

Věc: Institut pozastavení obchodování s veřejně obchodovatelnými cennými papíry na veřejném trhu a mimo něj (§ 91 zákona o cenných papírech)

S ohledem na nejasnosti, které vyvstaly v souvislosti s aplikací § 91 zákona o cenných papírech, vydává Komise pro cenné papíry (dále jen “Komise”) následující právní názor, ke kterému v souladu s obvyklými metodami právního výkladu dospěla na základě důkladného právního rozboru uvedeného ustanovení v kontextu předpisu, jehož je součástí.

Pokud jde o okruh operací dotčených pozastavením obchodování v konkrétním případě, je třeba primárně vycházet z textu rozhodnutí. To musí kromě doby trvání pozastavení přesně vymezit jeho rozsah (§ 91 odst. 3 zákona o cenných papírech), a to vždy v závislosti na splnění dvou podmínek (§ 91 odst. 2 zákona o cenných papírech):

a) hrozba velkých hospodářských ztrát a

b) nemožnost zabránit těmto ztrátám jinak (princip subsidiarity).

Při stanovení rozsahu pozastavení musí správní orgán vždy zkoumat, zda jsou uvedené podmínky splněny právě pro konkrétní rozsah, tedy jednotlivé obchody, na které se mají účinky pozastavení obchodování vztahovat (princip proporcionality). Jinými slovy: nehrozí-li u konkrétního druhu obchodu velké hospodářské ztráty, nemůže tyto obchody rozhodnutí zahrnout. Totéž platí, jestliže sice u určitého druhu velké hospodářské ztráty hrozí, lze jim ovšem zabránit jinak (např. včasným a řádným informováním investorské veřejnosti, cestami soukromého práva apod.). Toto zkoumání klade zvýšené nároky na odbornost a ekonomický rozhled správního orgánu, který opatření přijímá, z právního i věcného hlediska se však jedná o požadavek zcela opodstatněný.

Může ovšem nastat situace, kdy rozhodnutí rozsah pozastavení nespecifikuje. V praxi se tento problém vyskytuje zvláště u rozhodnutí o předběžném opatření, která poměry na trhu upravují pouze dočasně do doby, než správní orgán v rámci správního řízení (obvykle souběžně zahajovaného) nezjistí v součinnosti s účastníkem řízení veškeré skutečnosti nezbytné pro přesné posouzení hrozby velkých hospodářských ztrát a možnosti jejího alternativního odvrácení. Rozhodnutí o předběžném opatření zpravidla rozsah pozastavení specifikovat ani nemůže, neboť správní orgán v době jeho vydání nemá pro stanovení rozsahu nezbytné podklady a informace. Povinné náležitosti § 91 odst. 3 zákona o cenných papírech ostatně pro tento typ rozhodnutí neplatí. Při absenci výslovného vymezení rozsahu v rozhodnutí o pozastavení obchodování je proto třeba dovozovat, že se rozhodnutí vztahuje **v plném rozsahu** na všechny operace, které může Komise podle § 91 zákona o cenných papírech ve smyslu níže uvedeného výkladu pozastavit. Teprve v meritorním rozhodnutí Komise rozsah omezí na obchody, u kterých se splnění obou zákonných podmínek jeví jako doložené.

Pokud jde o jednotlivé obchody, na které se pozastavení může v konkrétním případě vztahovat, je třeba se soustředit na výklad pojmu “obchodování s veřejně obchodovatelnými cennými papíry”, a to specificky pro účely ustanovení § 91 zákona o cenných papírech. Tento pojem musí být především interpretován v širším smyslu, než stanoví definice § 8 odst. 1 téhož zákona.

