stejný standard neobstojí. Z citovaného ustanovení nelze totiž nijak dovodit povinnost evidovat výše popsané minimum údajů, jež dělají zápis v evidenci zaknihovaným cenným papírem, v důsledku čehož hrozí, že některé zápisy nebudou schopny listinný cenný papír kvalifikovaně nahradit. Ve vztahu k samostatným evidencím investičních nástrojů tuto závažnou mezeru v zákoně vyřešila vyhláška č. 58/2006 Sb., která podrobně stanovila údaje povinně evidované u zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování (§ 14 vyhlášky), ve vztahu k evidencím vedeným centrálním deponitářem má totéž doplnit jeho provozní řád, a to zřejmě i závazně pro osoby vedoucí evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů. Domnívám se ovšem, že jednotná úprava obsahu zaknihování přímo v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu by vzhledem k zásadnímu významu této otázky byla de lege ferenda vhodnějším řešením.

Podoba, v jaké ustanovení § 94 odst. 2 ZPKT nabylo účinnosti, vykazovala řadu dalších obsahových nedostatků, jako například nesmyslný požadavek evidovat na majetkovém účtu všechna práva spojená s investičním nástrojem; naopak chybělo ustanovení, jež by přikazovalo evidovat na účtu zákonné zástavní právo. Většina těchto nešvarů byla postupně napravena novelizacemi zákona o podnikání na kapitálovém trhu, takže lze říci, že údaje povinně evidované na majetkových účtech dle aktuálního znění § 94 odst. 2 ZPKT jsou poměrně konzistentní s těmi evidovanými Střediskem cenných papírů podle předchozí právní úpravy. Majetkový účet, ať již účet vlastníka či zákazníka, musí tak ze zákona obsahovat minimálně údaje o osobě, pro kterou je veden, údaje o investičních nástrojích a s nimi spojených samostatně převoditelných právech, zástavním právem či pozastavením práva vlastníka nakládat se zaknihovanými investičními nástroji. Povinně se dále evidují také údaje o osobách oprávněných tato práva vykonávat a o zástavním věřiteli.

### **1.14.3 Právní povaha zápisů do evidence zaknihovaných cenných papírů**

Kromě obsahových náležitostí zápisu nahrazujícího listinný cenný papír je z hlediska procesu zaknihování třeba dále identifikovat tu sféru evidence investičních nástrojů, zápis do níž má ve vztahu k cennému papíru konstitutivní charakter.

Ze zákona je každý zaknihovaný cenný papír veden ve dvou paralelních evidencích, a to na majetkových účtech a v evidenci emise. Na rozdíl od dřívější právní úpravy, která za konstitutivní považovala obě tyto větve zaknihování, z § 95 odst. 1 ZPKT vyplývá, že v současnosti lze za konstitutivní považovat pouze zápisy v té části evidence vedené na majetkových účtech, konkrétně na účtech vlastníků. Zdálo by se už, že evidence emise je v pojetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu v podstatě právně bezvýznamná, kdyby jí ovšem zákon v § 99 odst. 3 nedával přednost v těch případech, kdy se liší údaje na výpisech z majetkového účtu a z evidence emise. Jedná-li se o výkon práv z cenného papíru uplatňovaných vůči emitentovi, je jistě spravedlivější dát v případě kolize výpisů přednost údajům získaným nezávisle na zainteresovaných osobách, tedy právě z výpisu z evidence emise. Upřednostňování informací získaných z této evidence však může být legitimní pouze u takové konstrukce zaknihování, jež za konstitutivní považuje obě větve zaknihování, nikoliv pak tam, kde je za konstitutivní brána pouze část evidence vedená na majetkových účtech. Ačkoliv tedy ustanovení § 99 odst. 3 ZPKT není ve své podstatě nic než parafrází osvědčeného § 87b ZCP, ve znění účinném do 30. dubna 2004, je nutné si uvědomit, že z výše popsanych důvodů v nové jednovětivé konstrukci zaknihování neobstojí.<sup>85</sup> Nejschůdnější řešení s ohledem na zájem emitentů bych viděla v návratu k binárnímu charakteru zaknihování, byť musím připustit, že by se jednalo o změnu vpravdě fundamentální povahy.

Prostý rozporů bohužel není ani závěr, dle něhož je při zaknihování cenného papíru konstitutivní zápis v evidenci vedené na účtech vlastníků. Ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům vedeným zároveň na účtu zákazníků totiž ust. § 96 odst. 1 ZPKT stanoví, že vlastnictví k převáděnému investičnímu nástroji přechází již okamžikem zápisu na účet zákazníků. Zdá se tedy, jako by zákon u zaknihovaných cenných papírů vedených na obou druzích majetkových účtů považoval za konstitutivní zápis nikoliv na účtu vlastníka, ale na účtu zákazníků. Tento zápis však postrádá údaj identifikující nabyvatele cenného papíru, z teoretického pohledu se tedy domnívám, že jej za plně konstitutivní pokládat nelze, jelikož možnost uplatnění práv z převedeného cenného papíru bude i v tomto případě závislá až na zápis na příslušný účet vlastníka náležející nabyvateli cenného papíru.

Tím se dostáváme k poslední otázce úzce související s procesem zaknihování

---

<sup>85</sup> Pauly, J. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. Právník. 2005, roč. 144, č. 8, s. 877-878.

cenného papíru, a to k určení časového okamžiku, k němuž získávají údaje zapisované na účet vlastníka legitimační funkci z hlediska uplatnění práv spojených se zaknihovaným cenným papírem. Tímto okamžikem není dle již citovaného ustanovení § 95 odst. 1 ZPKT vlastní okamžik zápisu na účet vlastníka, ale až závěrka dne určená v závislosti na druhu evidence investičních nástrojů buď provozním řádem centrálního deponitáře, vyhláškou č. 58/2006 Sb. nebo Pravidly Systému krátkodobých dluhopisů. Za jeden ze znaků samé podstaty cenného papíru bývá považováno těsné sepejetí práv spojených s cenným papírem a jejich nosiče, jímž může být v závislosti na podobě cenného papíru hmotný či nehmotný substrát. Stanoví-li však zákon, že práva spojená se zaknihovaným cenným papírem nabývají právní relevance k jedinému okamžiku v rámci celého dne, jelikož právě k němu jsou osoby vedoucí evidenci investičních nástrojů povinny zaznamenat všechny transakce v rámci daného dne proběhnuvší, je zřejmé, že zákon implicitně dovoluje, aby práva spojená se zaknihovaným cenným papírem byla od svého nosiče, záznamu v evidenci, během dne uměle oddělena a existovala nezávisle na něm. Jedná se při tom o další z nepřehlédnutelných problémů konstrukce zaknihování cenného papíru dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, které ve svém souhrnu ukazují na nedostatečně promyšlený teoreticko-právní základ zákonodárcem zvolené koncepce.



