

Omezení převoditelnosti dluhopisů souhlasem emitenta a právní následky jeho porušení

Limitation of the Transferability of Bonds with the Consent of the Issuer and the Legal Consequences of its Violation

Michala Špačková*

Abstrakt

Cílem tohoto příspěvku je hledání odpovědí na otázky související s přípustností omezení převoditelnosti dluhopisů souhlasem emitenta, které rozpoutal Nejvyšší soud rozsudkem vydaným dne 27. 4. 2023, sp. zn. 27 ICdo 30/2022. Vycházejí z faktu, že dluhopis jako dluhový cenný papír inkorporuje pohledávku, Nejvyšší soud aplikoval na otázku přípustnosti omezení převoditelnosti dluhopisů právní úpravu zákazu cese (§ 1881 ObčZ). Ohledně následku porušení tohoto omezení byla následně dovozena neúčinnost převodu. Z důvodů podrobněji rozebíraných v tomto příspěvku je zejména první část rozhodnutí spočívající na tezi o připodobnění pohledávky z dluhopisu k pohledávce neztělesněné do cenného papíru problematická. Vedle rozboru diskutabilních pasáží rozsudku se příspěvek zaměří rovněž na nastínění alternativních úvah týkajících se judikované otázky. Aby hledání řešení nebylo ryze samoučelné, bude obecná (spíše teoreticky laděná) úvaha o přípustnosti omezení dispozičního práva k dluhopisům doplněna o praktičtější výklad o zákonem aprobevaných modalitách takového omezení. Třetí diskuzní okruh bude věnován otázkám spojeným s právními následky porušení omezení převoditelnosti.

Klíčová slova

Dluhopis; omezení převoditelnosti; souhlas emitenta; zákaz zcizení; emisní podmínky; postoupení pohledávky.

Abstract

The aim of this contribution is to find answers to questions related to the admissibility of limiting the transferability of bonds with the consent of the issuer, which was triggered by the Supreme Court's judgment issued on 27. 4. 2023, sp. zn. 27 ICdo 30/2022. Based on the fact, that a bond as a debt security incorporates a claim, the Supreme Court applied the legal regulation of the prohibition of cesses to the question of the admissibility of limiting the transferability of bonds (§ 1881 of the Civil Code). With regard to the consequences of violating this restriction, the ineffectiveness of the transfer was subsequently argued. For the reasons discussed in more detail in this contribution, the first part of the decision, based on the thesis of equating a claim from a bond to a claim not embodied in a security (assignment of a claim), is particularly problematic. In addition to the analysis of questionable passages of the judgment, the contribution will also focus on outlining alternative

* JUDr. Michala Špačková, Ph.D., Katedra obchodního práva, Právnická fakulta, Masarykova univerzita, Brno / Department of Commercial Law, Faculty of Law, Masaryk University, Brno, Czech Republic / E-mail: michala.spackova@law.muni.cz / ORCID: 0000-0001-9897-3326 / Scopus ID: 57670553400

considerations regarding the adjudicated question. General (rather theoretically tuned) consideration of the permissibility of limiting the right of disposition to bonds will be supplemented by a more practical interpretation of the legally approved modalities of such a limitation. The third discussion area will be devoted to issues related to the legal consequences of violating transferability restrictions.

Keywords

Bond; Limitation of Transferability; Consent of the Issuer; Negative Pledge; Terms of Issue; Assignment of a Claim.

Úvod

Jedním ze základních efektů cenných papírů je **zprostředkování oběhu inkorporovaných práv**.¹ Kouzlo cenných papírů tkví konkrétně v tom, že samotným převodem cenného papíru (případně změnou v příslušné evidenci zaknihovaných cenných papírů) přecházejí subjektivní práva s tímto cenným papírem spojená. Výhoda uvedené právní konstrukce spočívá nejen v **usnadnění převodu** práv spojených s cenným papírem, ale rovněž ve **vyšší jistotě nabyvatele**, jehož dobrá víra ve skutečnosti uvedené v cenném papíru je tímto chráněna.² Dle **teorie domnělých práv** (*Rechtsscheintheorie*), jež dominuje právní nauce cenných papírů, je dobrá víra nabyvatele cenného papíru chráněna do té míry, že ani v případě nákupu cenného papíru (na sekundárním trhu), v situaci, kdy nebyly dodrženy náležitosti postupu při vydání cenného papíru, případně tehdy, pokud se předchozí nabyvatel nestal právoplatným vlastníkem cenného papíru, nemá tato skutečnost zásadně žádné účinky vůči novému nabyvateli (§ 521 občanského zákoníku; zákon č. 89/2012 Sb., dále „ObčZ“). Převodem cenné papíru na dobrověrného nového nabyvatele totiž dochází k **zákonné konvalidaci předchozích vad** při vydání cenného papíru, přičemž emitentovi vzniká nanejvýš nárok na náhradu škody.³ Rovněž v případě omezení vlastnického práva prvního nabyvatele (tedy v situaci, kdy se první nabyvatel sice stal vlastníkem cenného papíru zákonem stanoveným způsobem, ale jeho dispoziční právo je určitým způsobem omezeno) zákon v rámci úpravy nabytí od neoprávněného v § 1109 písm. e) ObčZ (pro cenné papíry na doručitele), respektive v čl. I § 16 zákona směnečného a šekového (zákon č. 191/1950 Sb., dále „ZSŠ“) ve spojení s § 1103 ObčZ (pro cenné papíry na řad) preferuje postavení nabyvatele a jeho dobrou víru.⁴

¹ Výklad je věnován primárně listinným cenným papírům, neboť v předmětném sporu, který lze označit za impuls k sepsání tohoto příspěvku, se jednalo o omezení převoditelnosti listinných dluhopisů. Není-li však v textu výslovně uvedeno jinak, jsou výklady v tomto příspěvku přiměřeně použitelné (z důvodů uvedených v § 525 odst. 2 ObčZ) jak na cenné papíry, tak na zaknihované cenné papíry.

² Srov. VÍTEK, J. In: KOTÁSEK, J., PIHERA, V., POKORNÁ, J., VÍTEK, J. *Právo cenných papírů*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2014, s. 55–56.

³ Srov. MIKULA, O. § 521. In: PETROV, J., VÝTISK, M., BERAN, V. a kol. *Občanský zákoník*. 2. vyd. (2. aktual.). Praha: C. H. Beck, 2023, marg. č. 1.

⁴ Nabytí cenného papíru na doručitele je zahrnuto mezi privilegované skutkové podstaty [§ 1109 písm. e) a § 1113 ObčZ]. U těchto způsobů nabytí se dobrá víra nabyvatele presumuje. Pro cenné papíry na řad platí, že ten, kdo má cenný papír v ruce a svědčí mu nepřetržitá řada rubopisů, je legitimován jako vlastník tohoto cenného papíru, ledaže nabytí cenný papír ve zlé víře nebo se při nabývání cenného papíru provinil hrubou nedbalostí.

Atraktivita rychlejšího a méně nákladného převodu cenných papírů na základě právní úpravy privilegující nabyvatele se v praxi může střetnout s požadavkem emitentů na **vyšší míře kontroly nad oběhem jimi vydávaných cenných papírů a nad strukturou vlastníků**. V některých případech je zájem emitentů vybraných druhů a forem cenných papírů reflektován i právní úpravou. Tak je tomu například v případě **akcií na jméno**, u nichž možnost omezení (nikoliv však vyloučení) převoditelnosti prostřednictvím autonomní normotvorby ve stanovách zákonodárce zmiňuje výslovně v § 271 zákona o obchodních korporacích (zákon č. 90/2012 Sb., dále „ZOK“), a to jak ve variantě podmiňující převod souhlasem orgánu akciové společnosti, tak ve verzi svým věcným rozsahem univerzálnější, spojující převoditelnosti s absencí jiného statutárního omezení existujícího nezávisle na vůli rozhodujícího orgánu (např. omezení prostřednictvím předkupního práva ostatních akcionářů zahrnutého do normativní části stanov).⁵

S omezením převoditelnosti se lze v praxi setkat též v jeho **obligacní variantě**, a to například v případě **směnek**, je-li jejich vydání doprovázeno ujednáním mezi výstavcem (dlužníkem) a remitentem (věřitelem) o zákazu převodu směnky na další osobu. V případě směnky zajišťovací rozumně uvažující emitent směnky tento zákaz doplní o zákaz postoupení pohledávky zajišťované právě směnkou. Přestože v případě směnek zákonodárce o možnosti sjednání zákazu převoditelnosti mlčí, v právní ani judikatorní praxi nejsou žádné pochybnosti ohledně přípustnosti dispozičního omezení založeného smluvním ujednáním, a to jak v případě rektasměnky převáděné ve formě a s účinky obvyčejného postupu (čl. I § 11 odst. 2 ZSŠ), tak ve variantě ordresměnky převoditelné indosamentem (čl. I § 11 odst. 1 ZSŠ).⁶ Porušení takového zákazu ze strany věřitele má však dle konstantní směnečné judikatury pouze obligacní (nikoliv věcněprávní) dopady. Důsledkem porušení zákazu tedy nebude neplatnost převodu, ale pouze nárok emitenta na náhradu případně vzniklé škody.⁷

Omezení převoditelnosti není výslovně řešeno ani v případě **dluhopisů**, kterým je věnován tento příspěvek. Dluhopisy patří stejně jako směnky do kategorie tzv. **dluhových (dlužnických) cenných papírů**. Ekonomickou podstatou dluhopisů je úvěrový vztah mezi emitentem a vlastníkem dluhopisu.⁸ Určitou shodu se směnkami lze spatřovat i v jejich zákonné **formě na řad**⁹, která činí z dluhopisu zákonnou **skripturu**, neboli dokonalý cenný papír.

⁵ K různým modalitám při omezení převoditelnosti akcií pomocí předkupního práva srovnej např. článek Dědič a Lasáka v monografii DĚDIČ, J., LASÁK, J. In: EICHLEROVÁ, K. a kol. (eds.). *Rekodifikace obchodního práva – pět let poté. Svazek I. Pocta Stanislavě Černé*. Praha: Wolters Kluwer, 2019, s. 175–179. K metodologii odlišení ujednání omezujících převoditelnost, která jsou pouze formálně začleněna do stanov, aniž by takové začlenění mělo korporační účinky, a naopak ujednání normativní povahy, jež z vůle akcionářů představuje materiální součást stanov blíže viz PAVLÍK, L. *Statutární a smluvní nástroje kontroly nad převodem akcií*. Diplomová práce. Brno: Masarykova univerzita, Právnická fakulta, 2020, s. 21–31.

⁶ Viz například rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 13. 7. 2004, sp. zn. 5 Cmo 242/2004, uveřejněný v časopise *Právní rozhledy*, ročník 2005, č. 10; rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 1. 3. 2006, sp. zn. 29 Odo 280/2005 uveřejněný v časopise *Soudní judikatura*, ročník 2006, č. 8, pod číslem 118 či usnesení Nejvyššího soudu ze dne 15. 7. 2008, sp. zn. 29 Cdo 1484/2008.

⁷ KOVAŘÍK, Z. § 11. In: KOVAŘÍK, Z. *Zákon směnečný a šekový*. 6. vyd. Praha: C. H. Beck, 2014, s. 71–72.

⁸ PIHERA, V. In: KOTÁSEK, PIHERA, POKORNÁ, VÍTEK, 2014, op. cit., s. 101.

⁹ Zatímco pro dluhopisy jde o formu vylučnou, u směnek se lze od této výchozí zákonné formy odchýlit připojením tzv. rektadoložky, jež činí ze směnky tzv. nedokonalý cenný papír. Omezení převoditelnosti směnek na smluvní bázi však dle směnečné judikatury je možné (byť pouze s účinky *inter partes*) v obou těchto formách. Srov. rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 13. 7. 2004, sp. zn. 5 Cmo 242/2004.

Pro tyto zákonné ordrepapíry platí v úvodu příspěvku naznačená parémie, dle které *právo z papíru následuje právo ke papíru* („*das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier*“)¹⁰. Zvěcnění práva do cenného papíru je tedy v tomto případě absolutní a právo (odmyslíme-li kategorii samostatně převoditelných práv) nelze bez cenného papíru převést. Skriptury se současně označují jako cenné papíry veřejné víry (*Wertpapiere öffentlichen Glaubens*)¹¹ a umožňují novému vlastníkovi dle okolností získat lepší postavení, než měl převodce.

Na rozdíl od směnek dluhopisy představují cenné papíry **kauzální a zastupitelné**. Se zastupitelností dluhopisů pak úzce souvisí další vlastnost dluhopisů, a to je jejich **způsobilost být předmětem obchodování** a sloužit tak ve své pasivní funkci jako investiční nástroj, respektive investiční cenný papír ve smyslu § 3 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu (zákon č. 256/2004 Sb., dále „ZPKT“)¹². Ve zmíněných vlastnostech můžeme pro změnu spatřovat shodu s jiným cenným papírem s formou na řad, a to konkrétně s **akciemi na jméno**. Přestože druhově se jedná o odlišný cenný papír (konkrétně podílnický), stejně jako dluhopisy (jakožto obligacní dluhové cenné papíry), mohou i akcie sloužit ve výsledku k témuž cíli, a to k financování činnosti obchodní korporace, byť s tím rozdílem, že v případě dluhopisů poskytované plnění představuje cizí zdroj financování společnosti a po určité době se poskytovatelům vrací.¹³

Normativním reflexí určité podobnosti funkce dluhopisů a akcií ve vazbě na financování korporace je ostatně i možnost vydání **vyměnitelných a prioritních dluhopisů**. Ty lze zařadit jak do kategorie účastnických cenných papírů ve smyslu § 245 ZOK, tak do kategorie zvláštních druhů dluhopisů ve smyslu § 33 zákona o dluhopisech (zákon č. 190/2004 Sb., dále „DluhZ“).

Otázky, jež se vzhledem k absenci výslovné právní úpravy omezení převoditelnosti dluhopisů ve vazbě na výše nastíněné paralely nabízí, zní:

- „Je omezení převoditelnosti dluhopisů obecně přípustné?“
- „Bylo by možné omezit převoditelnost dluhopisů s účinky erga omnes?“
- „Lze v případě dluhopisů uvažovat rovněž o úplném vyloučení jejich převoditelnosti?“
- „Jaké jiné limity se uplatní při formulaci omezení převoditelnosti v emisních podmínkách?“
- „Jaké následky má porušení omezení převoditelnosti dluhopisů ze strany převodce?“

Při hledání řešení budou analyzovány jednotlivé argumenty, jež zazněly v rozsudku Nejvyššího soudu ze dne 27. 4. 2023, sp.zn. 27 ICdo 30/2022. Důvody hovořící jak ve prospěch, tak v neprospěch přípustnosti omezení převoditelnosti budou konfrontovány s poznatky obecné nauky cenných papírů, s historickou i současnou právní úpravou dluhopisů a rovněž s právní úpravou obecného závazkového práva a regulací práv věcných.

¹⁰ ULMER, E. Das Recht der Wertpapiere. In: SCHUMANN, H. *Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft*. Dritte Folge. Stuttgart-Berlin: W. Kohlhammer Verlag, 1938, roč. 30, č. 4, s. 405.