Obchodování s cennými papíry zákon v uvedeném ustanovení definuje zejména pro potřeby veřejnoprávní úpravy činnosti obchodníka s cennými papíry v § 45 a násl. zákona o cenných papírech, aplikace této definice na jiné situace a zejména dikci § 91 zákona o cenných papírech by však vedla k naprosto absurdním závěrům. Komise by podle tohoto výkladu mohla na veřejném trhu pozastavit pouze operace prováděné obchodníky s cennými papíry uvedené ve výčtu § 8 odst. 1 písm. a) až d) zákona o cenných papírech. Na burze cenných papírů by takové

opatření zřejmě svůj účel částečně plnilo – vzhledem k tomu, že na tento trh mají přístup pouze obchodníci s cennými papíry, došlo by skutečně k zastavení řady obchodů s cennými papíry dotčenými tímto opatřením. Podivná a dosti nesmyslná situace by však nastala na mimoburzovním trhu RM-S, který umožňuje přístup mnohem širší investorské veřejnosti. Pokud bychom dosadili definici § 8 odst. 1 do znění § 91 zákona o cenných papírech, připustili bychom stav, kdy by obchodníci s cennými papíry přihlíželi, jak ostatní účastníci trhu masově uzavírají smlouvy o cenných papírech, na které by se pozastavení vztahovalo a se kterými oni obchodovat nesmějí. Důsledkem by byla jen diskriminace na kapitálovém trhu.

Zákonodárce však spíše než neodůvodněnou diskriminaci obchodníků s cennými papíry zamýšlel ochránit trh se všemi jeho účastníky bez ohledu na jejich profesionalitu a charakter činnosti, kterou na trhu vykonávají, z hlediska splnění podmínek podnikání. Jaké opodstatnění by jinak mělo pozastavení činnosti obchodníků s cennými papíry na veřejném trhu, když ostatní subjekty by z nabídky a poptávky předmětných cenných papírů na stejném trhu vyloučeny nebyly? Nešlo snad zákonodárci především o ochranu těchto subjektů? Argumentovat lze též základním kritériem pro aplikaci opatření podle § 91 zákona o cenných papírech – “velkými hospodářskými ztrátami” (§ 91 odst. 2). Myslel snad zákonodárce “velké hospodářské ztráty” obchodníků s cennými papíry, pokud by všichni ostatní účastníci kapitálového trhu měli zůstat pozastavením obchodování s cennými papíry nedotčeni? Komise není orgánem ochrany hospodářských zájmů jedné podnikatelské skupiny, její poslání spočívá v činnosti přispívající “k rozvoji a ochraně kapitálového trhu” (§ 2 odst. 2 zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů – dále jen “zákon o Komisi”), tedy trhu jako celku a všech jeho účastníků, zejména těch, kteří ochranu orgánu státní správy potřebují nejvíce, tj. účastníků nesofistikovaných, nekvalifikovaných, laických. Jedině tak lze podmínce “velkých hospodářských ztrát” správně rozumět a ve stejném duchu vykládat pojem “obchodování s cennými papíry”. Není pochyb, že v tomto světle pozbývá aplikace definice v § 8 odst. 1 na ustanovení § 91 zákona o cenných papírech smysl.

Výklad § 91 ve vazbě na definici § 8 odst. 1 zákona o cenných papírech by v sobě však skrýval další podstatné úskalí. Burzu cenných papírů i organizátora mimoburzovního trhu by totiž postavil před neřešitelný problém selekce mezi obchody pozastavením dotčené a operace, kterých by se toto opatření Komise nedotklo. Rozhodnutí Komise pozastavit obchodování by totiž nepostihlo veškeré operace uskutečňované obchodníky s cennými papíry, nýbrž pouze ty z nich, které výslovně vyjmenovává § 8 odst. 1 zákona o cenných papírech. Muselo by se tedy v každém případě jednat o operace prováděné jako služba zákazníkovi. Jestliže by však obchodník s cennými papíry nakupoval či prodával cenné papíry na vlastní účet *pro sebe*, mohl by se s odkazem na dikci § 8 odst. 1 písm. a) zákona o cenných papírech a *contrario* dovolávat, že tato operace není rozhodnutím Komise dotčena, pozastavení se na ní nevztahuje a on má právo operaci provést, pokud najde odpovídajícího partnera v postavení kupujícího či prodávajícího na vlastní účet rovněž pro sebe. Velmi jednoduchým řetězením operací by nakonec rozhodnutí o pozastavení obchodování pozbylo veškerý smysl – zákazník by cenné papíry prodal mimo veřejný trh, popř. na mimoburzovním trhu (protože na burzu nemá přístup) obchodníkovi s cennými papíry, který by jednal na vlastní účet pro sebe, ten by nakoupené cenné papíry dále prodal na burze cenných papírů jinému obchodníkovi s cennými papíry, který by rovněž nakupoval na vlastní účet pro sebe a stejným způsobem by nabyté cenné papíry prodal dále koncovému zákazníkovi. Cenné papíry by putovaly od jednoho zákazníka k druhému, s využitím mimoburzovního trhu dokonce výhradně přes veřejný trh, pozastavení obchodování by celý proces pouze poněkud zkomplikovalo a prodražilo, takže “velké hospodářské ztráty” by nakonec byly možná o něco vyšší, ochrana kapitálového trhu by se však minula účinkem. Ostatně, jakým způsobem by organizátor veřejného trhu zjišťoval, že obchod

