

Třídící znak							
2	4	2	0	7	5	4	0

ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ
ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY
ze dne 10. září 2007

k vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem

Česká národní banka sděluje k problematice vydávání cenných papírů neupravených českým právním řádem (nepojmenovaných nebo innominátních cenných papírů) následující stanovisko:

Podle názoru České národní banky je možné vydat cenný papír, i pokud obecně závazný právní předpis výslovně nestanoví jeho náležitosti. Právní úprava takového cenného papíru se řídí obecnými ustanoveními práva cenných papírů, ve speciálních otázkách analogicky normami upravujícími podobný pojmenovaný cenný papír.

1. Úvodem

Z praxe dochází stále více dotazů na Českou národní banku, zda lze vydávat cenné papíry, které český právní řád výslovně nezná. Je tomu tak zejména v okamžiku, kdy je určitý nástroj v zahraničí považován za cenný papír a je s ním obchodováno i na českém trhu (jako např. investiční certifikáty a warranty). Neúplná úprava dosud potenciální emitenty od tohoto kroku odrazovala, ačkoliv širší nabídka domácích cenných papírů může být pro rozvoj českého finančního trhu užitečná.

Česká národní banka současně upozorňuje, že výklad této otázky je věcí soukromého práva a rozhodující slovo bude mít v případném sporu soud. V tomto stanovisku shrnuje Česká národní banka argumenty pro přípustnost nepojmenovaných cenných papírů a popisuje některé související požadavky z oblasti veřejného práva, jejichž plnění podléhá dohledu České národní banky.

2. Povaha výčtu a souvisejících ustanovení v zákoně o cenných papírech

Zákonodárce s nepojmenovanými cennými papíry výslovně počítá, neboť výčet cenných papírů v § 1 odst. 1 zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, (dále jen „zákon o cenných papírech“) vymezil slovem „zejména“, které se tradičně považuje za úvod k demonstrativnímu výčtu. V důvodové zprávě k novele zákona o cenných papírech č. 362/2000 Sb. (k změně § 1 zákona o cenných papírech) zákonodárce výslovně uvedl, že „upouští od dosavadního vymezení cenných papírů jejich taxativním výčtem“. Výčet cenných papírů, do té doby taxativní, se tak stal demonstrativním. Od novely zákona o cenných papírech provedené zákonem č. 362/2000 Sb. bylo dotčeno ustanovení § 1 odst. 1 zákona o cenných papírech ještě zákonem č. 308/2002 Sb., který zrušil poslední vedlejší větu, „a jiné listiny, které jsou za cenné papíry prohlášeny zvláštními právními předpisy.“ V odůvodnění posledně jmenované novely lze vysledovat úmysl zákonodárce o

posílení demonstrativního charakteru výčtu cenných papírů v § 1 odst. 1 zákona o cenných papírech – závěrečná slova byla ve světle demonstrativní definice zbytečná a spíše matoucí.

V této souvislosti je třeba se zabývat i ustanoveními § 4 odst. 1 a 5 odst. 1 věta 1 zákona o cenných papírech. V prvním případě stanoví zákon, že „náležitosti cenných papírů stanoví zákon nebo jiný právní předpis,“ v druhém případě „je cenný papír vydán dnem, kdy splňuje všechny náležitosti pro něj stanovené zákonem nebo jiným právním předpisem.“

Inkonsistence jmenovaných ustanovení je zřejmé přehlédnutí. Obě ustanovení byla totiž naposledy změněna novelou provedenou zákonem č. 152/1996 Sb., kdy zákonodárce vycházel z původní koncepce taxativního výčtu cenných papírů. To, že při změně koncepce v roce 2000 nezměnil všechna navazující ustanovení, lze proto označit za technické nedopatření.¹ Rozpor mezi dvěma ustanoveními zákona je třeba řešit ve prospěch ustanovení speciálního a pozdějšího. O specialitě nelze ve vztahu k § 1 a § 4 a 5 hovořit, navazující ustanovení spíše § 1 v určitém ohledu – a nedůsledně - provádějí. Pozdějším ustanovením je naopak jednoznačně § 1. Na závěru, že výčet cenných papírů v českém právním řádu je otevřený, se shoduje i dosavadní literatura.²

3. Pojem „cenný papír“

V této souvislosti je podstatné teoretické vymezení cenného papíru, neboť obecná legální definice cenného papíru v českém právu chybí a zákonodárce na ni vědomě rezignoval.³ Základní vymezení cenného papíru vychází z jeho legitimační a převodní funkce. Cenným papírem je tak třeba rozumět 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.⁴ Tradiční pojetí chápalo cenný papír jako písemné prohlášení dlužníka obsahující příslušný závazek; tento závazek je nerozlučně spjat s oním písemným prohlášením. Důsledkem toho je, že cese takové pohledávky je dokonána teprve odevzdáním cenného papíru.⁵ Ačkoliv současný zákon o cenných papírech v § 17 odst. 1 předpokládá, že k převodu cenného papíru může dojít i jinak než tradicí (na základě zvláštního zákona či dohodou stran), jedná se pouze o výjimku z pravidla,⁶ které odpovídá tradičnímu pojetí cenného papíru.