¹¹ Srov. k tomu též § 929 a násl. BGB.

¹² Mezi investiční cenné papíry řadí zákon o podnikání na kapitálovém trhu v § 3 odst. 2 písm. b) jmenovitě též dluhopisy či obdobné cenné papíry, s nimiž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky.

¹³ LÁLA, D. In: ŠTENGLOVÁ, I., DĚDIČ, J., LASÁK, J., PIHERA, V., LÁLA, D., JOSKOVÁ, L. *Akcioné společnosti*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2023, s. 145.

Vynechán nebude ani zahraniční exkurs doplňující možný pohled na otázku přípustnosti omezení převodu dluhopisů. V příspěvku jsou rovněž využity paralely mezi dluhopisy a jinými cennými papíry vydávanými ve formě na řad, zejména se směnkami a s akciemi na jméno. Výhodou tohoto přístupu je možnost určitého zobecnění artikulovaných myšlenek i pro případ, že by podobné otázky bylo nutné řešit v jiné situaci, kdy se zákon k otázce převoditelnosti cenného papíru výslovně nevyjadřuje, jako je tomu (z podstaty věci) například u dluhových či jiných inominátních cenných papírů.

1 Lze omezit převoditelnost dluhopisů i bez zvláštního zákonného zmocnění?

Při hledání odpovědi na otázku přípustnosti omezení převoditelnosti dluhopisů Nejvyšší soud ve svém rozsudku ze dne 27. 4. 2023, sp. zn. 27 ICdo 30/2022 (dále „Rozsudek“) předložil následující kategorický sylogismus, který lze zjednodušeně shrnout do následujících tezí:

1. **Predikát:** *Dluhopis je cenný papír inkorporující pohledávku.*
2. **Vedlejší předpoklad:** *Postoupení pohledávky lze dle § 1881 ObčZ zakázat.*
3. **Konkluze:** *Převoditelnost dluhopisu lze omezit, a to se stejnými účinky, jaké se uplatní v případě zákazu postoupení pohledávky.*

Sylogismus je druh argumentace, která může být při správném použití užitečná. Její zrádnost však spočívá v tom, že leckdy nás svede na falešnou stopu. Namísto dobrání se pravdy nás dovede k vytvoření logického klamu. Hlavní problém rozebíraného rozhodnutí přitom nespočívá v jeho praktických důsledcích konstatujících možnost omezení převoditelnosti dluhopisů a spojujících porušení omezení převoditelnosti s následkem neúčinnosti takového převodu, ale v použité **argumentaci**, dle které *není žádný důvod, pro nějž by bylo namístež rozlišovat mezi úpravou omezením převoditelnosti práva na splacení určité dlužné částky podle toho, zda je anebo není spojeno s cenným papírem (listinným dluhopisem)*.¹⁴

Z níže uvedených důvodů se domnívám, že **přípodobňování převodu cenného papíru a postoupení pohledávky je nutné kategoricky odmítnout**.

Předně platí, že předmětem vlastnictví není v případě cenných papírů (nehmotné) subjektivní právo, nýbrž listina, do níž je toto právo zhmotněno a jejíž právní osud proto takto inkorporované právo následuje. Převod vlastnického práva k cenným papírům probíhá dle specifických pravidel vyjádřených v ustanovení § 1103 ObčZ (převod listinných cenných papírů) a § 1104 ObčZ (převod zaknihovaných cenných papírů), pro jejichž aplikaci je určujícím kritériem forma cenného papíru, nikoliv inkorporované právo. Jinými slovy, zvláštní věcně-právní úpravu týkající se dispozic s cennými papíry nelze modifikovat v závislosti na tom, jaké subjektivní právo v daném případě konkrétní cenný papír inkorporuje, neboť by tím byla

¹⁴ Viz Rozsudek, bod 41. Pro úplnost lze dodat, že Nejvyšší soud myšlenkově navázal na závěry Vrchního soudu v Praze (sp. zn. 247 ICm 2242/2020) jako odvolacího soudu v téže věci, který dovedl, že „*smlouva o převodu listinného cenného papíru je „princiálně postoupením pohledávky [...] , přičemž postoupení pohledávky lze dohodou stran omezit, ale i vyloučit.*“ Soudem prvního stupně (Městský soud v Praze) nebyla otázka přípustnosti omezení převoditelnosti dluhopisu řešena (ani jako předběžná) s odkazem na nedostatek žalobní legitimace žalující (nabyvatelky dluhopisu).

popřena podstata cenného papíru a zcela negovány jeho základní funkce. Uvedeno na příkladu, dluhopis jako cenný papír, jehož převod by měl probíhat v souladu s jeho zákonnou formou řad, bychom degradovali na běžný dlužní úpis, pokud bychom při jeho převodu zohledňovali, že je v něm zhmotněno právo na zaplacení určité peněžité pohledávky.

Nepřílehavost úvahy Nejvyššího soudu obzvlášť vynikne při aplikaci na jiné cenné papíry, do nichž není inkorporováno jedno právo, ale **soubor vzájemně provázaných práv různé povahy**. Tak například v případě akcií půjde o celou paletu práv majetkových i nemajetkových, která lze navíc v rámci emise zvláštních druhů akcií modifikovat. S akcií, stejně jako s dluhopisem, může být spojena i konkrétní peněžitá pohledávka ve formě výnosového práva (na dividendu nebo na podíl na jiných vlastních zdrojích, na vypořádací podíl, na podíl na likvidačním zůstatku), které lze převést cesí (jako tzv. samostatně převoditelné právo) dle podmínek v § 282 ZOK. Tento fakt však nečiní z akcie dluhový cenný papír, pro který bychom snad dovodili, že pokud převádíme akcií, od které není výnosové právo odděleno, měli bychom ji rovněž převést dle pravidel postoupení pohledávky.

S cenným papírem může být v určitých případech spojena **povinnost** podmiňující uplatnění práva. Ta může mít i podobu pohledávky výstavce vůči vlastníkovu cenného papíru. Jako příklad lze uvést zatímní list, který v sobě vedle akcionářských práv zahrnuje rovněž povinnost splatit zbývající část emisního kurzu akcií. Při převodu zatímní listu se přitom opět použije úprava převodu cenných papírů na řad (§ 285 ZOK). Skutečnost, že se mění osoba dlužníka ze závazku (spočívajícího ve splacení zbývající části emisního kurzu), přitom neodůvodňuje závěr, že by se zatímní list převáděl dle obecných občanskoprávních pravidel **převzetí dluhu** (§ 1888 ObčZ). Subjektivní práva a povinnosti nejsou v případě cenných papírů vázána přímo na určitou osobu, jako je tomu u pohledávek, ale jejich prostředníkem je listina.¹⁵ Jelikož je zatímní list zákonným ordrepapírem, uplatní se modus nabytí dle § 1103 odst. 2 ObčZ, tedy k převodu se bude vyžadovat rubopis, přičemž k vyvolání věcněprávních účinků dojde (až) odevzdáním zatímního listu nabyvateli (tradicí).¹⁶ Požadavek souhlasu věřitele s převzetím dluhu ve smyslu § 1888 odst. 1 ObčZ se naopak neuplatní, jelikož podstatou převodu je **převod věci (listiny) nikoliv dluhu**. Věřitel má ostatně jako určitou garanci toho, že dojde k uhrazení dlužné části emisního kurzu k dispozici jiné nástroje, a to jak zákonné ručení převodce zatímního listu (§ 285 odst. 3 ZOK), tak další specifické nástroje, jež se mohou aktivovat (srov. § 344 a násl. ZOK).

Názor Nejvyššího soudu dále neobstojí z důvodu rozdílu mezi pravidly, jež dopadají na převod cenného papíru na straně jedné a právní úpravou postoupení pohledávky na straně druhé. Byť cenný papír i pohledávka představují **movitou věc v právním smyslu** (§ 498 odst. 2 ObčZ), z povahy věci nelze na pohledávku aplikovat veškerá pravidla dopadající na převod věci (která není pohledávkou). To ostatně stanoví výslovně **§ 979 ObčZ**, dle kterého se úprava hlavy II části třetí ObčZ o věcných právech použije na věci hmotné i nehmotné, na práva však **jen potud, připouští-li to jejich povaha a neplyne-li ze zákona něco jiného**.

¹⁵ Srov. VÍTEK, op. cit., s. 53.

¹⁶ V případě vinkulovaných akcií nahrazovaných zatímním listem je nutné věcněprávní účinky nabytí zatímního listu spojit až s udělením souhlasu orgánu společnosti (srov. § 271 a násl. ZOK).

Jako příklad odlišného přístupu k věcným právům v závislosti na jejich povaze lze uvést pravidla **nabytí od neoprávněného** (§ 1109–1113 ObčZ), která se dle většinového názoru na postoupení pohledávky neuplatní.¹⁷ Zatímco v případě pohledávky nabyté od neoprávněného se s ohledem na povahu pohledávky (srov. § 979 ObčZ) prosadí zásada *nemo plus iuris*,¹⁸ v případě dobrověrného nabyvatele cenného papíru právní úprava preferuje **ochranu dobré víry nabyvatele**. Tato ochrana se realizuje (v závislosti na formě cenného papíru) dle úpravy obsažené v ObčZ [viz § 1109 písm. e) pro cenný papír na doručitele] či dle pravidel obsažených v ZSŠ (viz čl. I § 16 pro cenný papír na řad). Při splnění zákonných podmínek dojde k originárnímu nabytí vlastnického práva nezatíženého právními vadami (§ 1107 ObčZ).

S ohledem na výše uvedené argumenty lze konstatovat, že omezení převoditelnosti dluhopisů **nelze opírat o § 1881 ObčZ, ani přímo, ani na základě analogie**. Cenné papíry představují samostatnou kategorii věci svého druhu, která se převádí dle specifických pravidel. Není zde proto žádný prostor pro přizpůsobování pravidel nakládání s cennými papíry dle režimu, kterým by se jinak (nebýt zvěcnění) řídila v nich obsažená práva (či povinnosti). Po odmítnutí argumentace založené na využití úpravy zákazu cese (§ 1881 ObčZ) je nutné hledat **jiné argumenty**, hovořící at' již pro či naopak proti přípustnosti omezení převoditelnosti dluhopisů. Jelikož o možnosti smluvního vyloučení převoditelnosti s účinky *inter partes* nejsou pochybnosti dokonce ani u směnek, jejichž úpravě vládne směnečná přísnost (*rigor cambialis*), bude následující úvaha směřována primárně k **omezení převoditelnosti s účinky i vůči třetím osobám**.

1.1 Nepřevzetí původní právní úpravy vyžadující zmocnění

Při hledání odpovědi na otázku přípustnosti dispozičního omezení při převodu dluhopisů se Nejvyšší soud rovněž zabýval historickou úpravou omezení převoditelnosti obsaženou původně v § 18 odst. 2 zákona o cenných papírech,¹⁹ dle které platilo, že „Převoditelnost cenného papíru na řad **lze omezit, jen pokud to připouští zvláštní zákon**.“ Tuto úpravu však zákonodárce do občanského zákoníku v rámci rekodifikace soukromého práva netransponoval. K otázce případné kontinuity původního pravidla Nejvyšší soud uzavřel, že „nelze dovozovat (objektivizovaný) úmysl zákonodárce § 18 odst. 2 ZCP převzít; a tedy ani (objektivizovaný) úmysl zákonodárce stanovit, že převoditelnost cenného papíru na řad **lze omezit jen, připouští-li to zvláštní právní úprava**.“²⁰ Jelikož pátrání v historické právní úpravě ve své podstatě vedlo do „slepé uličky“, rozhodl se Nejvyšší soud hledat oporu pro hledání přípustnosti omezení dluhopisů jinde, konkrétně v úpravě zákazu postoupení pohledávky, o čemž již byla řeč.

¹⁷ Srov. např. SPÁČIL, J. *Věcná práva: věcná práva, katastr nemovitostí a správa cizího majetku*. Praha: C. H. Beck, 2018, s. 60, či MELZER, F., BEZOUŠKA, P. Omezení postoupení pohledávky vs. Insolvence. *Judikatura* [online]. 28. díl, 28. 6. 2023 [cit. 28. 1. 2024]. Dostupné z: <https://pravo21.cz/podcasty/omezeni-postoupeni-pohledavky-vs-insolvence>

¹⁸ ČECH, P. Lic i rub koupě od nevlastníka v novém občanském zákoníku. *Právní rádce*. 2012, č. 9, s. 6–9.

¹⁹ Zákon č. 591/1992 Sb. o cenných papírech (dále „ZCP“).

²⁰ Rozsudek, bod 41.

Dle mého názoru však pátrání po řešení problému v předchozí úpravě bylo ukončeno předčasně, neboť otázka omezení převoditelnosti dluhopisů má podstatně zajímavější vývoj, než jak byl předestřen v analyzovaném rozhodnutí. Přestože v současnosti výslovná právní úprava otázky převoditelnosti dluhopisů absenteje, v minulosti byla tato otázka předmětem výslovné regulace nejen v zákoně o cenných papírech, ale též přímo v zákoně o dluhopisech, a to jak v jeho první verzi (zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, dále „DluhZ-1990“), tak v původní verzi zákona stávajícího (zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech).

Zákon o dluhopisech č. 530/1990 Sb. vydaný s účinností od 1. 2. 1991 představuje historicky nejstarší zákon z oblasti finančních trhů. Ohledně formy dluhopisů dával tento předpis v § 4 odst. 1 věta první emitentům na výběr mezi formou dluhopisu na jméno (cenný papír na řad) a na majitele (cenný papír na doručitele). Zatímco k převodu práv z dluhopisů znějících na doručitele mělo dojít předáním (§ 4 odst. 3 DluhZ-1990), dluhopisy znějící na jméno byly převoditelné rubopisem, pokud emitent výslovně v textu dluhopisu (*sic!*) neuvedl, že jsou nepřevoditelné (§ 4 odst. 4 DluhZ-1990).