mezi dvěma subjekty nebyl obchodníkem s cennými papíry zprostředkovaný (§ 8 odst. 1 písm. b)), že se tedy nejedná o obchod pozastavený? Diferenciace podle kritérií § 8 odst. 1 zákona o cenných papírech by byla v praxi neproveditelná. Pouze by otevřela dveře netransparentním operacím s cílem obcházet rozhodnutí Komise a uvrhla by trh v naprostý zmatek.

Nezbývá než konstatovat, že ustanovení § 91 zákona o cenných papírech je třeba vykládat zcela autonomně. Odpovídá tomu ostatně též jeho neobvyklé systematické zařazení ve společných, přechodných a závěrečných ustanoveních zákona.

Uvedený závěr se uplatňuje zcela obecně, tedy rovněž na § 91 odst. 4 zákona o cenných papírech - právo Komise pozastavit obchodování s cennými papíry mimo veřejný trh. Jestliže pozastavení obchodování na veřejném trhu zahrnuje všechny subjekty na tomto trhu operující včetně drobných investorů, bylo by absurdní pokoušet se je z dosahu pozastavení mimo veřejný trh vylučovat. Znovu lze odkázat na ochranu kapitálového trhu jako celku a dále smysl, koncepci i jednotnost právní úpravy tohoto institutu. Autonomní postavení § 91 zákona o cenných papírech ve struktuře tohoto předpisu nemá vliv na jeho vnitřní jednotu a konsistenci, kterou v případě pozastavení obchodování mimo veřejný trh ještě posiluje výslovný odkaz na použití úpravy pozastavení obchodování na veřejném trhu s jediným rozdílem v délce přípustného období, na které může Komise toto opatření přijmout. Na oba instituty je z toho důvodu třeba nahlížet shodně, již proto, že je Komise zpravidla používá současně, což odpovídá stejnému předpokladu aplikace: při existenci hrozby velkých hospodářských ztrát, kterým nelze jinak zabránit, se naplní předpoklad paralelního použití obou typů opatření.