## **Cenné papíry v mezinárodním právu soukromém**

Mezi průvodní znaky stále se prohlubující globalizace kapitálových trhů patří dlouhodobě sledovaný nárůst zájmu o přeshraniční investice do cenných papírů. K nárůstu objemu tohoto typu transakcí by ovšem nedošlo bez některých finančních a technologických inovací, jež významným způsobem zjednodušily realizaci přeshraničního obchodování s cennými papíry. Řeč je především o víceúrovňových evidencích cenných papírů umožňujících bezpečné, rychlé a efektivní vypořádání proběhnuvších obchodů. Uvedený vývoj, jakkoliv vítaný z hlediska internacionalizace trhu, však značně zkomplikoval právní vztahy k cenným papírům samotným a z hlediska mezinárodního práva soukromého nastolil řadu zajímavých kolizně-právních otázek, jejichž teoretické i praktické vyřešení zaměstnává v současnosti odborníky po celém světě.

Ačkoliv jsem si dobře vědoma toho, že podrobný rozbor problematiky cenných papírů v mezinárodním právu soukromém zdaleka přesahuje kapacitu této kapitoly, považuji za vhodné poskytnout čtenáři alespoň stručný nástin některých právních problémů s touto oblastí souvisejících. Následující výklad by proto měl především posloužit k základní orientaci v jedné z neaktuálnějších otázek současného práva cenných papírů, případně podnítit čtenáře k dalšímu studiu. Zájemce o problematiku přeshraničně obchodovaných cenných papírů však musí počítat s tím, že bude odkázán na literaturu téměř výlučně zahraniční provenience; pozornost věnovaná této oblasti ze strany české právní teorie byla doposud minimální.

### ***1.15 Přímá a zprostředkovaná držba cenných papírů***

Historickými okolnostmi vzniku nepřímé držby cenných papírů a její podstatou se zabývala již podkapitola 1.6 této práce. Na tomto místě však považuji za nezbytné charakteristické rysy tohoto modelu připomenout a následně i rozšířit povědomí o jeho funkční podstatě - obojí jest totiž podmínkou pochopení kolizně-právní problematiky, která je předmětem následujícího výkladu.

V tradičním modelu držby cenných papírů má investor cenné papíry fyzicky u sebe, je považován za vlastníka těchto cenných papírů a z titulu svého vlastnictví je oprávněn vykonávat práva z nich plynoucí přímo vůči jejich emitentovi. Přímý vztah

investora a emitenta patří mezi charakteristické znaky tohoto modelu, bývá proto také označován jako přímá držba cenných papírů.

Vypořádání obchodů s přímo drženými cennými papíry probíhá fyzickým dodáním předmětných listin, což je nutně spojeno s nemalými časovými, ekonomickými a bezpečnostními úskalími. Snaha o jejich překonání vedla postupně k vytvoření alternativního způsobu investování do cenných papírů založeném na principu zprostředkované (či také nepřímé) držby cenných papírů.<sup>86</sup> V tomto modelu nedrží investor cenné papíry přímo, ale prostřednictvím zpravidla několika stupňové pyramidy prostředníků, na jejímž vrcholu stojí centrální depozitář mající investorovy cenné papíry ve fyzické detenci. K dispozici s takto drženými cennými papíry není třeba jejich fyzického přemístění, postačí zaznamenat příslušné změny na dotčených úrovních evidence. Takový systém vypořádání obchodů s cennými papíry lépe odpovídá nárokům soudobých kapitálových trhů než klasické fyzické vypořádání cenných papírů, a je proto téměř výlučně využíván při realizaci investic do zahraničních aktiv.<sup>87</sup>

Zajímavou a nanejvýše praktickou otázkou vyvstávající v souvislosti se systémem nepřímé držby cenných papírů je, jakou právní povahu má právo investora k zprostředkovaně drženému cennému papíru. Ne všechny právní řády tuto problematiku zatím upravují a ty, jež ano, kvalifikují investorovo postavení často odlišnými způsoby. Jejich podrobná analýza není účelem této stati; k vytvoření alespoň hrubé představy o různorodosti zvolených řešení však postačí, shrnu-li, že práva investora mohou mít povahu relativního práva ze závazkového vztahu, vlastnického práva ke specifickým reálným cenným papírům, spoluvlastnického práva k souboru reálných či pomyslných cenných papírů, práva sui generis s věcněprávními prvky či částečně věcného práva osoby oprávněné z trustu či kontinentálního kvazitrustu.<sup>88</sup> Podobně jako právní kvalifikace investorova postavení se v jednotlivých jurisdikcích liší i stanovení vzájemných práv a povinností mezi majitelem účtu a prostředníkem, způsob zřizování zajišťovacích prostředků ke zprostředkovaně drženým cenným

---

<sup>86</sup> Jedná se o překlad dnes obecně používaného anglického pojmu „securities held with an intermediary“.

<sup>87</sup> Realitu soudobých kapitálových trhů si lze představit jako belgického investora držící německé cenné papíry deponované u německého centrálního depozitáře prostřednictvím své belgické banky, která pro něj cenné papíry nakoupila, a její partnerské německé banky mající u německého centrálního depozitáře otevřený nominee účet.

<sup>88</sup> Podrobněji k jednotlivým variantám viz např. *Petr, O.* Investiční cenné papíry v mezinárodním právu soukromém. [s.l.], 2003. Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta. Rigorózní práce, s. 45-53; *Elek, Š.* Cenné papíry držené skrze prostředníky. *Právní rozhledy*. 2005, roč. 13, č. 21, s. 777-779.

papírům či právní záruky chránící investory v případě insolvence některého ze zprostředkovatelů.

Ačkoliv se přímé a zprostředkované investice v některých ohledech zásadně odlišují, oběma modelům držby cenných papírů je společný zájem investora, aby jeho práva k předmětu investice požívala maximální možné míry právní ochrany, nejlépe tedy věcněprávní. Investuje-li investor do tuzemských cenných papírů, bývá o míře ochrany svých práv k cennému papíru obeznámen. Jak bude nicméně ukázáno v následujícím výkladu, v případě přeshraničních investic do cenných papírů, zvláště jsou-li realizovány zprostředkovaně, může být určení rozhodného práva skutečným právním oříškem a investorovo postavení a práva k investici značně nejisté.

## ***1.16 Cenné papíry v právních vztazích s mezinárodním prvkem***

### **1.16.1 Určení rozhodného práva**

Klíčovou otázkou mezinárodního práva soukromého je způsob určení práva, jímž se určitý soukromoprávní vztah s mezinárodním prvkem řídí. Není-li k dispozici zvláštní přímá hmotněprávní úprava, použije se kolizní norma, pod kterou je posuzovaný právní vztah nutno subsumovat. K vlastnímu výběru rozhodného práva pak slouží v kolizní normě obsažený hraniční určovatel (kolizní kritérium). Tím by měla být určitá skutečnost natolik významná pro daný okruh právních otázek označených v rozsahu kolizní normy, aby byl na jejím základě vybrán právní řád mající k posuzované otázce nejbližší vztah.