K detailnější úpravě otázky omezení převoditelnosti dluhopisů na jméno došlo novelou provedenou **zákonem č. 368/2000 Sb.** Z důvodu snahy o komplementaritu českého právního řádu s komunitární úpravou byla z možnosti omezení převoditelnosti vyňata kategorie registrovaných dluhopisů (§ 4 odst. 3 DluhZ-1990). Druhým výrazným rysem změn regulace omezení převoditelnosti dluhopisů se stala inspirace úpravou dopadající na **akcie na jméno** (§ 156 odst. 4 a 5 ObchZ). Po vzoru úpravy vinkulovaných akcií bylo prodloužení emitenta s rozhodnutím o žádosti o převodu nebo zastavení dluhopisu v délce překračující 2 měsíce nově spojeno s fikcí udělení souhlasu (§ 4 odst. 5 DluhZ-1990). Paralelu k odkupové povinnosti u vinkulovaných akcií lze spatřovat rovněž v předčasném splacení dluhopisů včetně poměrného výnosu pro případ, že emitent **odmítl souhlas vyslovit** (§ 4 odst. 6 DluhZ-1990). Žádost o předčasné splacení dluhopisu byla (stejně jako žádost o odkup akcií) spojena s jednoměsíční prekluzivní lhůtou. Odlišně však byly stanoveny následky porušení omezení převoditelnosti. Dle § 4 odst. 4 DluhZ-1990 smlouva porušující podmínky omezení převoditelnosti uvedené v emisích podmínkách byla neplatná, ledaže byl převod dluhopisu podmíněn souhlasem emitenta a emitent udělil souhlas dodatečně bez zbytečného odkladu poté, co se o uzavření takové smlouvy dověděl.²¹ Naproti tomu dle § 156 odst. 4 ObchZ byla chráněna dobrá víra nabyvatele akcií. Za případně vzniklou škodu pak emitentovi (akciové společnosti) odpovídal převodce. Absence souhlasu orgánu akciové společnosti k podané žádosti měla rovněž méně fatální následky ve srovnání s úpravou dle DluhZ-1990. Konkrétně bylo stanoveno, že *„Je-li převod akcií na jméno podmíněn souhlasem orgánu společnosti, smlouva o převodu akcií nemůže nabýt účinnosti dříve, než tento orgán udělí souhlas, nestanoví-li smlouva jinou lhůtu.“*²²

Rovněž nástupce DluhZ-1990, tedy **zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech**, umožňoval v původním znění emisi dluhopisů jak ve formě cenného papíru na řad (dluhopis na jméno), tak ve formě cenného papíru na doručitele (dluhopis na majitele). Zatímco pro cenné papíry

²¹ Srov. § 4 odst. 4 DluhZ-1990.

²² Srov. § 271 odst. 1 ZOK.

na doručitele platila jejich neomezená převoditelnost z podstaty věci, pro dluhopisy na jméno stanovila neomezenou převoditelnost právní úprava výslovně v ustanovení § 5 DluhZ, dle kterého platilo, že „**Převoditelnost dluhopisu znějícího na jméno nelze emisními podmínkami omezit.**“ Ujednání emisních podmínek zakládajících omezení převoditelnosti přitom bylo považováno za **neplatné pro rozpor se zákonem.**²³

Novelou zákona o dluhopisech provedenou **zákonem č. 172/2012 Sb.** byl však zákonný zákaz omezení převoditelnosti dluhopisů na jméno v emisních podmínkách vypuštěn. Vznikl tak opět prostor k úvahám, **jak lze absenci dřívějšího zákazu interpretovat**, zda se jedná o (nechtěné) opomenutí zákonodárce (legislativně technickou chybu), či zda jde o zamýšlený odklon od dosavadního přístupu k otázce zásadně neomezené převoditelnosti cenných papírů odůvodnitelný například postupným „rozvolňováním“ právní úpravy dluhopisů, ke které jinak docházelo na více frontách.²⁴

Jak naznačuje důvodová zpráva k liberalizační novele zákona o dluhopisech, důvody opuštění výslovného zákazu omezení převoditelnosti byly prozaičtější.²⁵ Poslední věta § 5 DluhZ byla totiž vynechána pro **nadbytečnost**, neboť se jednalo o **duplicitní pravidlo** ve vztahu k pravidlu upravenému v **§ 18 odst. 2 zákona o cenných papírech**, který, jak již bylo zmíněno, umožňoval omezit převoditelnost cenných papírů na řad pouze na základě výslovného zákonného zmocnění. K obsahové změně pravidla tedy dle důvodové zprávy nedošlo. Ani po provedené novele zákona o dluhopisech tedy nebylo možné převoditelnost dluhopisů omezit.

V návaznosti na historické proměny otázky omezení převoditelnosti dluhopisů je nutné položit si otázku, zda nebylo pravidlo obsažené v § 18 odst. 2 ZCP rovněž (tedy tak jako předtím § 5 DluhZ ve znění do 31. 7. 2012) v souvislosti s rekodifikací občanského práva odstraněno pro nadbytečnost, když otázku omezení dispozičního oprávnění řeší podpurně **obecné pravidlo dopadající na ujednání zákazu zcizení obsažené v § 1761 ObčZ.**²⁶ Obecné zmocnění k omezení převoditelnosti by pak bylo možné hledat právě v této úpravě, která se zásadně uplatní tehdy, není-li k dispozici pravidlo zvláštní, jako je tomu například u pohledávek (§ 1881 ObčZ) či u akcií na jméno (§ 271 a násl. ZOK).

Použitelnost obecné úpravy ujednání o zákazu zcizení (rovněž se hovoří o tzv. *negative pledge*), tedy povinnosti nepřevést vlastnické právo na jinou osobu, však předpokládá, že její aplikace **nebude v rozporu s podstatou a funkcí dluhopisů.** Před vyslovením kladného

²³ ČECH, P., DĚDIČ, J. In: DĚDIČ, J., ŠTENGLOVÁ, I., ČECH, P., KRÍŽ, R. *Akcioné společnosti*. 6. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 154.

²⁴ Za nejvýraznější projevy liberalizační tendence, která vyvrcholila přijetím novely zákona o dluhopisech č. 172/2012 účinného od 1. srpna 2012, lze označit vypuštění povinnosti předchozího schválení emisních podmínek Českou národní bankou. Vynechány byly rovněž veřejnoprávní sankce udělované ČNB za neaktualizaci emisních podmínek či za nesvolání schůze věřitelů. Provedenými změnami se zákon o dluhopisech stal předpisem soukromoprávní povahy.

²⁵ Důvodová zpráva k zákonu č. 172/2012 Sb., kterým se mění zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 634/2004 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů, a zákon č. 97/1963 Sb., o mezinárodním právu soukromém a procesním, ve znění pozdějších předpisů, č. 172/2012 Dz.

²⁶ Srov. k tomu MELZER, BEZOUŠKA, op. cit.

závěru o použitelnosti § 1761 ObčZ jako možného řešení otázky omezení převoditelnosti dluhopisů je proto nutné nejprve se blíže zamyslet nad **potenciálními překážkami pramenícími z formy a funkce dluhopisů** jako cenných papírů na jméno, u kterých se předpokládá primárně **nekomplikovaná cirkulace**. V navazujících dvou podkapitolách proto bude podrobně pojednáno o souvislostech mezi formou cenného papíru, jeho obchodovatelností a omezením převoditelnosti. Za účelem možného zobecnění závěru i pro jiné cenné papíry, pro které by bylo nutné vyřešit otázku omezení jejich převoditelnosti, je výklad pojednán více ze široka, kdy jsou výše uvedené souvislosti zkoumány u všech tří existujících forem, ve kterých lze cenné papíry emitovat.

1.2 Forma a mobilita dluhopisu

Rozdíly v účincích a způsobech převodu se u jednotlivých forem cenných papírů projevují v jejich odlišné **mobilitě (oběhuschopnosti)**. Obecně lze konstatovat, že funkce usnadnění převodu inkorporovaných práv se nejvíce projevuje u **skriptur**. Dluhopisy jako **cenné papíry na řad** (§ 1103 odst. 2 ObčZ) patří mezi cenné papíry, jejichž oběh je podporován, byť je způsob převodu i způsob prokazování vlastnického práva o něco komplikovanější, než je tomu u cenných papírů na doručitele. K převodu dochází v případě ordrepapírů z titulu převodní smlouvy, která však nemusí být písemná, na základě rubopisu (indosamentu). Rubopis přitom nemá pouze převodní účinky, ale též účinky legitimační. Zvýhodnění nabyvatele, kterému svědčí nepřetržitá řada rubopisů, je natolik intenzivní, že s výhradou zlé víry či hrubé nedbalosti je nabyvatel chráněn před povinností vydat cenný papír i vůči původnímu majiteli, který cenný papír pozbyl, a to jakýmkoliv způsobem (čl. I § 16 odst. 2 ZSŠ).

Charakteristika dluhopisu jako cenného papíru určeného primárně k oběhu vyvolává otázku, **zda omezení či vyloučení jeho zcizení není v rozporu se zákonnou formou tohoto cenného papíru**. Negativní stanovisko k této otázce zaujal Nejvyšší soud, když konstatoval, že „*Volba této formy cenného papíru má bezesporu přispět k tomu, aby mohl dluhopis relativně rychle měnit své majitele. Listinný dluhopis je tedy v základním zákonném nastavení cenným papírem, který je určený k oběhu (cirkulaci)*.“²⁷ Tato základní charakteristika dluhopisu jako oběžného (cirkulačního) cenného papíru nicméně **nezakládá jeho pojmový znak**, jak dále (správně) konstatoval i Nejvyšší soud v analyzovaném rozhodnutí. Podstatu dluhopisu charakterizuje jen to, jak je vymezen zákonem v § 2 odst. 1 DluhZ, tedy že jde o „*cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu* [dále „emisní podmínky“].“²⁸

Na podporu výše uvedeného názoru lze doplnit též úvahy o emisi dluhopisů ve dvou zbývajících formách. V minulosti totiž byla možná emise i **dluhopisu na doručitele** a sporná

²⁷ Rozsudek, bod 36.

²⁸ Ibid., bod 37.

byla otázka existence **dluhopisů na jméno**.²⁹ Zatímco pro cenné papíry na doručitele je z podstaty věci jakákoliv úvaha směrem k vyloučení převoditelnosti lichá, naopak u **cenných papírů na jméno** se obvykle poukazuje na překážky znesnadňující cirkulaci.³⁰ Předně platí, že účinky převodu nastávají v souladu s konsenzuálním principem (§ 1099 ObčZ) již **k okamžiku účinnosti smlouvy**. Předání rektapapíru tak neposkytuje (domnělému) nabyvateli jistotu, že cenný papír nebyl již dříve účinně převeden na zcela odlišnou osobu. Druhý okruh rizik souvisí s povahou převodní smlouvy. Tradičně se lze setkat s názorem, že se zpravidla bude jednat o **smlouvu postupní**.³¹ V případě, že jsou s cenným papírem spojeny též povinnosti, lze uvažovat rovněž o **smlouvě o postoupení smlouvy** dle § 1895 a násl. ObčZ.³² Povinný je pak v těchto případech zavázán plnit osobě identifikované na cenném papíru nebo tomu, kdo se jako nový vlastník prokáže v souladu s obecnými občanskoprávními předpisy, typicky právě postupní či jinou smlouvou.³³ Byť je z výše uvedených důvodů převod *rektapapírů* jak pro převodce, tak pro nového nabyvatele výrazně méně komfortní ve srovnání s nabýváním skriptur, na převoditelnosti cenných papírů na jméno (způsobilosti být předmětem převodu vlastnického práva) to nic nemění. Jinými slovy, i cenné papíry na jméno lze převést, a to s účinky a formou postupní smlouvy, byť z praktického hlediska je funkce podpory oběhu inkorporovaných práv u této formy cenného papíru limitována.³⁴ Překážky mobility rektapapírů je však nutné vnímat v rovinně faktické, nikoliv striktně právní.

Lze uzavřít, že s výjimkou cenných papírů na doručitele nelze **(ne)přípustnost omezení převoditelnosti dovodit** z formy cenného papíru. Argumenty v neprospěch omezení převoditelnosti tedy není možné opírat o podstatu dluhopisu jako práva věřitele (majitele

²⁹ Zákon o dluhopisech ve své původní (nenovelizované) verzi nestanovil, v jaké formě lze dluhopisy vydat. Vznikaly tak pochybnosti, zda je pojmem dluhopis na jméno myšlen cenný papír na řad (po vzoru úpravy pojmenování formy akcií v obchodním zákoníku) či zda se jedná o cenný papír na jméno. K nedostatkům tehdejší právní úpravy blíže viz DĚDIČ, J., ČECH, P. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci. *Právní zpravodaj*. 2004, č. 6, s. 1–5.

ČECH, P., DĚDIČ, J. In: DĚDIČ, ŠTENGLOVÁ, ČECH, KRÍŽ, 2007, op. cit., s. 154.

³⁰ V podrobnostech viz KOTÁSEK, J. Definice cenného papíru v OZ – širší nebo užší pojetí? *josefkotasek.cz* [online]. přepis podcastu, 11. 10. 2020 [cit. 12. 2. 2024]. Dostupné z: <https://www.josefkotasek.cz/pravo/pravo-cennych-papiru/definice-cenneho-papiru-v-oz-sirsi-nebo-uzsi-pojeti-prepis-podcastu/>

³¹ VÍTEK, op. cit., s. 44–45, či AICHER, J., SCHUHMACHER, F. Grundlagen des Wertpapierrechts. In: KREJCI, H. *Wertpapierrecht*. 4. vyd. Wien: Manz Verlag, 2008, s. 486 a násl.

³² MIKULA. In: PETROV, VÝTISK, BERAN a kol., 2023, op. cit., § 518, marg. č. 5.

³³ Zajímavou otázkou je, co z právní úpravy postoupení pohledávky se vlastně na převod rektapapírů použije. Dle úpravy v ZSŠ (čl. I § 11 odst. 2) platí, že převod rektasměnky má mít (pouze) formu a účinky postoupení. Dle rozsudku Vrchního soudu v Praze ze dne 13. 7. 2004, sp. zn. 5 Cmo 242/2004 *je proto nutné odmítnout tezi, že se na převod cenného papíru na jméno přímo aplikuje celá právní úprava postoupení pohledávek*. Naopak platí, že „Ani pro rektasměnku nejsou použitelná ustanovení o předpokladech postupitelnosti, tj. vlastně otázky, jež by uzavření smlouvy o převodu směnky předcházely. Bylo by ostatně jen těžko představitelné, jak by tomu bylo se směnkou, o které by se jeden z dlužníků dohodl s věřitelem o nepostupitelnosti a ostatní nikoliv. Byla by pak smlouva o postoupení současně platná i neplatná anebo snad vůči někomu platná a vůči jinému neplatná? To je zjevně nesmyslné a je nutno považovat za projev uvážlivosti zákonodárce, když použití ustanovení o postoupení pohledávek pro rektasměnky výše uvedeným způsobem omezil.“ Viz rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 13. 7. 2004, sp. zn. 5 Cmo 242/2004.

³⁴ MIKULA. In: PETROV, VÝTISK, BERAN a kol., 2023, op. cit., § 518, marg. č. 5, či KOVARÍK, op. cit., s. 72.

dluhopisu) vůči dlužníku (emitentovi dluhopisu) na určité plnění – pohledávku. Stejně tak nelze dovodit nepřipustnost omezení převoditelnosti ani ze zákonné formy dluhopisu jako cenného papíru na řad.