České právní vědě pravděpodobně nejbližší německá právní věda definuje cenný papír jako listinu, v které je právo natolik inkorporováno, že k realizaci nároku z této listiny je potřeba dispozice s ní. Připouští se však, že toto velmi obecné teoretické vymezení může být (a v praxi je) korigováno normami objektivního práva.⁷ Základním rysem cenného papíru je

¹ Podobný problém bylo nutné řešit i před rokem 2001, kdy zákon sice upravoval existenci určitého cenného papíru, ale nikoliv jeho náležitosti – nedostatek náležitostí se řešil per analogiam. Srov. Pauly, Jan: Komentář k zákonu o cenných papírech, Orac, Praha 1998, str. 26 a násl., a Dědič, Jan, Štenglová, Ivana: Zákon o cenných papírech, Komentář, C. H. Beck, Praha 1997, str. 20 a násl.

² Shodně např. Kotáb, Petr v Bakeš, Milan (edit.): Finanční právo, 4. vydání, C. H. Beck, Praha 2006, str. 584, Kotásek, Josef, Pokorná, Jarmila, Raban, Přemysl (edit.): Kurs obchodního práva, Právo cenných papírů, 4. vydání, C. H. Beck, Praha 2005, str. 56, viz též rozhodnutí Komise pro cenné papíry KCP/40/2001 in fine.

³ V důvodové zprávě k ustanovení § 1 zákona o cenných papírech novelizovaném zákonem č. 362/2000 Sb. je výslovně uvedeno, že „se nezavádí obecná definice cenného papíru.“

⁴ Dědič, Jan, Pauly, Jan: Cenné papíry, Prospektum, Praha 1994, str. 17.

⁵ Rouček, František, Sedláček, Jaromír (edit.): Komentář k československému obecnému zákoníku občanskému a občanské právo platné na Slovensku a Podkarpatské Rusi, 6. Díl, Codex, Praha 1998, str. 136.

⁶ Shodně např. Pauly, Jan: Komentář k zákonu o cenných papírech, Orac, Praha 1998, str. 80. K různým názorům na výklad této výjimky viz rozhodnutí Komise pro cenné papíry KCP/6/2002.

⁷ Kumpel, Siegfried: Bank- und Kapitalmarktrecht, Otto Schmidt, Köln 1995, str. 725.

tedy propojení písemného média a práva z něho, přičemž je zapotřebí, aby – velmi obecné – definice v závazných právních předpisech toto propojení připouštěly.⁸

Velmi důležité pro zařazení posuzovaného nástroje mezi cenné papíry je jeho srovnání s normativně zakotvenými (pojmenovanými) cennými papíry. Způsob určení charakteru posuzovaného nástroje odkazem na pojmenovaný cenný papír při demonstrativním výčtu cenných papírů je typický jak pro právo evropské,⁹ tak pro nejvýznamnější právní řády kontinentálního právního systému (německý¹⁰ a francouzský¹¹). Všechny tyto předpisy používají již tradičně jmenovitý výčet cenných papírů kombinovaný s otevřenou možností připojení jmenovaným cenným papírům další, z povahy věci podobné¹², s tím, že tuto přibližně vymezenou množinu teorie a praxe postupně doplňují.¹³

Demonstrativní výčet při tom pomáhá nastínit jak základní znaky cenných papírů, tak jejich druhy. Otevřenost výčtu je odrazem toho, že finanční trh přichází se stále novými produkty, které se však více či méně odvozují od těch tradičních, aniž by je bylo nutné podrobně normativně popisovat. **Lze mít za to, že náležitosti každého nepojmenovaného cenného papíru jsou odvoditelné z platné úpravy, není-li tomu tak, nepojmenovaný zkoumaný nástroj není cenným papírem podle českého právního řádu.** Tento požadavek vychází ze skutečnosti, že pokud právní řád určitý nástroj privileguje, jako je tomu u cenného papíru, musí tento plnit minimální podmínky, které od něj právní řád vyžaduje.