Z hlediska mezinárodního práva soukromého bývají právní vztahy často složené z více samostatných právních otázek. Proto je v tomto odvětví běžným jevem, že se jednotlivé složky určitého právního poměru řídí vzhledem k navázání na odlišné hraniční určovatele různými právními řády.<sup>89</sup> Právní řád upravující určitou právní otázku bývá v české právní terminologii označován jako statut.<sup>90</sup>

V souladu s předcházejícím teoretickým výkladem lze i v případě

---

<sup>89</sup> Teorie mezinárodního práva soukromého v této souvislosti hovoří o tzv. mozaikové úpravě. Srov. Kučera, Z. Mezinárodní právo soukromé. 7. dopl. vyd. Plzeň : Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s.r.o., 2009, s. 127.

<sup>90</sup> Tak např. věcný statut je právní řád upravující věcná práva k určité věci, obligačním (závazkový) statutem se rozumí právní řád upravující vzájemná práva a povinnosti účastníků závazkového poměru. Viz Kučera, Z. Mezinárodní právo soukromé. 7. dopl. vyd. Plzeň : Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s.r.o., 2009, s. 129.

soukromoprávních vztahů k cenným papírům s mezinárodním prvkem identifikovat několik samostatných právních otázek, jež budou subsumovány pod různé kolizní normy. Primárně bude u každého instrumentu třeba nalézt právní řád rozhodný pro určení, zda posuzované aktivum splňuje náležitosti cenného papíru. Odpověď na otázku, zda došlo k platnému vtělení práva do hmotného substrátu, zpravidla poskytne právo, podle kterého byl cenný papír vydán, neboli *lex creationis* cenného papíru. V případě účastnických cenných papírů bývá tímto právem osobní statut emitenta, v případě cenných papírů dlužnických mívá přednost volba právního řádu (typicky provedena emitentem v rámci emisních podmínek). Stejným právním řádem jako vydání cenného papíru se bude následně řídit také určení práv z cenného papíru.

Bylo-li určité aktivum identifikováno jako cenný papír,<sup>91</sup> bude z hlediska českého mezinárodního práva soukromého posuzováno jako zvláštní majetková hodnota podléhající režimu movitých věcí a práva k této hodnotě jako věcná absolutní práva podobná právu vlastnickému. Věcná práva se v kolizionistice tradičně řídí právem místa, kde se věc nachází. *Lex rei sitae* (popř. *lex situs*) cenného papíru by mělo být tedy právem rozhodným pro určení obsahu absolutních práv k cennému papíru, způsob převodu vlastnického práva k němu či pro jeho zastavení. Jak ale bude ukázáno v nadcházejícím oddílu této práce, lokalizace polohy cenného papíru nemusí být v éře dematerializace a zprostředkované držby vůbec jednoduchá, popř. nevede k určení práva majícího s posuzovanou otázkou nejvýznamnější právní vztah. Hraničními určovateli věcného statutu nepřímých investic se tak stávají i skutečnosti jiné než klasický *situs* cenného papíru.

Konečně, cenné papíry mohou být předmětem smluvních i mimosmluvních závazkových právních vztahů. Pro práva a povinnosti z takového vztahu vyplývající bude rozhodné stejné právo, jakým se řídí předmětný závazkový vztah, nejčastěji tedy právo zvolené smluvními stranami.

### **1.16.2 Věcný statut cenných papírů: *lex rei sitae*, look-through approach a metoda PRIMA**

Hraničním určovatelem tradičně užívaným k identifikaci věcného statutu je místo polohy (*situs*) věci, jež je předmětem posuzovaných práv. Volba této skutečnosti

---

<sup>91</sup> S cílem nezvětšovat již dostatečně široký záběr této kapitoly jsou z dalšího výkladu vyloučeny ty případy aktiv, která se jako cenný papír nekvalifikují.

za kolizní kritérium vychází z domněnky, že přinejmenším v případě klasických věcí bude mít právní řád v místě jejich fyzické polohy nejlepší podmínky zabránit neoprávněným zásahům do věcných práv k dané věci a třetí osoby si nejsnazším způsobem ověří její aktuální právní stav. Obdobně lze předpokládat, že zřizovat věcná práva k určité věci půjde nejefektivněji právě v místě, kde se určitá věc nachází.<sup>92</sup>

U cenných papírů držených přímo nezpůsobuje určení místa jejich polohy větší problémy; lze zobecnit, že cenné papíry mají svůj situs v jurisdikci, v níž se nachází hmotný substrát je představující. V případě listinných cenných papírů půjde konkrétně o místo, kde se nacházejí předmětné listiny. U cenných papírů dematerializovaných představovaných zápisem v evidenci o klasickém situ hovořit pochopitelně nelze, avšak s použitím přiměřené míry abstrakce lze za místo jejich polohy označit stát, v němž je vedena příslušná evidence. Právní řád takto určený bude mít v souladu s výše uvedenou hypotézou zpravidla nejbližší vztah k cennému papíru, a bude tak nejlépe schopen efektivně zabezpečit ochranu a realizaci věcných práv k němu.

Řádově komplikovanější je určení věcného statutu u cenných papírů držených nepřímou, a to vzhledem k nejednoznačné právní povaze předmětu zprostředkované investice. Identifikovat situs je pochopitelně možné i v případě takových cenných papírů, postačí dobrat se skrze řetěz prostředníků ke zprostředkovateli prvního stupně. Kolizní metoda, jež pro určení práva rozhodného pro věcněprávní otázky zprostředkovaně držených cenných papírů užívá - stejně jako u přímo držených cenných papírů - místo polohy aktiva, bývá dle svého postupu nazývána metodou look-through. Ignorování specifik zprostředkované držby však s sebou nese určitá úskalí. Bude-li totiž zkoumaná vícestupňová evidence založena na principu nepřímé držby cenných papírů v pravém slova smyslu, pak právní řád, na jehož použití situs cenného papíru odkáže, nebude právním řádem majícím k investici kýžený vztah. A to z toho důvodu, že v místě, kde se nepřímou držené cenné papíry nacházejí, tedy u prostředníka prvního stupně, nepůjde zpravidla zjistit, kdo je vlastníkem těchto cenných papírů, či zda bylo k těmto cenným papírům zřízeno zajišťovací právo. Seznat lze tyto skutečnosti pouze z údajů na investorově účtu vedeném jeho bezprostředním prostředníkem, dosáhnout realizace jakýchkoliv nároků vůči investorově majetku je možné prostřednictvím zápisu tamtéž. Z povahy věci tak vyplývá, že právním řádem schopným nejefektivněji

---

<sup>92</sup> Petr, O. Investiční cenné papíry v mezinárodním právu soukromém. [s.l.], 2003. Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta. Rigorózní práce, s. 14.

zabezpečit výkon věcných práv k zprostředkovaně drženým cenným papírům není *lex rei sitae* těchto cenných papírů, ale právní řád místa, kde se dotýčný účet nalézá. Navíc, aplikujeme-li look-through metodu na investiční portfolio složené z cenných papírů deponovaných v různých jurisdikcích, bude se každý z nich řídit jiným právním řádem. Z teoretického i praktického pohledu tak metoda look-through vede k zavádějícím výsledkům, a je proto třeba ji odmítnout.