1.3 Omezení převoditelnosti jako překážka omezení obchodovatelnosti

Při posuzování vazby mezi omezením převoditelnosti a omezením obchodovatelnosti dluhopisu jako investičního cenného papíru dal Nejvyšší soud dovolatelce zapravdu v tom, že „*má-li být dluhopis předmětem formalizovaného oběhu mezi vyšším počtem osob, pak není vhodné připustit omezení převoditelnosti (cirkulace) dluhopisu. Opačný výklad by totiž nepřiměřeně zasahoval do legitimních očekávání potenciálního nabyvatele dluhopisu, který vychází z toho, že je-li dluhopis předmětem formalizovaného oběhu mezi vyšším počtem osob, potom je převoditelný volně – bez omezení.*“³⁵ V omezení obchodovatelnosti nicméně dovolací soud nespátroval důvod pro nepřipustnost ujednání o omezení převoditelnosti dluhopisu, když uvedl, že „*Tuto hodnotu však zákonodárce nebrání prostřednictvím stanovení pravidel pro omezení převoditelnosti dluhopisů, které jsou součástí veřejné nabídky cenných papírů, nýbrž prostřednictvím pravidel pro přijetí dluhopisu k obchodování na oficiálním trhu. Organizátor regulovaného trhu totiž může k obchodování na oficiálním trhu přijmout pouze akcie nebo dluhopisy, jejichž převoditelnost není vyloučena ani omezena [§ 65 písm. g) část věty před středníkem ZPKT].*“³⁶

Pro posouzení tohoto argumentu je nejprve nutné poněkud korigovat dovozovanou **přímočarost vazby mezi omezením převoditelnosti cenného papíru a omezením jeho obchodovatelnosti**. Přestože mezi oběma pojmy existuje úzká souvislosti, nelze je ztotožňovat.

Předně, § 65 písm. g) část věty za středníkem ZPKT upravuje současně výjimku pro případ omezení převoditelnosti akcií na jméno konkrétním způsobem, kdy stanoví, že „*akcie mohou být též přijaty k obchodování na oficiálním trhu, pokud je jejich převoditelnost omezena pouze požadavkem souhlasu orgánů společnosti a pokud jejich přijetí k obchodování nenaruší obchodování na tomto trhu.*“³⁷ Byť je výslovná právní úprava v § 65 písm. g) část věty za středníkem ZPKT zaměřena výslovně na akcie na jméno, domnívám se, že v principu nic nebrání tomu, vztáhnout tuto výjimku i na dluhopisy. Z důvodů uvedených níže se proto domnívám, že je na místě spíše rozšiřující výklad zohledňující i stanoviska českého a evropského orgánu dohledu nad kapitálovým trhem. Otázce nakolik smluvní omezení převoditelnosti investičního cenného papíru může vyloučit jeho obchodovatelnost na kapitálovém trhu, a tedy jeho zařazení mezi investiční cenné papíry, se věnuje stanovisko České národní banky ze dne 10. 10. 2023. Orgán dohledu nad kapitálovým trhem zde konstatuje, že „*Samotné smluvní vyloučení veřejného obchodování určitého cenného papíru neznamená popření znaku obchodovatelnosti. I přesto se může jednat o investiční cenný papír. Pouze pokud by podmínky emise cenného papíru zcela vyloučovaly převody jiné než zpět na emitenta, nelze o obchodovatelnosti na kapitálovém trhu hovořit*

³⁵ Rozsudek, bod 44.

³⁶ Ibid.

³⁷ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

a o investiční cenné papíry nepůjde.“³⁸ ČNB se argumentačně opírá též o vyjádření Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (dále „ESMA“) v otázkách a odpovědích k režimu prospektů, ve kterém se evropský orgán vyjádřil ve prospěch obchodovatelnosti v situaci, kdy má omezení převoditelnosti **smluvní povahu**. K vyloučení znaku obchodovatelnosti však dle ESMA dojde tehdy, budou-li smluvní omezení natolik široká, že povedou k neprevoditelnosti cenných papírů a vyloučení naplnění znaku obchodovatelnosti. Tuto skutečnost je přitom nutné posuzovat vždy individuálně na *ad hoc* bázi. Znaky převoditelných cenných papírů nenaplní ty nástroje, které lze prodat pouze emitentovi.³⁹

Lze uzavřít, že v otázce omezení převoditelnosti ve vazbě na vyloučení obchodovatelnosti **nelze přijímat kategorické závěry** v případě, že má omezení **smluvní povahu**⁴⁰. Finální posouzení, zda smluvní omezení převoditelnosti povede k vyloučení obchodovatelnosti, či nikoliv, bude v každém jednotlivém případě záviset na posouzení organizátora regulovaného trhu, který se při svém rozhodnutí bude muset držet nejen výslovného textu zákona, ale rovněž zohledňovat relevantní stanoviska dohledových orgánů.

1.4 Zahraniční exkurs

Obecná obchodovatelnost dluhopisů, která se neomezuje pouze na území tuzemska a domácí investory, přímo vybízí ke srovnání úpravy s vybranými zahraničními právními řády. Dokladem toho, že s povahou dluhopisu není v principu nekompatibilní ani forma cenného papíru na jméno, pro kterou obecně platí, že její mobilita není podporována, je existence německých dluhopisů vydávaných jako rektapapíry (*Namenschuldverschreibungen*). Tyto dluhopisy jsou svázány s konkrétní osobou do té míry, že je jejich převod možný pouze prostřednictvím **smlouvy o postoupení pohledávky** dle § 952 odst. 2 BGB. K převodu cenného papíru pak dochází účinností postupní smlouvy. Za neomezeně převoditelné jsou naopak považovány dluhopisy vydávané ve formě na majitele (*Inhaberschuldverschreibungen*).

Příkladem zahraniční právní úpravy výslovně upravující možnost vyloučení převoditelnosti i pro dluhopisy vydané jako ordrepapíry je slovenská úprava obsažená v **zákone o dluhopisech**. Tento předpis v § 4 odst. 4 přejímá pravidlo upravené v již shora zmíněném historicky prvním českém zákoně o dluhopisech (DluhZ-1990), když stanoví, že „*Dluhopisy znejúce na meno sú prevoditeľné rubopisom, pokiaľ emitent výslovne v texte dlhopisu neuviedol, že sú neprevoditeľné.*“

³⁸ Obchodovatelnost jako základní definiční znak investičních cenných papírů. ČNB [online]. 10. 10. 2023 [cit. 2. 2. 2024]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2023-21>. Obdobně se vyjádřil i německý regulátor kapitálového trhu (BaFin). Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 5 KWG. BaFin [online]. 20. 12. 2011, aktualizace 1. 12. 2022 [cit. 2. 2. 2024]. Dostupné z: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html

³⁹ Q & A ESMA on the Prospectus Regulation. ESMA [online]. 3. 2. 2023, odpověď č. 14.12 [cit. 2. 2. 2024]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1258_prospectus_regulation_qas.pdf

⁴⁰ Z povahy věci lze kategorické závěry přijímat u cenných papírů, u nichž se zákon výslovně negativně vyjadřuje k jejich neobchodovatelnosti. Příkladem budiž právní úprava kmenových listů, které jsou sice neomezeně převoditelné, ale z vůle zákonodárce nemohou být investičním nástrojem. Srov. k tomu § 137 odst. 4 ZOK: „*Kmenový list nemůže být veřejně nabízen nebo přijat k obchodování na evropském regulovaném trhu ani na jiném veřejném trhu.*“

Naopak pro druhou zákonem předpokládanou formu, dluhopisy na doručitele, slovenská právní úprava, stejně jako úprava německá, počítá s neomezenou převoditelností.

Rovněž v rámci právní oblasti *common law* není vydávání dluhopisů s omezením převoditelnosti neobvyklé. Příkladem mohou být tzv. **mini-bondy** (rovněž jako nepřevoditelné dluhové cenné papíry; v originále pak *Non-transferable debt securities* či pod zkratkou *NTDS*) vydávané ve Velké Británii jako určitá alternativa ke klasickým korporátním dluhopisům. Jejich odlišností je skutečnost, že **do doby své splatnosti** jsou zásadně nepřevoditelné. Jejich veřejná obchodovatelnost je pak z podstaty věci vyloučena.⁴¹

Dispoziční omezení při zcizování dluhopisů není omezeno pouze na Evropu a je možné se s ním setkat například u **japonských privátně emitovaných dluhopisů určených omezenému okruhu investorů** (*small number private placements*). Omezení převoditelnosti u emisí nabízených méně než padesáti investorům je zpravidla zřizováno prostřednictvím zveřejnění informace v evidenci zaknihovaných cenných papírů vedených japonským centrálním depozitářem (JASDEC). Alternativami zápisu omezení převoditelnosti do evidence centrálního depozitáře je uvedení informace o dispozičním omezení přímo na (listinném) dluhopisu či v nabídkovém dokumentu, přičemž dluhopis s vyznačeným omezením či nabídkový dokument musí být předány nabyvateli.⁴²

S omezeními převoditelnosti dluhopisů se lze setkat též v **USA**. Kromě omezení zakotveného v emisních podmínkách z vůle emitenta je určitou zvláštností omezení převoditelnosti opírající se o právní úpravu kapitálových trhů (*Securities Act*) a pravidla vytvořená americkou Komisí pro cenné papíry a burzu (*Securities and Exchange Commission, SEC*). Tato veřejnoprávní regulace je aplikovatelná v případě **nabývání neamerických dluhopisů americkými občany** dle tzv. **Regulation S** a jejím cílem je umožnit nabízení a prodej zahraničních dluhopisů neregistrovaných podle amerických právních předpisů z oblasti kapitálových trhů pouze **kvalifikovaným investorům** (*Accredited Investor*) ve smyslu *Rule 501(a) Securities Act*.

1.5 Existence omezeně převoditelných zvláštních druhů dluhopisů

Před potvrzením možné aplikace úpravy zákazu zcizení jako řešení otázky přípustnosti omezení převoditelnosti dluhopisů je nutné vypořádat se rovněž s existencí **zákonného zmocnění** k omezení nebo vyloučení převoditelnosti v případě některých **zvláštních druhů dluhopisů**.

Příkladem výslovného zmocnění, na které upozorňuje i dovolatelka v rámci svého podání⁴³, je ustanovení § 26 odst. 6 obsažené ve druhé části DluhZ, které připouští takové omezení či vyloučení v případě **státních dluhopisů** s tím, že „*Omezení nebo vyloučení převoditelnosti*

⁴¹ Podrobněji k mini-bondům viz Regulation of non-transferable debt securities (mini-bonds). Consultation response. *HM Treasury* [online]. Březen 2022 [cit. 4. 2. 2024]. Dostupné z: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/621e18458fa8f54915f4385e/NTDS_Consultation_response_document_revised_Final__1_.pdf

⁴² HEGAVA, Y., YAMASHITA, A. Debt Capital Markets in Japan. *Lexology* [online]. 18. 3. 2019 [cit. 6. 2. 2024]. Dostupné z: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=a26cf61d-0fe2-4751-b3f0-541f7b3a5c5e>

⁴³ Viz Rozsudek, bod 16.

státního dluhopisu je závazné pro každého.“ Nabízí se tak úvaha, zda výslovným připuštěním omezení převoditelnosti u státních dluhopisů lze *a contrario* dovodit, že u jiných (typicky korporátních) dluhopisů absence takového zmocnění vede nezbytně k závěru o nepřipustnosti sjednání omezení převoditelnosti.

Dle názoru Nejvyššího soudu ze zmocnění dle § 26 odst. 6 DluhZ „nelze dovozovat žádné právně relevantní závěry o (ne)připustném omezení převoditelnosti dluhopisů, které podléhají první části zákona o dluhopisech.“ Mám za to, že na podporu tohoto názoru, který sdílím, lze kromě systematického zařazení zákonného zmocnění do druhé části zákona o dluhopisech věnované zvláštním kategoriím dluhopisů, argumentovat konkrétněji specifickými pravidly vydávání a prodeje státních dluhopisů. Zatímco při formulaci emisních podmínek běžných dluhopisů se uplatní zásadě neomezená autonomie vůle emitenta, v případě státních dluhopisů jsou meze smluvní volnosti podstatně užší. Již samotné vydávání státních dluhopisů předpokládá dle § 25 odst. 2 písm. b) DluhZ existenci zvláštního zmocnění Ministerstva financí na základě zákona (rozpočtových pravidel). Zvláštní je i forma zpřístupnění emisních podmínek prostřednictvím obligatorního vyhlášení ve Sbírce zákonů na základě „*Sdělení Ministerstva financí, jímž se určují emisní podmínky pro Státní dluhopis České republiky*“. Formou své publikace tak emisní podmínky státních dluhopisů připomínají spíše obecně závazný právní předpis. Rovněž možnosti změn emisních podmínek jsou limitované, neboť následné změny jsou zásadně zakázány.

Podobně, tedy existencí zvláštních důvodů pro výslovné zmocnění k omezení převoditelnosti, lze argumentovat též v případě **prioritních dluhopisů**. Dle § 291 odst. 2 ZOK platí, že „*Pokud je omezena převoditelnost prioritního dluhopisu, platí obdobné omezení také pro převod přednostního práva.*“ Jak k tomu uvádí Lála „*Zákonné pravidlo není přitom formulováno způsobem, který by akciovou společnost opravňoval omezit převoditelnost prioritního dluhopisu, tj. který by „prolamoval“ pravidlo o obecné neomezitelné převoditelnosti dluhopisu (plynoucí z obecné úpravy), nýbrž se zdá, že rozvíjí obecnou úpravu dluhopisů, na kterou navazuje, tedy vychází z obecné omezitelnosti převoditelnosti dluhopisu.*“⁴⁴ Uvedený závěr je dle Lály přenositelný i na dluhopisy vyměnitelné⁴⁵, případně jiné, kdy omezení převoditelnosti může vyplývat ze stanov či z emisních podmínek. Na podporu uvedeného závěru lze dále doplnit, že důvody výslovného zmocnění k omezení převoditelnosti by mohly souviset s faktem, že prioritní (a rovněž vyměnitelné) dluhopisy slouží v podstatě jako prostředek k nabytí akcií, jejichž převoditelnost je možné omezit, jsou-li vydány ve formě na jméno. Nedávalo by pak dobrý smysl akcie jako takové vinkulovat a současně umožnit obcházení pravidel omezení převoditelnosti prostřednictvím nabytí prioritních či konvertibilních dluhopisů. Důvod zmocnění je tak opět nutné hledat ve specifických důvodech souvisejících s poměrně detailní úpravou omezení převoditelnosti v rámci úpravy akciové společnosti v ZOK, nikoliv v obecném zákazu ujednání omezení převoditelnosti, které by snad bylo nutné prolomit.

⁴⁴ LÁLA, op. cit, s. 150.

⁴⁵ Přenositelnost závěrů na vyměnitelné dluhopisy konstatuje i Lasák. Viz LASÁK, J. In: LASÁK, J., DĚDIČ, J., POKORNÁ, J., ČÁP, Z. a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2021, s. 1434.