Rozsah pozastavení obchodování s cennými papíry tedy zahrne jednak obchody podle § 8 odst. 1 zákona o cenných papírech, jednak další operace. Vzhledem k totožné dikci není sporu o tom, že **minimálně všechny druhy operací vyjmenované v § 8 odst. 1 zákona o cenných papírech pod písmeny a) až d) mohou být rozhodnutím podle § 91 téhož zákona dotčeny (prakticky zejména nákup a prodej cenného papíru na vlastní účet pro jiného a půjčka cenných papírů)**. Nad rámec těchto obchodů však pozastavení obchodování může s ohledem na okolnosti popsané výše postihnout též **další převody cenných papírů na základě úplatných smluv bez ohledu na smluvní typ**. S odvoláním na všeobecně ochranný účel pozastavení obchodování se jeví jako nezbytné vykládat pojem “obchodování” a “obchod” velmi široce. Nevystačíme přitom ani se základní legální či doktrinární definicí obchodního práva. Imperativ ochrany se totiž v daném případě zdaleka nevyčerpává ochranou podnikatelských subjektů. Právě s poukazem na stěžejní prvek ochrany spotřebitele (nekvalifikovaného, nesofistikovaného investora), který moderní veřejné právo druhé poloviny dvacátého století velmi silně akcentuje (patrně je to zejména v právu evropském), je třeba ochranu před velkými hospodářskými ztrátami vztáhnout též (či spíše především) na nepodnikající smluvní strany, u kterých se předpokládá zpravidla nižší míra profesionality a odborné zdatnosti, a tedy na smlouvy v režimu občanského práva. Tento důsledek se uplatní zvláště v případě pozastavení obchodování mimo veřejné trhy. **Rozhodnutí o pozastavení obchodování tímto způsobem vyloučí všechny osoby bez rozdílu, zda se jedná o podnikatele či subjekty nepodnikatelské, z možnosti platně se zavazovat k úplatným převodům cenných papírů uvedených v rozhodnutí. Z hlediska smluvních typů půjde nejčastěji o kupní smlouvu, lze ovšem uvést též směny cenných papírů, půjčky nad rámec služeb podle § 8 odst. 1 zákona o cenných papírech, poměrně časté převody v rámci tzv. repo-operací atd. Uvedené smlouvy nebude z povahy věci možné ani zprostředkovávat, a to opět bez ohledu na smluvní typ tvořící základ takové činnosti (mandátní, komisionářská, ale též zprostředkovatelská smlouva)**. Vzhledem k důvodům pozastavení (např. nemožnost správně odhadnout hodnotu cenných papírů pro mimořádné okolnosti

v situaci emitenta) se toto opatření dotkne zpravidla **těž zajišťovacích převodů či zřizování zástavního práva** k cenným papírům dotčeným pozastavením. V obou případech je ochrana převodce i nabyvatele, resp. zástavce a zejména zástavního věřitele rovněž na místě.

Výčet operací, na které lze rozhodnutí o pozastavení obchodování v konkrétním případě vztáhnout, by nebyl úplný bez zahrnutí převodů uskutečněných na základě smluv, které se sice primárně jeví jako bezúplatné, ve skutečnosti jim však odpovídá určité v penězích měřitelné protiplnění, ať již vyplývající z téže smlouvy, či nikoliv. V úvahu je tedy nutno vzít i ekonomické souvislosti různých právních jednání. Typicky lze uvést vklad cenných papírů do obchodní společnosti (kromě toho, že jde o vztah podřízený režimu obchodního zákoníku – srov. § 261 odst. 3 písm. a), lze tento závěr dovodit mj. z potřeby chránit před velkými hospodářskými ztrátami jak společníka, tak obchodní společnost a jejím prostřednictvím poměrně široký okruh osob zahrnující její ostatní společníky a především věřitele), nebo právní úkony, které je třeba posuzovat v širším kontextu (protiplnění např. spočívá ve výhodnějších podmínkách jiné smlouvy apod.).

Ze smyslu a účelu ustanovení § 91 zákona o cenných papírech a z toho, co bylo dosud uvedeno, lze naopak dovodit, že se pozastavení obchodování s cennými papíry nedotkne vypořádání smluv uzavřených před jeho účinností. Uzavřel-li někdo ještě před pozastavením obchodování smlouvu, na kterou se opatření vztahuje, bude zřejmě na místě na tomto závazku setrvat a požadovat jeho splnění bez ohledu na podstatnou změnu okolností sankcionovanou rozhodnutím. Primát zásady pacta sunt servanda s přihlédnutím k vyloučení obecné platnosti klauzule rebus sic stantibus bude třeba důsledně respektovat. Jelikož vypořádání smluv uzavřených před pozastavením obchodování nezahrne ani ochranný účel pozastavení, jeví se jako opodstatněné z jeho dosahu plnění závazků vzniklých před jeho účinností bez výjimky vyjmout. **Platí to především pro převod vlastnického práva na základě dříve uzavřené kupní či směnné smlouvy, smlouvy o půjčce (včetně návratu půjčených cenných papírů), smlouvy o repo-operaci (včetně zpětného převodu na základě této smlouvy), zajišťovacího převodu atd.**