Zvláštní povahu zprostředkované držby cenných papírů odráží lépe další z metod, podle svého hraničního určovatele nazývaná metoda PRIMA.<sup>93</sup> Podle ní se věcněprávní otázky zprostředkované investice řídí právem místa, kde investorův bezprostřední prostředník vede účet cenných papírů, na němž je zachycen předmětný investorův nárok.<sup>94</sup> Za metodou PRIMA stojí konkrétně zjištění, že aktivum, jež je třeba ve víceúrovňové evidenci cenných papírů pro určení věcného statutu investice lokalizovat, nejsou cenné papíry, jež jsou jejím předmětem, nýbrž investorův nárok vůči jeho zprostředkovateli. Za velkou výhodu metody lze pak považovat to, že na rozdíl od metody look-through vede k určení jediného a snadno identifikovatelného věcného statutu pro celé investorovo portfolio, čímž přispívá ke zvýšení právní jistoty přeshraničních investic a zjednodušuje realizaci věcných zajišťovacích práv k zprostředkovaně drženým cenným papírům. Z hlediska kýžené harmonizace kolizních ustanovení však nelze přehlédnout fakt, že místo, kde investorův bezprostřední prostředník vede účet cenných papírů, na němž je zachycen předmětný investorův nárok, nemusí být v době elektronizace snadno identifikovatelné a sám termín relevantního účtu může být interpretován řadou způsobů.<sup>95</sup>

Ačkoli dosud nelze hovořit o tom, že by PRIMA byla napříč jurisdikcemi jednoznačně akceptována jako hraniční určovatel determinující právní řád rozhodný pro určení povahy práv k zprostředkovaně drženým cenným papírům, našla tato metoda

---

<sup>93</sup> Zkratka PRIMA označuje počáteční písmena anglického termínu, jež se vžil pro označení metodou vybraného kolizního kritéria - „the place of the relevant intermediary approach“.

<sup>94</sup> *Ooi, M.* Shares and other securities in the conflict of laws. [s.l.] : Oxford University Press, 2003, s. 126.

<sup>95</sup> V úvahu přichází např. stát, v němž investorův bezprostřední prostředník vykonává svou činnost, ale také stát, v němž je daný účet cenných papírů technicky veden apod. Místo, kde je relevantní účet veden může být ovšem také určeno subjektivně, prostřednictvím volby práva majícího objektivní vztah k investorovu bezprostřednímu zprostředkovateli. Taková forma metody PRIMA může být některými právními teoretiky považována za *lex contractus*. Srov. *Elek, Š.* Cenné papíry držené skrze prostředníky. *Právní rozhledy*. 2005, roč. 13, č. 21, s. 781; *Ooi, M.* Shares and other securities in the conflict of laws. [s.l.] : Oxford University Press, 2003, s. 283-308.

odezvu v konkrétních instrumentech komunitárního a mezinárodního práva. O tom, jakého konkrétního vyjádření se jí dostalo, pojednává následující podkapitola této práce.

### ***1.17 Problematika zprostředkovaně držených cenných papírů v komunitárním a mezinárodním právu***

Nalezení uspokojivého řešení právních problémů souvisejících s přeshraničně obchodovanými cennými papíry bylo v posledních deseti letech věnováno značné úsilí jak v evropském, tak v mezinárodním kontextu. Řada na sobě nezávislých studií<sup>96</sup> dospěla k poznání, že přetrvávající fragmentace národních úprav zprostředkovaně držených cenných papírů a z ní plynoucí nedostatek právní jistoty investorů co do práva rozhodného pro stanovení rozsahu věcněprávní ochrany jejich přeshraničních investic činí mezinárodní transakce několikanásobně ekonomicky náročnější v porovnání s transakcemi domácími, a představuje tak jednu z hlavních překážek dalšího prohlubování integrace mezinárodních kapitálových trhů. K odstranění legálních bariér měla přispět zejména harmonizace kolizních ustanovení provedená takovým způsobem, aby investor mohl snadno určit, kterým právním řádem se bude jeho právní vztah související s cenným papírem řídit.

Prvním předpisem komunitárního práva, který nakročil k harmonizaci kolizních norem týkající se zprostředkovaně držených cenných papírů a nařídil aplikaci metody PRIMA, byla v roce 1998 přijatá směrnice o neodvolatelnosti zúčtování.<sup>97</sup> Jakkoliv je působnost v ní obsaženého harmonizačního ustanovení omezená<sup>98</sup> a jeho formulace nepřesná,<sup>99</sup> nelze směrnici upřít zásluhu o uvedení metody PRIMA do širšího právního

---

<sup>96</sup> Např. *The Giovannini Group*. Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union [online]. Brusel : 2001 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication1950\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication1950_en.pdf)>.

<sup>97</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 98/26/ES ze dne 19. května 1998 o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech vypořádání a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry.

<sup>98</sup> Vzhledem k tomu, že primárním účelem směrnice o neodvolatelnosti zúčtování bylo zajistit bezpečnost národních a mezinárodních platebních a vypořádacích systémů před systémovými riziky vícestupňových evidencí cenných papírů a nikoliv ochrana individuálních práv, omezila se směrnice na harmonizaci kolizního ustanovení dopadajícího na cenné papíry poskytnuté jako zajištění stanovenému okruhu účastníků uvedených systémů, centrálním bankám členských států a Evropské centrální bance. Kolizní ustanovení navíc dopadá pouze na registry cenných papírů nacházející se v členském státě, takže rozhodným právem může být pouze právo členského státu. Srov. čl. 9(2) směrnice o neodvolatelnosti zúčtování.

<sup>99</sup> Není především blíže určeno, dle jakého kritéria hledat místo, kde se příslušný registr nachází. Viz stát, v němž je vedeno technické zázemí databáze, se nemusí nutně shodovat se státem, v němž vykonává prostředník vedoucí registr svou činnost.

povědomí i legislativy členských států.