1.6 Dílčí závěr

Převoditelnost dluhopisů historicky oscilovala mezi úplnou svobodou při ujednání omezení jejich dalšího transferu a zákonným zákazem takového omezení. Současná právní úprava otázku omezení převoditelnosti výslovně neřeší, a to ani v rámci úpravy cenných papírů, ani v rámci úpravy dluhopisů. Omezení převoditelnosti dluhopisů lze však opřít o **obecnou úpravu umožňující ujednat zákaz zcizení**. Nepřípustnost omezení převoditelnosti naopak nelze dovodit z povahy dluhopisů, ani z jejich zákonné formy (na řad). Ujednání zákazu zcizení nevede ani k automatickému vyloučení obchodovatelnosti dluhopisů. Jak rovněž naznačuje srovnání s vybranými zahraničními úpravami, omezení převoditelnosti není neobvyklé ani v případě dluhopisů emitovaných v zahraničí. Existenci zvláštního zmocnění u zvláštních druhů dluhopisů (státních či prioritních) lze logicky vysvětlit existencí specifických důvodů hovořících ve prospěch zdůraznění možnosti převoditelnosti těchto zvláštních druhů dluhopisů. Neznamena však ani v jednom z posuzovaných případů průlom ve vztahu k domnělému pravidlu zákazu omezení převoditelnosti. Zákaz převoditelnosti dluhopisů tuzemský řád neobsahuje a z podstaty věci se tak o průlom jednat nemůže.

Lze uzavřít, že omezení převoditelnosti **není v rozporu s povahou a vnitřním nastavením dluhopisů, nepopírá nijak jejich základní funkce a není ani výslovně zakázané**. S ohledem na zásadu **autonomie vůle**, která se vzhledem ke smluvnímu základu vztahu emitenta a nabyvatele uplatní i při nabývání dluhopisů, neexistuje rozumný důvod, který by hovořil proti omezení převoditelnosti dluhopisů z vůle emitenta. Z toho lze dovodit, že omezení převoditelnosti (za níže uvedených podmínek) v principu možné je. Tento závěr však automaticky vyvolává celou řadu dalších otázek. Po zodpovězení otázky, **jestli vůbec** lze převoditelnost dluhopisu omezit je totiž nutné vyřešit, otázku, **jak omezení převoditelnosti koncipovat**, aby bylo v souladu s právem, a to jak s restriktivními podmínkami omezení převoditelnosti obsaženými v § 1761 věta druhá ObčZ, tak s právní úpravou dopadající na dluhopisy.

2 Jakými způsoby lze omezit převoditelnost dluhopisu?

Jednotlivé typy omezení převoditelnosti obsažené v emisních podmínkách lze **diferencovat** dle řady hledisek spočívajících ať již v okruhu povinných a oprávněných osob, povaze povinnosti zdržení se nakládání s věcí, účincích omezení, závislosti na konkrétní okolnosti, která (ne)má nastat či na mnoha dalších faktorech. Jak bude níže podrobněji vysvětleno, zvláště některá hlediska mohou být v praxi velmi významná jak pro posouzení platnosti sjednaného omezení, tak z pohledu úvah o následcích porušení konkrétního dispozičního omezení. S vědomím neúplnosti níže uvedených aspektů napomáhajících detailnějšímu členění lze upozornit zejména na následující typy omezení.

Dle závislosti na vůli oprávněné osoby lze rozlišovat mezi omezeními, jejichž existence je **závislá na rozhodnutí** určité osoby či jejího orgánu, o něž musí převodce žádat (např. vinkulované akcie, jejichž převod je podmíněn vyžádaným souhlasem představenstva), a dále omezeními existujícími **nezávisle na vůli** zúčastněných stran, u nichž se z logiky věci

žádost nevyžaduje (např. omezení v emisních podmínkách umožňující převod dluhopisu pouze mezi jejich jednotlivými vlastníky). Dle **osoby oprávněného** lze rovněž rozlišovat mezi omezeními prosazovanými emitentem a limity, které si sjednají smluvní strany až dodatečně, a které se proto uplatní až při nabývání cenného papíru na sekundárním trhu. Velmi významné je rozlišování dle **účinků**. Diferencovat lze mezi omezeními obligační povahy, jež mají účinky pouze mezi konkrétními stranami ujednání a omezeními věcněprávními, jež mají účinky *erga omnes*. Omezení lze dále členit i dle **způsobu zcizení, resp. zatížení** (převod úplatný či bezúplatný, přechod, zastavení atd.). Další možná kategorizace se týká **povinnosti**, která je podstatou omezení. Typicky se jedná o povinnost typu *non facere*, resp. *omittere* (zdržení se převodu). Uvažovat lze však též o různých kombinacích právních povinností (např. *facere, dare, omittere*) jako je tomu například u omezení ve formě předkupního práva, kdy se vyžaduje i určité aktivní konání převodce. Dle **souvislosti s jiným převodem** na třetí osobu lze identifikovat omezení, která se aktivují až v souvislosti s převodem na třetí osobu (např. práva typu *drag-along* či *tag-along*), a na druhé straně omezení, která se uplatní obecně bez vazby na případný prodej jiné osobě (např. právo zpětné koupě realizované bez ohledu na to, zda vlastník plánuje převod na jinou osobu). Dále se lze setkat s různými variantami **zúžení okruhu nabyvatelů** cenných papírů. Zatímco některá omezení míří na jakoukoliv osobu, jiná omezení jsou specifitější a pracují s negativními či pozitivními výchyty osob, na které cenný papír (ne) lze převést.

Při vědomí pestrosti možností bude další výklad zaměřen na omezení, jehož přezkum stál v centru pozornosti Nejvyššího soudu v analyzovaném případě. Níže uvedené posouzení se proto týká primárně **omezení převoditelnosti podmíněného souhlasem emitenta u běžných korporátních dluhopisů s určenou splatností bez atypických vlastností**, které by se mohly projevit na celkové délce investice. Zvláštní posouzení by naopak vyžadovalo omezení převoditelnosti vázané na komplikovanější podmínky či omezení sice standardní, ale u dluhopisů s komplexnější strukturou či se zvláštními vlastnostmi, jako je tomu například u dluhopisů s automatickou reinvesticí výnosu či u dluhopisů s perpetuální životností, jejichž splatnost není vůbec uvedena.

2.1 Přiměřená doba trvání omezení a legitimní zájem emitenta

Jakékoliv omezení zcizení, ať již sjednané jako právo obligační, tak věcněprávní, vyžaduje ke své platnosti dodržení **dvou kumulativních podmínek** stanovených v § 1761 věta druhá ObčZ.

Předně platí, že omezení je možné sjednat pouze na **určitou a přiměřenou dobu**. Přiměřenost délky trvání omezení by měla být dle nauky vykládána s ohledem na povahu účinků zákazu (obligační či věcněprávní), jeho obsah (zatížení či zcizení) a zájem oprávněné strany (jehož existence představuje druhou podmínku platnosti zákazu zcizení). Současné platí, že by zákaz neměl být ujednán na dobu přesahující existenci dluhu, resp. neměl by být sjednán tzv. „na věčnost“.⁴⁶

⁴⁶ DVORÁK, B. § 1761. In: PETROV, VÝTISK, BERAN a kol., 2023, op. cit., marg. č. 11; či PELIKÁNOVÁ, I., PELIKÁN, R. In: ŠVESTKA, J. a kol. *Občanský zákoník: komentář. Svazek V (§ 1721 až 2520)*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, s. 89.

Pokud jde o druhou kumulativní podmínku obsaženou v § 1761 věta druhá ObčZ v podobě **zájmu hodného ochrany**, lze alespoň částečně čerpat z rozhodnutí Nejvyššího soudu, byť ten se k podmínkám aplikovatelnosti § 1761 ObčZ výslovně nevyjadřuje, což pramení z toho prostého faktu, že oporu pro založení přípustnosti dispozičního omezení převodu dluhopisů našel dovolací orgán jinde, konkrétně v § 1881 odst. 1 ObčZ, který dovoluje mnohé (včetně absolutního zákazu zcizení). Na podporu (kladného) závěru o přípustnosti omezení Nejvyšší soud dovodil, že „*Omezení převoditelnosti dluhopisů musí být (oproti omezení převoditelnosti pohledávek, které nejsou spojeny s cenným papírem) přípustné tím spíše (a fortiori), že vlastníci dluhopisů mohou prostřednictvím schůze vlastníků (§ 21 a násl. zákona o dluhopisech) – za zákonem stanovených podmínek – bezprostředně zasahovat do činnosti emitenta. Podmíní-li tedy emitent převoditelnost dluhopisů svým předchozím souhlasem, může tím sledovat zcela legitimní cíl spočívající v tom, že chce mít pod kontrolou, které osoby by prostřednictvím schůze vlastníků mohly (byť potenciálně) zasáhnout do jeho činnosti.*“⁴⁷

Zatímco Nejvyšší soud **požadavek legitimního zájmu** spojuje s argumentem *a fortiori*, ustanovení § 1761 ObčZ zájem hodný ochrany uvádí jako *conditio sine qua non*. S existencí legitimního zájmu emitenta nad kontrolou vlastnické struktury lze nicméně (v principu) souhlasit. Tento zájem lze obecně spatřovat ve snaze o zachování **kontroly nad vlastnickou strukturou**. Emitent může vnímat jakékoliv změny v okruhu vlastníků dluhopisů jako nežádoucí, ať již z důvodu možné ingerence do rozhodování o změně emisních podmínek, tak z důvodu určitých dodatečných nákladů spojených s evidencí převodů a aktualizací seznamu vlastníků dluhopisů.

Současně je však nutné mít na paměti, že jak přiměřenost délky trvání omezení, tak i legitimní zájem emitenta, se **mohou v čase měnit**. Je přitom otázkou, zda právě k takové podstatné změně okolností nedošlo i v posuzovaném případě, kdy se emitent ocitl v **úpadku**. Přestože Nejvyšším soudem nebyly ekonomické potíže emitenta shledány jako okolnost významná pro rozhodnutí, považují tuto otázku za **diskutabilní**. V posuzovaném případě byli totiž vlastníci korunových dluhopisů, v jejichž řadách figurovali i mnozí nezkušení investoři, odkázáni na (formálně náročné) podávání přihlášek do insolvenčního řízení, namísto toho, aby jim bylo umožněno převést dluhopisy (byť s finanční ztrátou) na ostřílejší investory jako distresové aktivum (*distressed bond*).

Jelikož je posouzení obou předpokladů platnosti zákazu zcizení nutné vždy činit z pohledu *ex ante*, nelze následně dovodit neplatnost ujednání pouze z důvodu změny okolností, byla-li doložka omezující převoditelnost platná v době svého sjednání. Cestu k prolomení platně sjednaného omezení převoditelnosti by tedy bylo nutné hledat jinde. Možné řešení nabízí některé obecné instituty, jako je například **zákaz výkonu práva odpovídající zákonu v rozporu s dobrými mravy** (§ 6 a § 8 ObčZ).⁴⁸ Pro případ individuálně sjednaného omezení převoditelnosti (mimo emisní podmínky) by se rovněž dalo uvažovat o právní úpravě **podstatné změny okolností** (§ 1765 ObčZ).

⁴⁷ Rozsudek, bod 39.

⁴⁸ Srov. k tomu např. nález Ústavního soudu ze dne 11. 5. 2021, sp. zn. IV. ÚS 3542/20.

Vezmeme-li však v úvahu též obecné **ekonomické aspekty nákupu cenných papírů s omezenou převoditelností**, nelze opomenout, že emisní kurs takových cenných papírů bude zpravidla odražen určitý „hendikep“ v podobě omezené převoditelnosti. Jelikož nabyvatel tyto cenné papíry kupuje s vědomím jejich horší likvidity za sníženou cenu, měl by být prostor pro využití ochranných korektivů k prolomení omezené převoditelnosti spíše úzký a omezený na krajní případy. V případě podstatné změny okolností je navíc nutné zdůraznit dispozitivní povahu ustanovení umožňující zcela vyloučit dopady *clausula rebus sic stantibus* na daný závazkový vztah (§ 1765 odst. 2 ObčZ). Kromě výslovného vyloučení pravidla ohledně podstatné změny okolností lze rovněž uvažovat o tom, že úprava tzv. *hardshipu* je na spekulativní burzovní obchody (s ohledem na aleatornost smluv) prakticky neaplikovatelná (srov. 2757 ObčZ).

2.2 Vyloučení převoditelnosti

Společným základem omezení i vyloučení převoditelnosti je příkaz zdržet se určitého právního jednání (*non facere*), jehož následkem by byl převod věci na třetí osobu. Zatímco pojem **omezení převoditelnosti** lze spojovat se situací, kdy je převod podmíněn splněním určitých podmínek, v případě **vyloučení převoditelnosti** (v užším slova smyslu) převod není možný vůbec, za žádných okolností.

Setkat se lze též se **širším vymezením** vyloučení převoditelnosti. Dle již zmíněného stanoviska ČNB lze do kategorie vyloučení převoditelnosti zařadit i takové případy omezení, kdy cenné papíry sice převést lze, ale **pouze zpět na emitenta**⁴⁹. Tuto situaci přitom nelze zaměňovat s jiným typem omezení, spočívajícím v podmíněním převodu udělením souhlasu emitenta, přičemž odmítnutí udělení souhlasu je spojeno se vznikem odkupové povinnosti. V takovém případě by se jednalo o omezení (nikoliv vyloučení) převoditelnosti. Dle mého názoru však nikoliv bez dalšího, ale pouze tehdy, pokud by udělení souhlasu, a s ním i případná aktivace odkupové povinnosti, byla spojena s **řešením případné nečinnosti emitenta** při přijímání rozhodnutí. Tato pojistka před nečinností by mohla být formulována podobně jako je tomu u akcií na jméno ve formě **fikce souhlasu**, pokud emitent na žádost v určité přiměřené lhůtě nebude reagovat vůbec (srov. § 272 odst. 2 ZOK). Naopak, pokud by v emisních podmínkách jakákoliv ochrana před odkládáním rozhodnutí na neurčito absentovala, mohl by vlastník dluhopisu zůstat „uzamčen ve své investici“. Kromě toho, že by nemohl cenné papíry zcizit, nemohl by navíc ani splnit svůj závazek z již uzavřené převodní smlouvy a vůči nabyvateli by se mohl dostat do prodlení. Dle mého názoru je tak nutné do kategorie vyloučení převoditelnosti zařadit rovněž podmínění převodu dluhopisu souhlasem emitenta, jehož udělení lze (vzhledem k absenci účinné pojistky) oddalovat prakticky donekonečna, aniž by současně vlastníkovvi vznikl alespoň subsidiární nárok na odkup jím vlastněných dluhopisů. V posuzovaném případě přitom právě takový subsidiární nárok patrně dovolatelce náležel. Dle emisních podmínek (čl. 4.1.2.2) totiž měla vzniknout emitentovi *povinnost odkoupit dluhopisy v případě neudělení souhlasu, a to ve lhůtě 15 dní ode dne doručení žádosti vlastníka dluhopisu*. Jako problematický se nicméně jeví výraz „**neudělení**

⁴⁹ ČNB, op. cit.

souhlasu“, pod který mohly spadat jak případy, kdy emitent nerozhodl vůbec, stejně jako případy, kdy rozhodl negativně. Formulace patnáctidenní lhůty ode dne doručení žádosti přitom implikuje spíše široký výklad zahrnující obě zmíněné varianty. K aktivaci odkupové povinnosti by tak v judikovaném případě nedošlo až odmítnutím souhlasu, ale nejpozději marným uplynutím patnáctidenní lhůty, během které nebylo vydáno kladné rozhodnutí emitenta (ať proto, že nerozhodl vůbec, tak proto, že rozhodl negativně).