4. Vydávání nepojmenovaných cenných papírů

První praktickou otázkou nepojmenovaného cenného papíru je posouzení jeho potřebných náležitostí. Obsahové náležitosti nepojmenovaného cenného papíru by jej měly vymezit dostatečně určitě a nezaměnitelně s jiným cenným papírem či jiným právním úkonem. V konkrétním případě přijde ke slovu analogie, kdy jsou náležitosti pojmenovaných cenných papírů stejného druhu obdobně použity pro nepojmenovaný cenný papír. Nemá-li některá z náležitostí pojmenovaného cenného papíru pro nepojmenovaný cenný papír smysl, není ji zapotřebí uvádět (a naopak). Kombinuje-li nepojmenovaný cenný papír znaky více pojmenovaných cenných papírů, pak mohou být i jeho náležitosti podobně kombinovány. Všechny náležitosti nepojmenovaného cenného papíru musejí být přes jeho normativně neurčené kontury úplné a údaj v nich pravdivé a kompletní.

Český právní řád v případě nepojmenovaných cenných papírů, jež nebudou předmětem veřejné nabídky, výslovně nepředepisuje způsob, jakým by měl jejich emitent zajistit veřejnou publicitu práv a povinností s nimi spojených. Např. analogicky dluhopisům postačí, pokud jsou práva z jiných dluhových cenných papírů, např. investičních certifikátů, určena odkazem na dokument obdobným emisním podmínkám uvedeným na cenném papíru spolu s informací o způsobu uveřejnění tohoto dokumentu resp. místa, kde je tento k dispozici investorům.

⁸ Kotásek, Josef, Pokorná, Jarmila, Raban, Přemysl (edit.): Kurs obchodního práva, Právo cenných papírů, 4. vydání, C. H. Beck, Praha 2005, str. 12 a násl.

⁹ Srov. čl. 1 odst. 4 Směrnice Rady č. 93/22/EHS o investičních službách nahrazený čl. 4 odst. 1 bod 18 Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 39/2004/ES o trzích s finančními nástroji.

¹⁰ Srov. § 2 odst. 1 německého Wertpapierhandelsgesetz, v platném znění.

¹¹ Srov. čl. 1 francouzského zákona č. 96/597, la loi de modernisation financiere, v platném znění.

¹² k výkladu demonstrativních výčtů metodou a simili viz např. rozhodnutí Nejvyššího správního soudu č. 5 A 69/2001 publikované ve Sbírce Nejvyššího správního soudu č. 1/2006, str. 64 a násl.

¹³ Srov. pro německou úpravu Assmann, Heinz-Dieter in Assmann, Heinz-Dieter, Schneider, Uwe H. (edit): Wertpapierhandelsgesetz, Kommentár, 4. vydání, Otto Schmidt, Köln 2006, str. 104 a násl., pro francouzskou úpravu de Vauplane, Hubert, Bornet, Jean-Pierre: Droit des marchés financiers, Litec, Paris 1998, str. 35 a násl.

Při emisi nepojmenovaných cenných papírů musí být dodržena obecná pravidla závazná pro všechny cenné papíry.

V případě určení formy cenného papíru se použije § 3 odst. 1 zákona o cenných papírech, který umožňuje, aby cenný papír byl vydán ve formě na doručitele, na řad či na jméno.

Pokud jde o podobu nepojmenovaných cenných papírů, shledává Česká národní banka v podmínkách stávající právní úpravy jejich vydávání v zaknihované podobě problematickým. Podle § 202 odst. 1 písm. b) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“), vede Středisko cenných papírů evidenci zaknihovaných cenných papírů (namísto centrálního depozitáře) podle dosavadního právního předpisu, tj. dle úpravy obsažené v zákoně o cenných papírech ve znění účinném do 30. dubna 2004. Nepojmenované cenné papíry se však tehdy mezi zaknihované cenné papíry neřadily. Za současného právního stavu zřejmě není možné, aby Středisko cenných papírů vedlo evidenci nepojmenovaných cenných papírů.

V úvahu však přichází vedení dluhových nepojmenovaných cenných papírů v samostatné evidenci podle § 93 odst. 1 písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu jako listinný sběrný cenný papír za využití analogie k právní úpravě sběrného dluhopisu obsažené v ustanovení § 35 a násl. zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

Představitelné je i uložení listinných nepojmenovaných cenných papírů do hromadné úschovy podle ustanovení § 38 zákona o cenných papírech upravujícího imobilizaci cenných papírů. Zde by vzhledem k ustanovení § 56 odst. 1 písm. b) zákona o cenných papírech, ve znění platném do 30. dubna 2004, ve spojení s ustanovením § 202 odst. 1 písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu bylo osobou, která by evidenci imobilizovaných cenných papírů vedla, Středisko cenných papírů.