Plnění dříve vzniklého platného závazku ovšem nesmí spočívat v uzavírání nových smluv, kterých se pozastavení týká. V tomto ohledu striktně platí zákaz obchodů nových bez ohledu na jejich motivaci (causa solvendi). Zaváže-li se proto někdo např. k prodeji cenných papírů, které k okamžiku uzavření smlouvy nemá (počáteční nemožnost subjektivní – typicky obchodník s cennými papíry v tzv. krátké pozici), nebude moci závazek splnit. Obecná část obligačního práva na podobné situace pamatuje institutem nemožnosti plnění, která nastává mj. též v důsledku nedovolenosti plnění (právní nemožnost). Úprava § 585 občanského zákoníku doplněná pro obchodní vztahy ustanovením § 352 a násl. obchodního zákoníku je sice poněkud kusá, stručnost zákonného textu však do značné míry kompenzuje tradičně bohatý základ doktrinální. Objektivní nemožnost plnění podle této úpravy způsobuje zánik závazku, nejedná-li se pouze o nemožnost přechodnou. Opatření podle § 91 má sice povahu přechodnou, v krajním případě však může setrvat v účinnosti až několik měsíců. Zánik závazku z důvodu nemožnosti plnění je tedy třeba vždy velmi pečlivě zkoumat s přihlédnutím ke konkrétním okolnostem daného případu. U obchodů fixních nebo jim podobných, u kterých lze dovodit, že smluvní strana nemůže mít na opožděném plnění nebo plnění opožděném nad určitou dobu zájem, způsobuje zpravidla i velmi krátkodobá nemožnost plnění zánik závazku. Tento účinek naopak nenastane u závazků ze smluv, které s podobnou nemožností plnění počítají a pro ten případ obsahují odkládací podmínku plnění až do odpadnutí překážky zakládající jeho nemožnost. Mezi oběma krajními póly bude existovat řada hraničních případů, ve kterých bude sporné, zda se s ohledem na trvání nemožnosti a konkrétní okolnosti případu jedná ještě o

prodlení dlužníka, nebo již o nemožnost plnění. Závazné posouzení takových případů mohou provést jedině soudy.

Pozastavení obchodování se kromě toho nedotkne převodů na základě smluv ryze bezúplatných, tj. převodů, kterým neodpovídá protiplnění ani v širším kontextu právních vztahů mezi smluvními stranami (typicky darování), a nedotčeny zůstanou rovněž přechody práv k cenným papírům na základě jiných právních skutečností (univerzální sukcese při dědění, zrušení obchodní společnosti bez likvidace apod.).

Zbývá pojednat o důsledcích nerespektování rozhodnutí, kterým Komise pozastavila obchodování s cennými papíry na veřejném trhu a mimo něj. Účinná rozhodnutí správního orgánu zakládají vymahatelná práva a povinnosti subjektů, kterým jsou adresována. V případě opatření podle § 91 zákona o cenných papírech se jedná o rozhodnutí specifické, z povahy věci adresované velkému množství subjektů, aniž je rozhodnutí výslovně vyjmenovává. **Kromě organizátorů veřejných trhů, osob provádějících vypořádání obchodů s cennými papíry a střediska cenných papírů směřuje rozhodnutí vůči všem majitelům cenných papírů, se kterými se pozastavuje obchodování,** a ukládá jim ve smyslu výše popsaném zdržet se uzavírání smluv o těchto cenných papírech, jejich plnění nebo podílu na tomto plnění. **Totéž platí pro všechny jejich potencionální smluvní partnery, tedy široké investorské publikum na kapitálovém trhu.** U všech těchto subjektů zakládá účinné rozhodnutí Komise veřejnoprávní povinnost, jejíž splnění lze právně vynutit. Jednání v rozporu s tímto rozhodnutím jsou z hlediska soukromého práva protiprávní, a tedy neplatná (§ 39 občanského zákoníku), smluvní strany se proto vystavují riziku plnění bez právního důvodu a následné odpovědnosti za bezdůvodné obohacení a případnou škodu.