Otázkou je, zda si existence této odkupové povinnosti emitenta byla vědoma dovolatelka, potažmo Nejvyšší soud, který se k možnosti formulace omezení převoditelnosti postavil více než velkoryse když konstatoval, že „Převoditelnost dluhopisu přitom může být (stejně jako v případě postoupení pohledávky) vázána na předchozí souhlas emitenta dluhopisu také tehdy, nejsou-li blíže stanoveny podmínky, za nichž má emitent souhlas s převodem udělit. V tomto případě je úvaha emitenta o tom, zda souhlas s převodem dluhopisu schválí, jeho vylučnou osobní kompetencí, do které zásadně nelze zasahovat. Ze samotné skutečnosti, že emitent souhlas s převodem dluhopisu neudělil, anebo že se k žádosti o udělení souhlasu nevyjádřil, tak ještě nelze dovozovat, že jde o nepoctivé nebo protiprávní jednání emitenta (§ 6 odst. 2 o. z.), ani že jde o zjevné zneužití práva (§ 8 o. z.).“⁵⁰

Byť souhlasím s tím, že otázka, zda emitent souhlas s převodem udělí, je jeho kompetencí, nelze tuto kompetenci ztotožňovat se svěolí, o kterou se jedná právě v tom případě, kdy je na rozhodnutí emitenta, zda vůbec rozhodne. Takovou situaci je totiž možné srovnat s převodem podmíněným podmínkou, která je nemožná či splnitelná pouze náhodou. I v takovém případě by přitom šlo o vyloučení převoditelnosti.⁵¹ Naopak pokud je materiálně zachována **možnost exitu za férových podmínek, tedy v rozumném čase za přiměřenou kompenzací reflektující tržní hodnotu investice**, pak by pravděpodobně neměly vznikat pochybnosti o tom, že jde o omezení převoditelnosti, nikoliv o vyloučení.

Rozlišování intenzity omezení převoditelnosti při zkoumání mezí smluvní autonomie vyvolává **otázku**, zda je vyloučení převoditelnosti dluhopisů, ať již v užším či širším slova smyslu, možné vůbec platně sjednat.

Proti přípustnosti vyloučení převoditelnosti (s výjimkou státních dluhopisů) se staví např. Lála, podle něž je takové ujednání v rozporu s povahou cenného papíru, jehož účelem a pojmovým znakem je jeho převoditelnost (ledaže zákon stanoví jinak).⁵² Svůj názor zmíněný autor nicméně blíže neodůvodňuje. Domnívám se, že určitou oporu proti vyloučení převoditelnosti by bylo (s odkazem na výše naznačené paralely) možné hledat v úpravě akciového práva. Dle § 270 odst. 1 ZOK mohou stanovy převod akcií toliko omezit, nikoliv však vyloučit. Kogentnost uvedeného ustanovení se přitom dle komentářové literatury opírá (mj.) o ochranu třetích osob a rozpor s veřejným pořádkem.⁵³

Otázkou však je, zda jsou tyto argumenty přiléhavé i pro dluhopisy, a zda tedy analogie v tomto případě ob stojí v konfrontaci s **principem smluvní autonomie**, který naopak hovoří

⁵⁰ Rozsudek, bod 42.

⁵¹ VAIGERT, D. Právní následky porušení „předkupního práva“ při prodeji akcií na jméno. *Právní rozhledy*. 1999, roč. 7, č. 5, s. 263.

⁵² LÁLA, op. cit. s. 151.

⁵³ ŠTENGLOVÁ, I., ŠUK, P. § 270. In: ŠTENGLOVÁ, I., HAVEL, B., CILEČEK, F., KUHN, P., ŠUK, P. *Zákon o obchodních korporacích*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2020, s. 619, marg. č. 1.

proti striktnímu pohledu na možné sjednání vyloučení převoditelnosti. **Liberální pohled** na možnost vyloučení převoditelnosti opírající se o obecný princip autonomie vůle přitom nemusí být nutně v rozporu se zákonnými limity dle § 1761 věty druhé ObčZ. Pohledávky (relativní majetková práva), které jsou inkorporovány do dluhopisů, jsou z povahy věci časově omezené. Nehrozí tak, že by omezení převoditelnosti mělo působit „na věčnost“. Rovněž legitimní zájem emitenta na absolutním vyloučení převoditelnosti může být odůvodněn konkrétními okolnostmi. Jako příklad situace spojené s legitimním zájmem emitenta lze zmínit bezúplatné nabytí dluhopisů emitovaných jako nenároková forma variabilní odměny zaměstnanců. Retenční význam takové odměny by byl naopak popřen, pokud bychom emitentovi možnost zahrnutí vyloučení převoditelnosti do emisních podmínek zaměstnaneckých dluhopisů odepřeli. Kategorické závěry ohledně (ne)přípustnosti vyloučení převoditelnosti tak dle mého názoru nelze přijmout. Vždy bude naopak nutné zohledňovat druhové zvláštnosti jednotlivých dluhopisů a poměřovat konkrétní zájem emitentů na vyloučení převoditelnosti s očekáváním nabyvatelů, že jejich vlastnické právo nebude nijak omezeno.

2.3 Obsahové korektivy autonomie vůle při kontraktaci se slabší stranou

V případě dluhopisů, jejichž nabytí je umožněno též drobným, resp. nezkušeným investořům,⁵⁴ je nutné vedle limitů uvedených v § 1761 věta druhá ObčZ zohlednit rovněž **obsahové korektivy autonomie vůle** vyplývající ať již z obecné úpravy dopadající na obchodní podmínky (§ 1753 ObčZ), adhézní smlouvy (§ 1800 ObčZ) či nepřiměřená ujednání ve spotřebitelských smlouvách (§ 1813 a násl. ObčZ).

Při zohlednění podstaty dluhopisů a jejich úvěrující funkce a snaze o docílení spravedlivé rovnováhy v právech a povinnostech smluvních stran, z nichž jedna se nachází ve slabším postavení, se jako určitá a přiměřená doba (po kterou současně trvá legitimní zájem oprávněné osoby na takovém omezení) nabízí **doba splatnosti dluhopisu určená emisními podmínkami**. V okamžiku, kdy se emitent dostane do prodlení je otázkou, zda je i nadále namíste jeho ochrana. S ohledem na zásadu, dle které nikdo nesmí těžit ze svého protiprávního jednání, se naopak nabízí úvaha, zda by spíše nemělo být drobným vlastníkům dluhopisů umožněno, aby svoji investici, která již v této době bude vykazovat známky určité rizikovitosti, zcizili, i bez nutnosti vyčkávání na souhlas s převodem. Časové ohraničení omezení převoditelnosti dluhopisů okamžikem jejich splatnosti by současně mohlo kompenzovat dopady horší likvidity dluhopisů spojené s existujícím omezením zcizení.

Za komplikovaný by naopak bylo možné označit **převod dluhopisů po splatnosti**, u nichž by omezení trvalo i nadále, a to zejména v situaci, pokud by se emitent dostal do ekonomických potíží. Zhoršená likvidita by totiž byla dána hned dvěma důvody, a to jak omezením převoditelnosti, tak prodlením emitenta s výplatou dlužné částky. Na podporu tohoto

⁵⁴ Myšleny jsou jak dluhopisy zacílené z vůle emitenta na drobné investory, tak takové dluhopisy, u kterých není možné (a to ani s pomocí norem z oblasti regulace obchodování na regulovaném trhu – MiFID II, PRIIPS apod.) zabránit nabytí ze strany neprofesionálních investorů.

závěru lze argumentovat též zahraniční praxí. Například u již zmíněných britských *mini-bonds* se omezení převoditelnosti uplatňuje zásadně pouze do okamžiku splatnosti dluhopisů.

Přestože nelze okamžik trvání omezení do splatnosti dluhopisů považovat za univerzální řešení pro všechny druhy dluhopisů, domnívám se, že s ohledem na výše uvedené argumenty by takto časově ohraničené působení bylo možné považovat alespoň za určitou **indicií** toho, že je omezení převoditelnosti **přiměřené** z pohledu norem cílících na ochranu autonomie vůle při kontraktaci se slabší stranou.

Dovození adekvátní časové limitace omezení převoditelnosti dluhopisů určených pro nezkušené investory současně nabádá k obezřetnosti při formulacích zákazu zcizení kvalifikovatelných jako **vyločení převoditelnosti**. Přestože nelze ani v tomto případě přijímat kategorické závěry, spíše liberální přístup k výkladu limitů obsažených v § 1761 věta druhá ObčZ ještě neznamená, že nelze nalézt opěrné důvody pro vyločení převoditelnosti jinde, konkrétně v úpravě korigující autonomii vůle ve specifických případech.

2.4 Omezení převoditelnosti jako součást obsahu emisních podmínek

Dodržení obou kumulativních podmínek stanovených v § 1761 věta druhá ObčZ je **podmínkou nutnou, nikoliv však dostačující**. Další významný požadavek se týká vlastního **právního titulu**, ze které se platnost omezení odvíjí. Jak dovozuje právní nauka, zákaz zcizení musí být součástí **ujednání** (*pactum de non alienando*). Omezit převoditelnost pouze jednostranným projevem vůle vůči neurčitým subjektům naopak přípustné není.⁵⁵

V případě dluhopisů lze za **základní smluvní dokument** upravující práva a povinnosti smluvních stran, emitenta na straně jedné a vlastníků cenných papírů na straně druhé, označit **emisní podmínky** (§ 519 odst. 2 ObčZ).⁵⁶ Fundamentální význam emisních podmínek jako smluvního právního základu vztahu emitenta a vlastníků dluhopisů je reflektován i v povinnosti **zpřístupnit** emisní podmínky nejpozději k datu emise. Právním následkem nedodržení této primární povinnosti emitenta je fakt, že dluhopisy nebude možné investořům vydat (§ 3 odst. 1 DluhZ).

Svoji **normativní funkci** spočívající v konstitutivním stanovení práv a povinností smluvních stran se emisní podmínky liší od **prospektu**, jako čistě informačního dokumentu. Na rozdíl od emisních podmínek prospekt nestanoví práva a povinnosti smluvních stran, ale pouze je popisuje. Jak k tomuto rozdílu uvádí Smutný „*V jeho textu sice mohou být uvedeny určité veřejné přísliby, ale jeho účelem není být nosičem závazků emitenta (nabízějícího) ani nabyvatelů.*“⁵⁷ Domnívám se, že na tomto rozdílném účelu obou dokumentů nic nemění ani skutečnost, že dle § 7 odst. 3 DluhZ je emitent oprávněn vyhotovit prospekt a emisní podmínky jako

⁵⁵ Srov. k tomu JEŽEK, V. § 1309. In: MAREK, R., JEŽEK, V. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 173.

⁵⁶ Důvodová zpráva k zákonu č. 368/2000 Sb., kterým se mění zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů, a zákon č. 328/1991 Sb., o konkursu a vyrovnání, ve znění pozdějších předpisů, č. 368/2000 Dz.

⁵⁷ SMUTNÝ, A. § 36. In: HUSTÁK, Z., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., ŠOVAR, J. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 375.

jediný dokument. Byť se bude formálně jednat o jediný dokument, materiální rozdíl mezi oběma odlišnými instituty tím nebude negován.

Vedle své normativní funkce mají emisní podmínky rovněž **funkci informační** ve vztahu k potenciálním zájemcům o pořízení dluhopisů konkrétní emise. Zveřejnění zákonem stanovených parametrů emise má za cíl poskytnout těmto zájemcům údaje nezbytné pro učinění informovaného rozhodnutí ohledně zamýšlené investice a zhodnocení investorského rizika.

Z hlediska svého **obsahu** představují emisní podmínky obsáhlý dokument zahrnující údaje o cenných papírech a právech s nimi spojených vyžadovaných zákonem (např. o způsobu a místě výplaty výnosu a jmenovité hodnoty dluhopisu či o způsobu výpočtu výnosu). Kromě **obligatorně** vyžadovaných údajů mohou být součástí emisních podmínek též další ujednání zahrnutá do emisních podmínek z vůle emitenta. Ze zákonem výslovně zmíněných obsahových „položek“ emisních podmínek lze pro ilustraci uvést například údaj o možnosti předčasného splacení dluhopisu, určení agenta pro zajištění, údaj o jiné osobě, která bude zajišťovat vyplacení dluhopisu či vyloučení práva na oddělení výnosu z dluhopisu.

Výčet náležitostí emisních podmínek uvedený v § 9 DluhZ však **není vyčerpávající**. Kromě otázek, jejichž sjednání zákon výslovně umožňuje, není vyloučeno, aby si emitent emisní podmínky upravil dle svých potřeb. Mezi typické doložky, se kterými se lze v **mezinárodní praxi**⁵⁸ setkat, patří například doložky *pari passu* řešící otázku formálně rovnocenného zacházení s vlastníky nezajištěných dluhopisů. Neobvyklé nejsou ani ujednání řešící otázku *exitu*, ať již jde konkrétně o doložky *change of control* či obecně o jakékoliv doložky směřující k aktivaci práva na předčasné splacení, a to jak ve variantě *call* (právo předčasně zesplatnit má emitent), tak ve variantě *put* (totéž právo náleží vlastníkům dluhopisů). Vzhledem k variabilitě možností nastavení práv konkretizujících vztah vlastníka dluhopisů a emitenta, jež lze v emisních podmínkách sjednat, pak dle mého názoru neexistuje důvod, aby právě v emisních podmínkách nebylo možné ujednat i omezení zcizení dluhopisů v neprospěch vlastníků dluhopisů. Ostatně praxe dokládá, že zahrnout lze i doložky směřující ke zvýšení jistoty vlastníků ve vyplacení dluhopisu včetně ujednání typu *negative pledge* v neprospěch emitenta či zákazu přijímat další finanční závazky (*debt limitation*). Neobvyklé nejsou ani tzv. *lock-up* doložky obsahující omezení možnosti zcizení pro změnu v neprospěch vlastníků, například prostřednictvím standardizované klauzule „*no Bonds may be sold or transferred without the consent of the Issuer.*“

2.5 Věcněprávní účinky omezení převoditelnosti

Obecná úprava zákazu zcizení **neobsahuje konkrétní návod na zřízení dispozičního omezení s věcněprávními účinky**. Naukou je však dovozováno, že při nedostatku výslovné právní úpravy lze využít analogie k zákazu zatížení ve formě zřízení zástavního práva.⁵⁹ Dle § 1309 odst. 2 ObčZ platí, že „*Ujednání zakazující zřídit zástavní právo má účinky*

⁵⁸ Přehled některých frekventovaně používaných doložek včetně jejich významu obsahuje např. německý komentář k zákonu o dluhopisech (*Schuldverschreibungsgesetz*). Viz OULDS, M. § 2 SchVG. In: VERANNEMAN, P. *Schuldverschreibungsgesetz*. 2. vyd. C. H. Beck: München, 2016, marg. č. 3–6.