Kolizní normy vycházející v té či oné podobě z metody PRIMA obsahovaly i následně přijaté předpisy o úpadkovém a reorganizačním řízení,<sup>100</sup> avšak rozšíření metody v komunitárním právu souvisí až se směrnicí o dohodách o finančním zajištění<sup>101</sup> přijaté v roce 2002 v rámci tzv. Akčního plánu pro oblast finančních služeb.<sup>102</sup> V otázce kolizní bylo cílem směrnice rozšířit ochranu přeshraničně držených cenných papírů poskytovaných jako finanční zajištění i na zajištění poskytované jiným subjektům než těm identifikovaným směrnicí o neodvolatelnosti zúčtování a specifikovat kritéria pro posouzení umístění relevantního účtu.<sup>103</sup> K dosažení tohoto účelu čl. 9 směrnice nařídil, že právním řádem rozhodným pro úpravu právních otázek (včetně věcných práv) souvisejících se zaknihovanými cennými papíry poskytnutými jako finanční zajištění je právo státu, ve kterém je veden tzv. relevantní účet. Tím je dle definice obsažené v čl. 2 (1)(h) směrnice účet, na němž se poskytnutí finančního zajištění projeví, tedy ten, zápisem na nějž je zajištění poskytnuto.

Co se týče působnosti směrnice, tak za pozornost stojí, že ačkoliv směrnice upravuje finanční zajištění, jehož předmětem jsou různé druhy finančního kolaterálu, dopadá kolizní ustanovení pouze na finanční zajištění poskytnuté ve formě zaknihovaných cenných papírů (book-entry securities).<sup>104</sup> Ve srovnání se směrnicí o neodvolatelnosti zúčtování představuje směrnice o dohodách o finančním zajištění nicméně významný pokrok v tom ohledu, že zpřesnila formulaci právních otázek, na něž metoda PRIMA dopadá, a i když stále pokrývá pouze omezený okruh příjemců a poskytovatelů finančního kolaterálu, je tento okruh výrazně širší.<sup>105, 106</sup>

---

<sup>100</sup> Konkrétně se jedná o směrnici Evropského parlamentu a Rady 2001/24/ES ze dne 4. dubna 2001 o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí, směrnici Evropského parlamentu a Rady 2001/17/ES ze dne 19. března 2001 o reorganizaci a likvidaci pojišťoven a o nařízení Rady (ES) č. 1346/2000 ze dne 29. května 2000 o úpadkovém řízení.

<sup>101</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění.

<sup>102</sup> Akční plán pro oblast finančních služeb (Financial Services Action Plan - FSAP), zahájený v roce 1999, mířil k vytvoření jednotného trhu finančních služeb. K dosažení tohoto cíle došlo v jeho rámci k navržení více jak čtyřiceti legislativních opatření harmonizujících různé aspekty finančního trhu.

<sup>103</sup> Viz body č. 7 a 8 odůvodnění (recitals) směrnice o dohodách o finančních zajištění.

<sup>104</sup> Zaknihovanými cennými papíry směrnice rozumí ty finanční nástroje, jejichž vlastnické právo se dokládá zápisem v registru nebo záznamem na účtu vedeném zprostředkovatelem nebo jeho jménem - ustanovení se tedy vztahuje i na zaknihované cenné papíry v pojetí českého práva. Viz čl. 2(1)(g) směrnice o dohodách o finančních zajištění.

<sup>105</sup> Petr, O. Investiční cenné papíry v mezinárodním právu soukromém. [s.l.], 2003. Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta. Rigorózní práce, s. 94.



Jakkoliv výše popsané legislativní kroky do jisté míry přispěly k harmonizaci kolizních norem členských států v oblasti zprostředkovaně držených cenných papírů, začíná se ukazovat, že k odstranění právní nejistoty ve vztazích s mezinárodním prvkem pouhá harmonizace kolizních ustanovení nepostačuje. Klíčovou otázkou je nakonec vždy to, jaká je hmotněprávní povaha práv svědčících investorovi v konkrétním případě. I kvalitní a unifikované kolizní normy postrádají kýžený efekt, odkáží-li na právní řád státu, jenž problematiku cenných papírů držených prostřednictvím zprostředkovatele neupravuje vůbec, upravuje jen útržkovitě nebo pokud například zprostředkovanou investici kvalifikuje jako relativní závazkový právní vztah. Z těchto úvah vychází i rok stará zpráva Legal Certainty Group, expertní skupiny ustavené Komisí za účelem vyhodnocení právních bariér integrace vypořádacích a clearingových systémů v rámci EU. Ústředním bodem jimi navrženého řešení je harmonizace hmotného práva cenných papírů členských států a vytvoření celoevropského rámce pro zacházení s nároky zprostředkovaně držených cenných papírů.<sup>107</sup>

První mezinárodní institucí, jež se začala zabývat unifikací kolizních norem vztahujících se na cenné papíry držené prostřednictvím zprostředkovatelů, byla Haagská konference pro mezinárodní právo soukromé. Pod její záštitou byla vypracována a v roce 2006 přijata Úmluva o právu rozhodném pro určitá práva týkající se zprostředkovaně držených cenných papírů (dále jen „Haagská úmluva“).<sup>108</sup> Základním kolizním pravidlem Haagské úmluvy je, že právem rozhodným pro stanovení právní povahy a účinků dispozic se zprostředkovaně drženými cennými papíry je právo výslovně dohodnuté mezi majitelem účtu a jeho bezprostředním prostředníkem ve smlouvě o účtu jako právo, jímž se mají tyto otázky řídit (čl. 4 ve spojení s čl. 2 Haagské úmluvy). Nebyla-li provedena takováto specifická volba, pak je rozhodným právem právo státu, jímž se na základě dohody mezi majitelem účtu a prostředníkem řídí smlouvu o účtu. Aby bylo možné takto zvolené právo aplikovat, musí navíc obstat

---

<sup>106</sup> Jenom pro úplnost bych ráda dodala, že nedávná novelizace obou směrnic se výše citovaných kolizních ustanovení netýkala. Srov. text směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/44/ES ze dne 6. května 2009, kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech vypořádání a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění.

<sup>107</sup> Viz *Legal Certainty Group*. Second Advice of the Legal Certainty Group : Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU [online]. 2008 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf)>.

<sup>108</sup> *Hague Conference on Private International Law*. Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary [online]. 2006 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW: <[http://hcch.e-vision.nl/index\\_en.php?act=conventions.pdf&cid=72](http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.pdf&cid=72)>.

v tzv. testu reálnosti, neboli splnit další kritéria, která v zásadě požadují, aby takto zvolené právo mělo k podnikání prostředníka objektivní vztah.