Nerespektování rozhodnutí Komise především zakládá veřejnoprávní odpovědnost jednatelů za správní delikt. Podle ustanovení § 7 odst. 2 písm. c) zákona o Komisi podléhá plnění povinností a podmínek stanovených v pravomocných rozhodnutích Komise jejímu státnímu dozoru, při čemž vykonává-li Komise státní dozor podle zákona o Komisi, je oprávněna uložit sankci ve formě **pokuty až do výše 100 000 000 Kč** (§ 9 odst. 3 zákona o Komisi). K tomu je třeba dodat, že jelikož se jedná o delikt v režimu správního řádu, tedy tzv. jiný správní delikt fyzických a právnických osob, postrádá jeho skutková podstata subjektivní stránku. Deliktní odpovědnost proto též u fyzických osob nepodnikatelů vzniká bez ohledu na zavinění. Při tom platí, že neznalost zákona neomlouvá.

Vzhledem k povaze a závažnosti situace, v důsledku které zpravidla k pozastavení obchodování s cennými papíry dochází, by porušení povinnosti založené rozhodnutím o pozastavení mohlo vést k velmi negativním dopadům na právní sféru delikventa. Uvedený výklad není prost rizika (jako komplikující mj. působí přívlastek "*pravomocná*" rozhodnutí), že soud postup podle § 7 odst. 2 písm. c) proti subjektům, které jinak nepodléhají dozoru Komise, posoudí jako nedostatečně právně podložený, přesto zastává Komise názor, že v citované normě je třeba s ohledem na poslání Komise a výrazně ochranný účel opatření spatřovat dostatečný legální základ pro dozoreč i sankční pravomoc Komise mj. též ve vztahu k plnění povinností uložených v *účinném* rozhodnutí bez ohledu na jeho právní moc, zvláště jedná-li se o rozhodnutí o předběžném opatření. U rozhodnutí pravomocných potom pochybnosti nevznikají.

Pokud jde o vázanost střediska, osoby pověřené vedením části jeho evidence nebo osoby provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry rozhodnutím Komise o pozastavení obchodování, považuje ji Komise za zcela nepochybnou. V tomto ohledu lze jen obtížně dospět

k jinému závěru, než že účinky rozhodnutí Komise podle § 91 zákona o cenných papírech dopadají i na převody v zákonné evidenci cenných papírů a na vypořádání obchodů s cennými papíry. Odhlédneme-li od neplatnosti převodů cenných papírů dotčených rozhodnutím, bylo by absurdní z veřejnoprávního dosahu rozhodnutí vyjímát osobu vedoucí zákonnou evidenci dematerializovaných cenných papírů nebo osobu vypořádání provádějící. Má-li se pozastavení obchodování skutečně realizovat, což platí dvojnásob v případě pozastavení obchodování mimo veřejné trhy, nelze připustit, aby středisko, popř. subregistr převody cenných papírů na základě pozastavených obchodů ve výše popsaném smyslu nebo zřízení zástavního práva registrovalo nebo aby je licencovaný subjekt vypořádával. Středisko, popř. subregistr by proto v zájmu dodržování povinností, které pro něj vyplývají z právních předpisů a pravomocných rozhodnutí Komise ve smyslu § 7 odst. 2 písm. c), mělo ve vztahu k emisi cenných papírů, na kterou se vztahují účinky pozastavení, důkladně zkoumat, zda se u jednotlivých převodů nejedná o převody rozhodnutím Komise dotčené. Totéž platí pro osobu provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry. Jedná-li se o takový převod, jsou uvedené osoby povinny rozhodnutí Komise respektovat a pokyn neprovést. V opačném případě se nejen vystavují nebezpečí pozdější žaloby na náhradu škody ze strany poškozeného subjektu, především se však dopouštějí správního deliktu, který má Komise povinnost stíhat, a to rovněž podle zákona o Komisi, tj. s možností uložit pokutu až do výše 100 000 000 Kč.