⁵⁹ Viz např. DVOŘÁK, op. cit., marg. č. 6, či BEZOUŠKA, P. Smluvní zákaz postoupení pohledávky (*pactum de non cedendo*). *Právní rozhledy*. 2015, č. 11, s. 381–390.

vůči třetí osobě, jen je-li tento zákaz zapsán do rejstříku zástav podle jiného právního předpisu nebo do veřejného seznamu, anebo byl-li jí znám.“

Komplikací při hledání vhodného nástroje inkorporace omezující klauzule je fakt, že emitent nemá pro tyto účely k dispozici žádný **veřejný seznam**, jakým je například katastr nemovitostí nebo rejstřík zástav vedený Notářskou komorou ČR. **Seznamy vlastníků dluhopisů** ani **evidence zaknihovaných dluhopisů** pak pro změnu nenaplní definici veřejného seznamu. Zápisy do těchto seznamů mohou být navíc nanejvýš deklaratorní, ale věcně-právní účinky nezaloží.⁶⁰ **Registr prospektů** vedený Českou národní bankou rovněž nelze považovat za univerzálně využitelný nástroj pro publikaci emisních podmínek. Vzhledem k vypuštění veřejnoprávní ingerence ve vztahu ke schvalování emisních podmínek nelze z podstaty věci využít ani **věstník ČNB**. Podání příkazu centrálnímu depozitáři k zápisu **pozastavení výkonu práva nakládat s investičním nástrojem na konkrétní dobu** [§ 97 odst. 1 písm. e) ZPKT] by sice mohlo být řešením, ale pouze ve vztahu k zaknihovaným, nikoliv listinným, dluhopisům. Pro účely zápisu omezení převoditelnosti dluhopisů nebude konečně možné využít ani **veřejný rejstřík**, a to ani v případě, že emitentem dluhopisů bude právnická osoba.

Vzhledem k neexistenci využitelného veřejného seznamu či registru, nezbyvá, než opřít věcně-právní účinky omezení o posledně zmíněnou „zbytkovou“ kategorii uvedenou v § 1309 ObčZ spojenou s **rozpoznatelností** omezení z hlediska třetí osoby. Otázkou je, jak této seznatelnosti docílit.

Vyjdeme-li z původní právní úpravy dluhopisů obsažené v § 4 odst. 4 DluhZ-1990, doložku stanovící dispoziční omezení bylo nutné uvést **přímo na dluhopisu**. Naznačený postup však neřeší zřízení omezení převoditelnosti s účinky *erga omnes* v případě dluhopisů zaknihovaných.

Další v úvahu přicházející možností je zahrnutí omezení převoditelnosti do **smluvního ujednání** mezi emitentem a vlastníky dluhopisů. Výchozí zásadou veškerých obligačních práv je však princip **rovnosti účastníků** a s tím související zásada (pouze) **relativních účinků** obligací. Pokud by omezení převoditelnosti bylo obsaženo pouze ve smlouvě o úpisu uzavřené mezi emitentem a prvním nabyvatelem, lze si pouze obtížně představit, že by měl v pořadí další nabyvatel právní povinnost tuto (pro něj „cizí“) smlouvu jakkoliv zkoumat.

Tentýž závěr se však dle mého názoru neuplatní v případě povinně zveřejňovaných **emisních podmínek** zakládajících standardizovaná práva všem dluhopisům téže emise, tedy ze zákona zastupitelným cenným papírům. Obsahová totožnost práv z dluhopisů, která je bazálním předpokladem fungování kapitálového trhu s těmito nástroji, je jedním ze znaků, kterým se dluhopisy odlišují od pohledávek nezvěčněných do cenného papíru. Jak upozorňuje Husták a Smutný *„Zatímco při běžném převodu pohledávky se tedy předmět obchodu v jistém smyslu liší převod od převodu, neboť postupně nabírá ručení i rizika, u převodu cenného papíru je předmět převodu typicky stabilní, stejný bez ohledu na osobu a titul převodce i nabyvatele a jejich vztah*

⁶⁰ JEŽEK, op. cit., s. 173.

ke emitentovi.“⁶¹ Obsah práv z dluhopisu je utvářen emisními podmínkami, jejichž normativní část obsahu utváří „charakterové“ vlastnosti emitovaného dluhopisu, které zůstávají nezměněny navzdory případnému dalšímu převodu.

Zajímavé poznatky hovořící ve prospěch účinků emisních podmínek i vůči případným dalším nabyvatelům přináší **německá a rakouská judikatura a nauka**. Přestože jsou emisní podmínky dle většinového názoru podřaditelné pod kategorii **všeobecných smluvních podmínek** (příčemž tento fakt otevírá cestu pro jejich případnou obsahovou kontrolu či ochranu vlastníků před překvapivými ujednáními)⁶², otázka inkorporace podléhá specifickému režimu, jehož základem je **tacitní souhlas s emisními podmínkami při nabývání dluhopisu**. Jedním z důvodů určité funkční redukce § 305 odst. 2 BGB (obdoba tuzemského § 1751 ObčZ) regulujícího podmínky inkorporace je obava, že trvání na požadavku standardního způsobu včlenění obchodních podmínek by vedlo k vytvoření zcela nepřehledného stavu na kapitálovém trhu. V situaci, kdy by platila jiná pravidla pro jednotlivé vlastníky dluhopisů v závislosti na tom, zda emisní podmínky byly inkorporovány do smlouvy dle obecných pravidel či nikoliv, by nebylo možné zajistit řádné fungování kapitálového trhu. Takový závěr by však byl ve zjevném rozporu s požadavkem standardizovaného obsahu dluhopisů téže emise. Bez ohledu na způsob porřízení (na primárním či sekundárním trhu), je proto dovozováno, že pro inkorporaci emisních podmínek ke smlouvě mezi smluvními stranami postačí **konkludentní ujednání o začlenění emisních podmínek do smlouvy** (*konkludente Einbeziehungvereinbarung*).⁶³ Pokud se emisní podmínky staly součástí smlouvy o úpisu mezi emitentem a prvním nabyvatelem a následně došlo k derivativnímu nabytí dluhopisu, tvoří emisní podmínky (bez nutnosti standardní inkorporace) součást obsahu právního vztahu mezi emitentem a novým nabyvatelem, který nemůže nabýt více práv nebo jiná práva, než měl převodce (původní vlastník) od kterého dluhopis nabyl.⁶⁴ Zjednodušeně vyjádřeno, obsahovou součástí dluhopisu jsou i emisní podmínky a nabytím dluhopisu se proto vztah mezi aktuálním vlastníkem a emitentem řídí těmito emisními podmínkami.⁶⁵

Teze o implicitním vtažení emisních podmínek do smlouvy o nabytí dluhopisů pomáhá přelknout problém chybějícího titulu obecné závaznosti emisních podmínek. Současně může

⁶¹ HUSTÁK, Z., SMUTNÝ, A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. Praha: C. H. Beck, 2016, s. 124.

⁶² K otázce právní povahy emisních podmínek jako všeobecných smluvních podmínek viz např. Důvodovou zprávu k návrhu zákona na regulaci všeobecných obchodních podmínek, Begr. RegE ABG BBT-Drucks. [online]. 7/3919, s. 18 [cit 5. 2. 2024]; BAUM, H. SchVG, Anleihbedingungen und AGB-Recht: Nach der Reform ist vor der Reform. In: GRUNDMANN, S., HAAR, B., MERKT, H., MÜLBERT, P. O., WELLENHOFER, M. (eds.). *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010: Unternehmen, Markt und Verantwortung*. Berlin: De Gruyter, 2010, s. 1596–1614. DOI: <https://doi.org/10.1515/9783899496321.1593>; SCHMIDT, H. BGB § 310 Abs. 4. In: WOLF, M., LINDACHER, W. F., PFEIFFER, T. *AGB-Recht*. 7. vyd. München: C. H. Beck, 2020, Rn. 16–19. Z rakouské literatury viz např. BOLLENBERGER, R. Emissionsbedingungen und Konsumentenschutz. *Österreichisches Bankarchiv (ÖBA)*. 2012, s. 156–166. Z judikatury viz např. usnesení rakouského Nejvyššího soudního dvora (OGH) ze dne 26. 9. 2017, sp. zn. 6Ob220/16w, či usnesení téhož soudu ze dne 19. 5. 2010, sp. zn. 6 Ob 220/09k.

⁶³ Rozsudek Spolkového soudního dvora ze dne 28. 6. 2005, sp. zn. XI ZR 363/04.

⁶⁴ Rozsudek Spolkového soudního dvora ze dne 30. 6. 2009, sp. zn. XI ZR 364/08.

⁶⁵ Srov. BOROWSKI, S. § 2 SchVG. *Schuldverschreibungsgesetz* [online]. 1. vyd. 2019, marg. č. 2–6. Dostupné z právní informační databáze: beck-online.de [cit. 10. 2. 2024].

výše uvedený přístup identifikovaný zahraniční doktrínou a judikaturou poskytnout řešení problému souvisejícího s **dobrou vírou nabyvatele** v neexistenci právních vad vážnoucích na nabývané věci. Dle obecné úpravy totiž jakýkoliv zákaz zcizení představuje **právní vadu**. Z důvodu ochrany dobré víry nabyvatele právní úprava dovozuje, že pokud nemá (při derivativním nabytí) dojít k **zániku této vady**, je nezbytné, aby taková právní vada byla **objektivně zjistitelná**. Ustanovení § 1107 ObčZ konkrétně předpokládá, že nabyvatel vynaloží péči přiměřenou okolnostem, aby se přesvědčil, že tu závady nejsou.⁶⁶ Při nabývání dluhopisu by přitom nabyvatel měl předpokládat, že emitent emisní podmínky vydal (v opačném případě by totiž nedošlo k nabytí dluhopisu) a měl by se proto s nimi seznámit.

Předpokladem pro naplnění normativní i informační funkce emisních podmínek, ale i pro dovození účinků omezení převoditelnosti vůči třetím osobám a vypořádání se s problémem objektivní zjistitelnosti právní vady spočívající v zákazu zcizení, je **řádné zpřístupnění emisních podmínek**. Způsob zpřístupnění emisních podmínek upravuje poměrně striktně § 3 DluhZ, dle kterého musí být emisní podmínky zpřístupněny na nosiči informací, který investorům umožňuje reprodukci emisních podmínek v nezměněné podobě a uchování emisních podmínek tak, aby mohly být využívány alespoň do data splatnosti těchto dluhopisů (§ 3 odst. 1 DluhZ).

V řešeném případě se k otázce seznatelnosti obsahu emisních podmínek vyjádřil Vrchní soud v Praze, když zpochybňoval absenci povědomí nabyvatelky o neexistenci překážky převodu pomocí argumentu, že „*Stejně tak muselo být žalobkyni z důvodu tohoto smluvního ujednání [myšlen čl. 2.2 převodní smlouvy – pozn. aut.] známo, že společnost ke převodu dluhopisů v době uzavírání smlouvy neudělila souhlas. Nadto byly emisní podmínky uveřejněny na internetových stránkách společnosti a žalobkyně se s nimi mohla (a měla) seznámit.*“⁶⁷

Z rozhodnutí Nejvyššího soudu není jasné, zda se otázka řádného zpřístupnění před soudy nižších stupňů řešila detailněji po stránce naplnění zákonných předpokladů. Pro úplnost je proto vhodné dodat, že řádné zpřístupnění emisních podmínek ve smyslu § 3 DluhZ nelze ztotožňovat s **pouhým umístěním emisních podmínek na internetové stránky emitenta**. Zákon o dluhopisech hovoří o trvalém nosiči dat, přičemž zákonný způsob zpřístupnění vyžaduje, aby emisní podmínky byly poskytnuty investorovi písemně, nebo byly zachyceny na jiném pevném nosiči dat, případně aby byly poskytnuty elektronicky jinak (např. prostřednictvím zaslání e-mailu s emisními podmínkami na adresu nabyvatele). Internetové stránky emitenta mohou být považovány za pevný nosič dat pouze za splnění určitých podmínek. Zejména musí být umožněno ukládání informací způsobem vhodným pro jejich pozdější využití, a to po dobu odpovídající účelu těchto informací. Dále musí být umožněna reprodukce uložených informací v nezměněném stavu, tak aby ji emitent nemohl jednostranně změnit.⁶⁸ Důkazní břemeno ohledně řádného zpřístupnění přitom nese emitent.

⁶⁶ PIPKOVÁ, op. cit., § 1107, marg. č. 8.

⁶⁷ Rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 31. 8. 2021, sp. zn. 247 ICm 2242/2020 (citováno dle rozsudku Nejvyššího soudu ze dne 27. 4. 2023, sp. zn. 27 ICdo 30/2022, bod 12).

⁶⁸ Blíže viz PIHERA, op. cit., s. 107 a judikatura uvedená v poznámce pod čarou č. 21 [Rozsudek soudu ze dne 27. 1. 2010, ve věci *Inconsult Anstalt a Orgán pro dohled nad finančním trhem (Finanzmarktaufsicht)*, E-4/09].

2.6 Dílčí závěr

Omezení převoditelnosti dluhopisů je dle obecné závazkové úpravy (§ 1761 ObčZ) možné pouze na **smluvním základě** (nikoliv jednostranným prohlášením emitenta), za předpokladu, že je spojeno s **přiměřenou délkou svého trvání reflektující (mimo jiné) legitimní zájem emitenta**. Nebudou-li tyto podmínky splněny, lze dovodit neplatnost ujednání. Při aplikaci „testu“ legitimního zájmu a časové přiměřenosti je nutné zohlednit též specifika konkrétního typu dluhopisu. V případě dluhopisů nabývaných osobami se **slabším postavením** je navíc nutné zohlednit též **obecné korektivy smluvní volnosti**. Při zohlednění nerovného postavení smluvních stran lze doporučit volbu takové formulace dispozičního omezení, která vlastníkovému dluhopisu (neprofesionálnímu investorovi, resp. spotřebiteli) umožní exit v rozumném čase za férových podmínek zahrnujících rovněž ochranu před nečinnostmi emitenta. Ta může spočívat například v aktivaci práva odkupu či ve fikci souhlasu s převodem po marném uplynutí lhůty pro vydání rozhodnutí.

Pro posouzení toho, jaké budou účinky omezení převoditelnosti (věcněprávní či obligační), a tedy i jaký bude následek porušení tohoto omezení, je nutné vycházet předně z formulace omezení. To je nutné interpretovat z pohledu cílové skupiny investorů. Aby se omezená převoditelnost stala vlastností dluhopisu, bude nutné navíc překonat relativní účinky závazku a *numerus clausus* věcných práv. Nestačí proto, že je takový účinek vůči třetím osobám výslovně zmíněn v emisních podmínkách v rámci „lock-up“ klauzule. Omezení převoditelnosti musí být **seznatelné** navenek vůči třetím osobám. Důvody lze hledat jak v analogicky aplikovanému zákazu zastavení s účinky vůči třetím osobám dle § 1309 ObčZ, tak v § 1107 ObčZ, dle kterého právní vada, která není seznatelná zaniká při derivativním převodu.