Srovnáme-li vyjádření, jakým se dostalo kolizním pravidlům v Haagské úmluvě s normami komunitárního práva, pak hlavní rozdíl tkví v tom, že se úmluva nesnaží o problematiku lokalizování relevantního účtu cenných papírů, ale zakládá hraniční určovatel na vztahu mezi majitelem účtu a jeho prostředníkem, resp. na právu jimi dohodnutém. Takový přístup má řadu praktických výhod, k jeho přijetí je nicméně třeba prolomit zakořeněnou tezi mezinárodního práva soukromého, podle níž nelze věcněprávní otázky podříditi volbě práva. O tom, že nepůjde o snadný proces, svědčí mimo jiné i nízký počet signatářů Haagské úmluvy.<sup>109</sup>

Na závěr tohoto stručného přehledu o soudobém vývoji na poli evropské a mezinárodní harmonizace kolizních i jiných norem týkajících se zprostředkovaně držených cenných papírů bych pro úplnost ráda uvedla, že podobně jako v rámci Evropské unie dospělo i mezinárodní forum k poznání, že odstranění právních nejistot omezující přeshraniční investice do zprostředkovaně držených cenných papírů není reálně možné bez sjednocení příslušných národních právních úprav tohoto typu finančních aktiv. Výsledkem prací Mezinárodního ústavu pro sjednocení soukromého práva (UNIDROIT) je v říjnu 2009 přijatá Úmluva o hmotněprávních pravidlech zprostředkovaně držených cenných papírů.<sup>110</sup>

### ***1.18 Cenné papíry v českém mezinárodním právu soukromém***

Problematice právních vztahů k cenným papírům s mezinárodním prvkem nebyla v českém právním řádu dosud věnována větší míra pozornosti. Nejvýznamnější oborový předpis - zákon č. 97/1963 Sb., o mezinárodním právu soukromém a procesním, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZMPS“) - se otázkami určení

---

<sup>109</sup> Jedná se o USA, Švýcarsko a Mauritius. EU k Haagské úmluvě zatím nepřistoupila především z toho důvodu, že vyjádření, jakému se dostalo metodě PRIMA v konečném znění úmluvy, není kompatibilní s kolizními normami komunitárních předpisů. Srov. např. *Evropská centrální banka*. Stanovisko Evropské centrální banky na žádost Rady Evropské unie k návrhu rozhodnutí Rady o podpisu Haagské úmluvy o právu rozhodném pro některá práva s ohledem na cenné papíry držené zprostředkovatelem [online]. 2005 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW:

<[http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c\\_08120050402cs00100017.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_08120050402cs00100017.pdf)>.

<sup>110</sup> UNIDROIT. Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities [online]. 2009 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW:

<<http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/conference/conferencedocuments2009/conf11-2-042-e.pdf>>.

práva rozhodného pro cenné papíry zabývá pouze sporadicky, a to v ustanoveních § 11a a § 11e implementujících kolizní normy směrnic o neodvolatelnosti zúčtování a o dohodách o finančním zajištění.

Určité vodítko co do způsobu identifikace hlavního statutu cenného papíru, tedy práva rozhodného pro posouzení zda cenný papír byl vůbec platně vydán, obsahuje ustanovení § 1 odst. 3 ZCP.<sup>111</sup> Podle něj je zahraničním cenným papírem každý cenný papír vydaný v zahraničí. Volba místa vydání cenného papíru jako hraničního určovatele determinujícího hlavní statut cenného papíru však s sebou nese dvě významná úskalí. Zaprvé se jedná o příliš obecné kritérium nedostatečně reflektující různou povahu práv vtělených do jednotlivých druhů cenných papírů. Druhé úskalí pak spočívá v tom, co česká pozitivně-právní úprava rozumí pojmem vydání cenného papíru. Dle § 5 odst. 1 ZCP je cenný papír platně vydán dnem, kdy splní všechny náležitosti pro něj zákonem nebo jiným právním předpisem stanovené a kdy se v souladu se zákonem stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele. Zákon sice nspecifikuje, co konkrétně rozumí místem vydání cenného papíru, lze ovšem dovodit, že jím bude místo, kde je proces vydání cenného papíru dovršen, tedy stát, kde je cenný papír předán prvnímu nabyvateli. Což ovšem znamená, že vydá-li český emitent cenný papír, jež nabude osoba pobývající v zahraničí, bude tento cenný papír považován českým právem za zahraniční, přestože je zřejmé, že jeho vztah k cizímu právu je zanedbatelný, a naopak.<sup>112</sup>

Jak listinný, tak zaknihovaný cenný papír jsou v českém právu považovány za zvláštní majetkovou hodnotu podléhající režimu movitých věcí (§ 1 odst. 2 ZCP) a práva k cennému papíru za práva věcná a absolutní, chráněná ve stejném rozsahu jako právo vlastnické. Pro určení věcného statutu finančního nástroje identifikovaného jako cenný papír bude proto při absenci specifické kolizní normy třeba přiměřeně použít stejného hraničního určovatele, jaký je užíván pro určení právního řádu, jímž se řídí

---

<sup>111</sup> Legální definice zahraničního a tuzemského cenného papíru obsažené v ust. § 1 písm. f) a g) zákona č. 219/1995 Sb., devizového zákona, ve znění pozdějších předpisů, jsou - podobně jako v tomtéž ustanovení obsažená definice cenného papíru - použitelné pouze pro potřeby daného zákona a nemají obecnou platnost.

<sup>112</sup> V takovém případě by nezbývalo než věřit, že soud přihlédne k širšímu významu pojmu vydání i účelu ustanovení a bude místo vydání cenného papíru interpretovat jako místo, kde byl cenný papír vytvořen. Jedná se o jeden z paradoxů současné právní úpravy jednoznačně svědčících o nutnosti přijetí zvláštních kolizních normy reflektujících specifika cenných papírů. Srov. *Petr, O. Investiční cenné papíry v mezinárodním právu soukromém.* [s.l.], 2003. Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta. Rigorózní práce, s. 60-61.

věcná práva k věcem movitým. Tímto hraničním určovatelem je dle ustanovení § 5 ZMPS situs věci, o níž se jedná. Z uvedeného pak vyplývá, že bude-li český soud posuzovat věcné aspekty přeshraniční zprostředkované investice do cenných papírů, pak je pravděpodobné, že jako právo rozhodné pro tyto otázky vyhodnotí právo státu, kde se předmětné cenné papíry nacházejí (ať již fyzicky či jako zápis v centrální evidenci) se všemi úskalími s tím spojenými (viz oddíl 1.16.2).