5. Nepojmenovaný cenný papír jako investiční nástroj

Nepojmenované cenné papíry lze považovat za investiční cenné papíry, pokud v souladu s ustanovením § 3 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu vykážejí obecné znaky cenného papíru a dále možnost nebo obvyklost obchodování na kapitálových trzích.

Nepojmenované cenné papíry mohou vykazovat současně i znaky derivátů. Konstrukce takovýchto cenných papírů využívá zpravidla tzv. pákového efektu, který je obecně považován za jeden z pojmových znaků derivátů ve smyslu ustanovení § 3 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.¹⁴ Pro účely veřejné nabídky a přijetí k obchodování na regulovaném trhu je však rozhodující jejich povaha jako investičních cenných papírů. Nepojmenované cenné papíry s pákovým efektem budou ve smyslu nařízení Komise č. 809/2004/ES ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů, ve znění pozdějších změn (dále jen „nařízení Komise č. 809/2004/ES“) považovány za *derivátové* cenné papíry. Existenci této kategorie v rámci investičních cenných papírů lze považovat za podpůrný argument pro zařazení investičních certifikátů mezi investiční cenné papíry pro účely jejich veřejné nabídky.

¹⁴ K tomu srov. např. dokumenty International Swaps and Derivatives Association na www.isda.org.

Opakované či průběžné vydávání dluhových cenných papírů (resp. papírů, které nejsou ve smyslu tohoto ustanovení kapitálové) obsahuje § 36a zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Definice nabídkového programu jako plánu na průběžné nebo opakované emitování zastupitelných dluhových cenných papírů (ustanovení § 34 odst. 2 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu) nebrání vydávání nepojmenovaných cenných papírů dluhové povahy v rámci nabídkového programu podle ustanovení § 36 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Vzhledem k výše uvedenému je podle názoru České národní banky opakované vydávání nepojmenovaných cenných papírů v rámci nabídkového programu možné.

Informační povinnosti emitenta nepojmenovaného cenného papíru coby kótovaného investičního cenného papíru jsou stanoveny v jednotlivých ustanoveních zákona o podnikání na kapitálovém trhu: § 118 (výroční zpráva), § 119 (pololetní zpráva), § 120 (ostatní povinnosti) a § 125 (vnitřní informace). S výjimkou znění § 120 odst. 2 a 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu zákon nijak nerozlišuje v povinnostech emitentů podle druhu cenného papíru, který je přijat ke kótaci. Je zřejmé, že povaha uveřejňovaných informací musí odrážet konstrukci konkrétního druhu nepojmenovaného cenného papíru, tomu odpovídá i úprava v nařízení Komise č. 809/2004/ES.

Závěrem je nutno upozornit na omezení, která jsou s vydáváním nepojmenovaného cenného papíru spojena – s vyhrazením přijímání vkladů pouze bankám¹⁵ podle ustanovení § 2 odst. 1 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o bankách“), a s vyhrazením kolektivního investování pouze investičním společnostem a investičním fondům¹⁶ podle ustanovení § 2a odst. 1 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o kolektivním investování“). V obou případech by obcházení zmíněných norem vedlo k tomu, že by byl pachatel sankcionován – jak v případě „černého“ bankovníctví tak v případě „černého“ kolektivního investování by se mohlo jednat o neoprávněné podnikání podle ustanovení § 118 zákona č. 140/1961 Sb., trestní zákon, ve znění pozdějších předpisů, v případě „černého“ kolektivního investování by Česká národní banka pachatele mohla postihnout i podle ustanovení § 124 písm. a) zákona o kolektivním investování.

Viceguvernér
Ing. Miroslav Singer, Ph.D. v. r.

Sekce regulace a dohledu nad kapitálovým trhem
Odpovědný zaměstnanec:
JUDr. Ossendorf, Ph. D., LL. M., tel. 224 413 583

¹⁵ Srov. Kotáb, Petr v Bakeš, Milan (edit.): Finanční právo, 4. vydání, C. H. Beck, Praha 2006, str. 657 a násl..

¹⁶ Srov. Dědič, Jan, Křetínský, Daniel, Vacek, Libor: Zákon o investičních společnostech a investičních fondech, Komentář, C. H. Beck, Praha 2001, str. 2 a násl..