Větší pozornost než platné právní předpisy věnuje otázce cenných papírů s mezinárodním prvkem vládní návrh zákona o mezinárodním právu soukromém<sup>113</sup> vypracovaný v rámci připravované rekonstrukce soukromého práva. Otázky hlavního statutu cenného papíru řeší návrh v souladu s teoretickými východisky v závislosti na jednotlivých druzích a podobách cenných papírů (§ 82 návrhu). Co se týče věcných práv k cenným papírům, návrh nadále užívá situs cenného papíru jako základní hraniční určovatel, nikoliv však pro všechny cenné papíry. V případě cenných papírů vedených v evidenci návrh specificky stanoví, že dispozice s nimi se řídí právním řádem státu, v němž je vedena ta část evidence, do níž se provádí zápis zakládající právní účinky vlastníka cenného papíru (§ 83 odst. 3 návrhu). Po vzoru Haagské úmluvy umožňuje dále návrh stranám zvolit si i jiný právní řád než právo místa relevantního účtu, ovšem pouze splní-li zvolený řád specifický test reálnosti stanovený kolizní normou.<sup>114</sup>

Navržené řešení kolizní problematiky cenných papírů je třeba vítat hned z několika důvodů. Zaprvé je potěšitelné, že autoři návrhu odolali pokušení inkorporovat metodu look-through a v souladu s mezinárodním vývojem zvolili metodu PRIMA jako určující pro věcněprávní otázky všech cenných papírů vedených v evidenci, nikoliv pouze těch poskytnutých jako finanční zajištění. Pozitivně lze hodnotit i zvolené legislativní vyjádření metody a umožnění volby právního řádu, jež nás přibližuje standardům již zmiňované Haagské úmluvy i úpravě amerického práva. Konečně je třeba na vládním návrhu ocenit i to, že do jedné hlavy zákona soustřeďuje všechna kolizní ustanovení týkající se problematiky cenných papírů. Stávající řešení, jež § 11a a § 11e systematicky řadí pod práva závazková, nelze považovat za optimální.

---

<sup>113</sup> *Vládní návrh zákona o mezinárodním právu soukromém* : § 82 až 83 [online]. 2009 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW: <[http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni\\_navrh\\_ZMPS.pdf](http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni_navrh_ZMPS.pdf)>.

<sup>114</sup> Volba je přípustná, jen jde-li o právo státu, v němž má osoba vedoucí evidenci k okamžiku volby jiného práva sídlo nebo pobočku, a vedení evidencí patří mezi obvyklé činnosti této osoby ve státě, jehož právní řád byl zvolen.

## Závěrem

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



## Seznam použitých zkratk

ZCP	Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
ZKI	Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů
ZMPS	Zákon č. 97/1963 Sb., o mezinárodním právu soukromém a procesním, ve znění pozdějších předpisů
ZPKT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
ČNB	Česká národní banka
EU	Evropská unie
SCP	Středisko cenných papírů

## Použitá literatura

### Monografie:

ČERNÁ, S. *Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl*, Praha : ASPI, 2006, 360 s.

DĚDIČ, J. a kol. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha : Prospektrum, 1999. 546 s.

DĚDIČ, J., PAULY, J. *Cenné papíry*. Praha : Prospektrum, 1994, 220 s.

KOTÁSEK, J., POKORNÁ, J., RABAN, P. a kol. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 4. vydání. Praha : C. H. Beck, 2005, 762 s.

KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., RABAN, P., VÍTEK, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vydání. Praha : C. H. Beck, 2009, 447 s.

KUČERA, Z. *Mezinárodní právo soukromé*. 7. dopl. vyd. Plzeň : Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s.r.o., 2009, 462 s.

OOI, M. *Shares and other securities in the conflict of laws*. [s.l.] : Oxford University Press, 2003, 358 s.

PAULY, J. *Komentář k zákonu o cenných papírech*. Praha : Orac, 1998, 452 s.

PETR, O. *Investiční cenné papíry v mezinárodním právu soukromém*. [s.l.], 2003. 120 s. Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta. Rigorózní práce.

PŘIBYL, Z. *Základy práva cenných papírů*. Díl I. Praha : Nakladatelství V. Kvasnička, 1995, 92 s.

ŠVESTKA, J., SPÁČIL, J., ŠKÁROVÁ, M., HULMÁK, M. a kol. *Občanský zákoník I. §1-459. Komentář*. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2008, 1236 s.

### Články v seriálových publikacích:

DĚDIČ, J., ČECH, P. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadujících jejich rychlou novelizaci. *Právní zpravodaj*. 2004, roč. 5, č. 6, s. 1, 3-7.

ELEK, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. *Právní rozhledy*. 2002, roč. 10, č. 8, s. 360-367.

ELEK Š. Cenné papíry držené skrze prostředníky. *Právní rozhledy*. 2005, roč. 13, č. 21, s. 774-782.

HART, J., PIHERA, V. Nová právní úprava kapitálového trhu. *Právní rozhledy*. 2004, roč. 12, č. 11, s. 409-419.

HART, J. Kapitálový trh – vlna nových zákonů. *Právní zpravodaj*. 2004, roč. 5, č. 2, s. 16-17.

PAULY, J. Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry. *Právník*. 2005, roč. 144, č. 8, s. 859-892.

PELIKÁNOVÁ, I., DĚDIČ, J., ČECH, P. Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu - ostuda české legislativy i vážná hrozba. *Právní zpravodaj*. 2004, roč. 5, č. 1, s. 11-17.

PIHERA, V. K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům. *Právník*. 2004, roč. 143, č. 1, s. 82-91.

PIHERA, V. Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu. *Právní rozhledy*. 2005, roč. 13, č. 1, s. 22-27.

### **Elektronické zdroje:**

Centrální depozitář cenných papírů, a.s. Informace pro emitenty [online]. 2009 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW:  
<<http://www.centralnidepozitar.cz/dokument.aspx?k=Emitenti-Zakladni-Info>>.

Centrální depozitář cenných papírů, a.s. Provozní řád [online]. 2009 [cit. 2009-11-30]. Dostupný z WWW:  
<[http://www.centraldepository.cz/CDCP\\_downloads/Rules\\_Regulation/CZ/CDCP\\_provozni\\_rad.pdf](http://www.centraldepository.cz/CDCP_downloads/Rules_Regulation/CZ/CDCP_provozni_rad.pdf)>.

Komise pro cenné papíry. Tisková zpráva : Komise přerušila řízení o udělení licence centrálního depozitáře [online]. 2006 [cit. 2009-10-05]. Dostupný z WWW:  
<[http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace\\_verejnosti\\_a\\_mediim/get\\_dms\\_file.do?FileId=2851](http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace_verejnosti_a_mediim/get_dms_file.do?FileId=2851)>.

Komise pro cenné papíry. Tisková zpráva : Komise vyzvala žadatele o licenci centrálního depozitáře k odstranění nedostatků [online]. 2005 [cit. 2009-10-05]. Dostupný z WWW:  
<[http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace\\_verejnosti\\_a\\_mediim/get\\_dms\\_file.do?FileId=194](http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace_verejnosti_a_mediim/get_dms_file.do?FileId=194)>.

Legal Certainty Group. Second Advice of the Legal Certainty Group : Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU [online]. 2008 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf)>.

Ministerstvo financí ČR. Společná tisková zpráva Ministerstva financí ČR a Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s. : Smlouva o převodu evidencí Střediska cenných papírů

[online]. 2009 [cit. 2009-12-09]. Dostupný z WWW:  
<[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/tiskove\\_zpravy\\_51682.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/tiskove_zpravy_51682.html)>.

Publikace SCP 2009 : Počet účtů majitelů zaknihovaných cenných papírů, 1995 - 2008 [online]. \$2005-2009 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW:  
<[http://www.scp.cz/index.php/cs/sprava-souboru/doc\\_download/304-scp2009](http://www.scp.cz/index.php/cs/sprava-souboru/doc_download/304-scp2009)>.

SEC Corporate, a.s. Přeměna podoby akcií [online]. 2007 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW: <<http://www.seccorporate.cz/premena-podoby-akcii/>>.

ŠTRASER, V. Kdy je cenný papír ještě „domácí“ a kdy už zahraniční [online]. 2007 [cit. 2009-12-08]. Dostupný z WWW: <<http://www.epravo.cz/top/clanky/kdy-je-cenny-papir-jeste-domaci-a-kdy-uz-zahranicni-48227.html>>.

The Giovannini Group. Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union [online]. Brusel : 2001 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication1950\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication1950_en.pdf)>.

UNIDROIT. Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities [online]. 2009 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW:  
<<http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/conference/conferencedocuments2009/conf11-2-042-e.pdf>>.

Vládní návrh občanského zákoníku [online]. 2009 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW: <[http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni\\_navrh\\_obcanskeho\\_zakoniku\\_LRV\\_090430\\_final\\_s%20obsahem.pdf](http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni_navrh_obcanskeho_zakoniku_LRV_090430_final_s%20obsahem.pdf)>.

Vládní návrh občanského zákoníku : Důvodová zpráva [online]. 2009 [cit. 2009-11-29]. Dostupný z WWW: <[http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Duvodova\\_zprava\\_OZ\\_LRV\\_090430\\_final.pdf](http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Duvodova_zprava_OZ_LRV_090430_final.pdf)>.

Vládní návrh zákona o mezinárodním právu soukromém [online]. 2009 [cit. 2009-12-11]. Dostupný z WWW: <[http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni\\_navrh\\_ZMPS.pdf](http://obcanskyzakonik.justice.cz/tinymce-storage/files/Vladni_navrh_ZMPS.pdf)>.

Vládní návrh zákona o podnikání na kapitálovém trhu : Důvodová zpráva [online]. 2003 [cit. 2009-11-21]. Sněmovní tisk č. 522/0, 4. volební období. Dostupný z WWW: <<http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=522&CT1=0>>.

Zákon č. 56/2006 Sb. : Důvodová zpráva [online]. 2005 [cit. 2009-11-15]. Sněmovní tisk č. 1061/0, 4. volební období. Dostupný z WWW: <<http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=1061&CT1=0>>.

## **Summary**

### **Contemporary Legal Issues of Book-entry Securities in the Czech Republic**

Aneta Valentová

On 1 May 2004 a set of laws came into effect, newly regulating business activities on the capital market, collective investment and bonds. Among other novelties, the recodification introduced a new register of book-entry securities with a two-tier account structure that was to replace the outdated one-tier registering system kept by the Securities Centre. Five years later, the new register has not been yet activated due to the delays accompanying the creation of the central securities depository, a private legal person entrusted with maintenance of the register.

Since its adoption, the new regulation of book-entry securities and their registering has been criticised for inconsistency and legal lapses. Although some of the deficiencies were later amended, the regulation still contains many challenging issues to be dealt with. As most available legal commentaries examined the regulation only shortly after its adoption, not all their conclusions would now apply. The thesis aims to reflect the amendments and provide a complex analysis of the contemporary legal regulation of book-entry securities and the system of their registering in the Czech Republic.

The thesis is composed of four chapters, each of them dealing with a different aspect of book-entry securities. The first chapter describes the legal rationale of a security and the differences between physical, immobilised and dematerialised securities. The new legal definition of book-entry securities is also addressed together with complications the central depository might face when dealing with the securities dematerialized according to the cancelled regulation.

The second chapter concentrates on the registering system. It starts with a brief outline of the tasks central securities depositories traditionally perform in other jurisdictions, of indirect holding of securities and of the so-called beneficial ownership of investment instruments. Later, the nature and inner structure of the register of book-entry securities kept by the Securities Centre is analyzed. The thesis illustrates why the

register's one-tier account structure could not prevail in comparison with foreign systems where securities are ordinarily held on the books of various intermediaries between the investor and the participants of the central depository. After, the thesis scrutinizes the temporary provision pursuant to which the book-entry securities register is still maintained on the basis of the cancelled provisions of Act No. 591/1992 Coll., on Securities, as amended. It points out several interpretative problems arising out of the ambiguous wording of the provision.

In the third chapter, the focus of the thesis shifts to the new registering system introduced by Act No. 256/2004 Coll., on Business Activities on the Capital Market. Newly, the system applies not only to book-entry securities, but also to other investment instruments; it is nevertheless shown that the different nature of the respective registers has not always been sufficiently reflected by the governing provisions. Even though the system still adheres to the concept of a central book-entry securities register, the thesis observes a general decentralization trend which manifests itself not only in the range of persons authorized to keep one of the separate registers but also in the introduction of a multiple-tier account structure. Among the possible registrars, it is the central securities depository whose functioning and position on the capital market are studied in detail.

The fourth and final chapter introduces the reader to the choice of law problems arising in the context of securities traded in cross-border transactions. Starting with an analysis of the conflict-of-law issues pertaining to securities, the thesis proceeds to map the recent legislative initiatives aimed at harmonising the regulations of securities held with an intermediary on the European and international level. The attention of the thesis then shifts to the national legal framework and - in the absence of an explicit conflict-of-law provision - the author identifies the basis on which the law applicable to securities with a foreign element should be chosen.

In the conclusion the new concept of book-entry securities register is evaluated. It is shown that although the legislator incorporated some of the elements inherent to systems based on indirectly held securities, the central register still bears more resemblances to the register kept by the Securities Centre than to registers run by central securities depositories abroad. Thus, as for the approximation to the standards prevailing on the developed capital markets the author sees a greater potential in the

separate register of investment instruments which seems better fitted for intermediated securities.

## **Klíčová slova / Keywords**

Zaknihované cenné papíry / Book-entry securities

Evidence zaknihovaných cenných papírů / Book-entry securities register

Centrální depozitář cenných papírů / Central securities depository

Kolizní normy v právu cenných papírů / Securities in the conflict of laws