Základem „zvěcnění“ omezení převoditelnosti a narušení **dobré víry** nabyvatele, která by se jinak uplatnila vzhledem k § 521 ObčZ v kombinaci s § 16 ZSŠ, by v případě dluhopisů měly být **řádně zpřístupněné emisní podmínky**, které ve své normativní části obsahují omezení převoditelnosti vyhovující podmínkám uvedeným výše.

K diskuzi je povinnost obligatorního uvádění omezení převoditelnosti **přímo na dluhopisu**. Osobně se domnívám, že uvádění doložky nepřevoditelnosti na listinném rubopisu není nezbytně nutné (stejně tak jako se nepíše omezení převoditelnosti na vinkulovanou akcii nebo zatímní list nahrazující vinkulované akcie). Na druhou stranu, uvádění omezení lze rozhodně **doporučit** pro případ řešení interpretačních pochybností o významu doložky obsažené v emisních podmínkách zakazující omezení převoditelnosti. Druhá výhoda zahrnutí doložky omezené převoditelnosti přímo do textu listinného dluhopisu by mohla spočívat ve zvýšení transparentnosti a s tím související možnosti odklizení případné námitky překvapivého ujednání v emisních podmínkách.

3 Jaké jsou důsledky převodu cenného papíru v rozporu se zákazem?

Vtažení právní úpravy zákazu postoupení pro řešení otázky přípustnosti omezení převoditelnosti dluhopisů Nejvyššímu soudu umožnilo předestřít nejen účastníkům řízení,

ale i odborné veřejnosti, svůj postoj k otázce, jaké právní následky bude mít převod realizovaný v rozporu se sjednaným omezením. Na základě podrobné rešerše dostupných názorů se Nejvyšší odklonil od **teorie zákonného zákazu**, jež operuje pro případ porušení zákazu postoupení s neplatností převodní smlouvy, a (nepřímo) se přihlásil k **teorii zmocnění**, která spojuje porušení dispozičního omezení s **neúčinností převodu** na základě jinak platné převodní smlouvy.⁶⁹

Artikulaci názoru k hojně diskutované otázce následků porušení zákazu postoupení, jež dlouhodobě rezonuje v české akademické obci, lze hodnotit kladně. Diskutabilní je však přímá aplikace vyslovených závěrů na převod dluhopisů uskutečněný v rozporu s omezením formulovaným emisními podmínkami. Problematické je rovněž zobecňování stanoviska Nejvyššího soudu pro případy nabytí dobrověrným nabyvatelem. Nejvyšší soud totiž v posuzovaném případě vycházel z individuálních skutkových okolností, dle kterých nabyvatel o omezené převoditelnosti prokazatelně věděl. Za stále otevřenou lze proto považovat otázku účinků porušení zákazu zcizení, o jehož existenci nabyvatel nevěděl, resp. vědět nemohl.

Stejně jako v případě zákazu cese (§ 1881 odst. 1 ObčZ), ani v případě zákazu zcizení (§ 1761 ObčZ) zákon nestanoví výslovně, jaké konkrétní účinky vůči třetí osobě porušení zákazu zcizení vlastně má. Předmětem této kapitoly tak bude zkoumání toho, zda se **rozdíly mezi pohledávkami a cennými papíry** identifikované výše projeví i v otázce právních následků porušení omezení převoditelnosti.

Hledání odpovědi na otázku následků porušení dispozičního omezení u dluhopisů je vhodné zahájit rekapitulací **účinků převodní smlouvy**.

Dluhopis jako cenný papír na řad (§ 2 odst. 2 DluhZ) se převádí rubopisem a odevzdáním nabyvateli v souladu se smlouvou. Zatímco rubopis a tradice představují *modus nabytí, titulem* je převodní smlouva. Vzhledem ke specifické povaze dluhopisu jako cenného papíru se neuplatní konsenzuální princip (§ 1099 ObčZ), ale k nabytí vlastnického práva dochází odevzdáním (rubopisovaného) dluhopisu (§ 1103 odst. 2 ObčZ). V případě zaknihovaných dluhopisů dochází k převodu zápisem zaknihovaného dluhopisu na příslušný majetkový účet vlastníka, případně zákazníka (§ 1104 odst. 1 a 2 ObčZ).

S ohledem na specifika převodu cenného papíru se mohou **obligační účinky**, tedy vznik závazků z převodní smlouvy (zejména povinnosti převodce umožnit převod vlastnického práva na nabyvatele a povinnosti nabyvatele převzít předmět koupě a zaplatit převodní cenu) časově rozcházet s **okamžikem nabytí vlastnictví**. Ani nabytí vlastnického práva přitom není garancí toho, že bude nabyvateli umožněno práva náležející vlastníkovu dluhopisu uplatnit (např. žádat vyplacení úroků či účastnit se schůze vlastníků dluhopisů). Dle § 4 odst. 2 DluhZ je totiž **vůči emitentovi** převod účinný až v okamžiku **předložení dluhopisu s nepřetržitou řadou rubopisů** nebo předložením jiného důkazu o tom, že příslušná osoba je vlastníkem dluhopisu (např. dokladu o nabytí dědictví či jiného právního nástupnictví). Bez zbytečného odkladu poté, co bude změna prokázána, zapíše emitent

⁶⁹ K teoriím zákonného zákazu a teorii zmocnění podrobněji viz odkazy na početnou odbornou literaturu uvedenou v Rozsudku, body 50–53.

změnu vlastníka do **seznamu vlastníků dluhopisů**. Tento zápis má však pouze deklaratorní účinky.⁷⁰

Nástup jednotlivých výše uvedených účinků převodu může být **modifikován omezením převoditelnosti**. Jak se porušení tohoto omezení promítne do obligačních a věcněprávních účinků převodu dluhopisů se pokusím předestřít pomocí níže uvedených argumentů.

Výchozím bodem zkoumání vlivu omezení převoditelnosti na převod dluhopisu je ustanovení § 1760 ObčZ, dle kterého platí, že nedostatek oprávnění při nakládání s věcí nepůsobí neplatnost smlouvy. V situaci, kdy obecná úprava zachovává platnost smlouvy i pro případ, kdy převádějící vůbec není vlastníkem převáděné věci (např. koupě od zloděje), pak tím spíš musí totéž platit v případě, kdy převodce vlastníkem je, ale jeho dispoziční právo je pouze omezeno po dobu časově ohraničenou existencí legitimního zájmu emitenta.⁷¹ Tentýž závěr se uplatní i v případě, že dispoziční omezení má věcněprávní účinky. Jak dovodil Nejvyšší soud v rozhodnutí sp. zn. 21 Cdo 1813/2021, *ani zákaz zatížení nemovitých věcí, který byl zřízen jako věcné právo, nebrání dlužníkovi, aby uzavřel platnou smlouvu, již na sebe převezme závazek zřídit ke předmětným nemovitým věcem zástavní právo ve prospěch právního předchůdce žalovaného*.⁷²

Vyloučíme-li **neplatnost převodní smlouvy** (*titulu* nabytí) z okruhu následků, jež mohou nastat, zbývá posoudit, zda se porušení omezení promítne pouze do nároku na **náhradu škody** dle § 2913 ObčZ (z důvodu porušení smluvní povinnosti), či zda bude následek porušení intenzivnější a projeví se i na **věcněprávních a obligačních účincích převodu dluhopisu**.

Jaké následky bude omezení převoditelnosti mít je nutné posoudit opět v závislosti na tom, o jaký **typ omezení** se jedná.

V případě omezení převoditelnosti s **obligačními účinky** se nabyvatele coby nového vlastníka dluhopisu omezení zásadně nedotkne. K převodu dluhopisů dojde ve standardním obecném režimu popsáném výše a následkem tak bude pouze **nárok na náhradu škody**, případně aktivace příslušného smluvního nástroje ochrany před porušením povinnosti (např. smluvní pokuty). Vyloučena není ani možnost zániku závazku odstoupením od smlouvy či výpovědí.

Je-li naopak omezení převoditelnosti **účinné i vůči třetím osobám**, připadá vedle univerzálního **nároku na náhradu škody** v úvahu rovněž následek dopadající na *modus* nabytí. Otázkou k diskuzi přitom je, zda má být tímto následkem **neplatnost nebo neúčinnost převodu**.

Vyjdeme-li při pátrání po právním následku porušení omezení převoditelnosti dluhopisů z existující úpravy řešící výslovně porušení omezení převoditelnosti u akcií na jméno, narazíme na **dvojkolejnost právních následků**. Zatímco při omezení převoditelnosti souhlasem emitenta akcií se bude jednat o **neúčinnost převodu** (§ 271 odst. 1 ZOK), v případě

⁷⁰ Naopak dle předchozí úpravy v § 4 odst. 2 DluhZ účinné do 3. 1. 2019 byly účinky převodu vůči emitentovi spojeny až s okamžikem zápisu do seznamu vlastníků dluhopisů.

⁷¹ Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 26. 4. 2018, sp. zn. 29 Cdo 2601/2016 (Rc 65/2019), či rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 3. 12. 2020, sp. zn. 24 Cdo 2890/2020.

⁷² DVORÁK, op. cit., marg. č. 2.

široké kategorie zahrnující jiné typy omezení, než je souhlas, půjde o **neplatnost převodu** (§ 271 odst. 3 ZOK).

Na uvedené koncepční řešení zvolené zákonodárcem u vinkulovaných akcií na jméno, jejichž převoditelnost je omezena souhlasem orgánu akciové společnosti upozorňuje i Nejvyšší soud na podporu závěru hovořícího ve prospěch **neúčinnosti převodu**.⁷³

Z důvodů zmíněných v úvodu tohoto příspěvku poukazující na určité **paralely mezi akciemi na jméno a dluhopisy** považují uvedený postřeh za příhodný. Na podporu závěru o **neúčinnosti převodu** vázaného na souhlas emitenta lze však argumentovat i jinak, a to obecnou úpravou dopadající na **odkládací podmínky**, mezi které lze zařadit i podmínění převodu souhlasem emitenta (§ 548 ObčZ). Nesplnění odkládací podmínky je přitom dle obecné nauky spojeno s neúčinností, nikoliv s neplatností. Jak dovozuje např. Dobrovolná „*Podmínka nemá vliv na právní jednání jako takové, nýbrž pouze na jeho účinky. Do doby splnění podmínky existuje nejistý stav (v německém právu tzv. Schwebezustand), zda (a kdy) právní jednání splněním podmínky nabude účinnosti, případně pozbuje svých účinků. Strany právního jednání jsou jím však vázány již jeho uskutečněním.*“⁷⁴

Právě zmíněná vázanost uskutečněným právním jednáním je současně důvodem, proč je „**pouhá**“ **neúčinnost převodu**, v případě neudělení souhlasu emitenta **příléhavějším právním následkem** oproti **neplatnosti převodu**. Zaprvé, tak jako u neplatnosti smlouvy, i u neplatnosti převodu je zapotřebí, aby se emitent (v rámci promlčecí lhůty) neplatnosti aktivně dovolal. Zadruhé, i pro nabyvatele dluhopisu a převodce je dovození neúčinnosti převodu výhodnější, a to z toho důvodu, že v momentě dodatečného splnění odkládací podmínky není nutné realizovat převod dluhopisů nanovo. Pro případ obav z nejistého výsledku během vyčkávání na rozhodnutí emitenta lze přitom doporučit **ujednání o odstoupení od převodní smlouvy** či formulaci **rozhazovací podmínky** pro případ, že souhlas s převodem nebude udělen ve sjednané lhůtě.

3.1 Okolnosti vylučující neúčinnost převodu

Na základě výše uvedených argumentů byla jako příléhavý právní následek pro případ neudělení souhlasu emitenta dovozena **neúčinnost převodu**, byť na základě jiné argumentace, než kterou použil Nejvyšší soud. Tento obecný závěr je však nutné podrobit dalšímu zkoumání při aplikaci na konkrétní okolnosti zkoumaného případu.

Zaprvé, před vyslovením závěru o neúčinnosti převodu v konkrétním případě je nutné posoudit, zda je klauzule omezující převoditelnost dluhopisů obsažená v emisních podmínkách vůbec platná (ve smyslu požadavků § 1761 ObčZ či § 1800 ObčZ), případně, zda je projev vůle emitenta směřující k vyloučení převoditelnosti účinný (a nejde například o překvapivé ujednání ve smyslu § 1753 ObčZ), zda není nicotný (např. z důvodu neurčitosti

⁷³ Rozsudek, bod. 63. Jedná se však pouze o doplňující poznámku na podporu závěru, jehož argumentační těžiště leží ve výkladu následků porušení zákazu cese dle § 1881 odst. 1 ObčZ.

⁷⁴ DOBROVOLNÁ, E. § 548. In: LAVICKÝ, P. a kol. *Občanský zákoník I. Obecná část* (§ 1–654). 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2022, s. 1746, marg. č. 23.

právního jednání) nebo netrpí jinou vadou dopadající obecně na právní jednání (např. nejde o omyl).

Podstatnou okolností, která rovněž nebyla v posuzovaném případě zkoumána, je **význam nečinnosti emitenta** a absence jakékoliv reakce na podanou žádost o odkup. Jak již bylo naznačeno výše, jednou z možností aplikovatelnou na případ omezení převoditelnosti bez adekvátní ochrany před nečinností je chápat takové ujednání jako faktické **vyloučení převoditelnosti**. Přísnější posouzení vyloučení (nikoliv pouhého omezení) převoditelnosti je přitom namístě v případě dluhopisů nabývaných nezkušenými investory v pozici slabší smluvní strany.

Další okruh otázek se týká věcněprávních účinků zákazu zcizení. V jednotlivém případě je nutné zkoumat nejen řádně projevenou vůli emitenta omezit převoditelnost s účinky vůči všem, ale rovněž formální požadavky na zpřístupnění emisních podmínek jako podmínku objektivní seznatelnosti omezení vylučující dobrou víru nabyvatele. Zpochybnění dobré víry nabyvatele v neexistenci omezení by naopak mohlo být komplikované v případě, že by emitent nezpřístupnil emisní podmínky zákonem stanoveným způsobem.

Závěr

Omezení převoditelnosti dluhopisů je **obecně (v principu) přípustné jak v obligační, tak věcněprávní variantě**. Režim ujednání se bude řídit, při nedostatku jiné úpravy, obecnou úpravou **zákazu zcizení**, tedy ustanovením § 1761 ObčZ. Aplikace § 1881 odst. 1 ObčZ jako *lex specialis* k § 1761 ObčZ naopak není namístě, a to ani na základě analogie.

Obecná přípustnost omezení převoditelnosti je pouze východiskem pro další úvahy ohledně možností konkrétní formulace ujednání tak, aby obstála z hlediska své **platnosti**.

V prvé řadě se jedná o dodržení **požadavků určité přiměřené lhůty** a **existence legitimního zájmu emitenta na omezení převoditelnosti** (§ 1761 věta druhá ObčZ). Při výkladu obou limitů je nezbytné zohlednit individuální okolnosti spojené s konkrétní emisí (druhové zvláštnosti dluhopisu, důvody emise, osobu emitenta, cílový trh atd.). S ohledem na smluvní variabilitu ujednání o omezení zcizení není možné s jistotou *a priori* konstatovat, že vyslovené závěry ohledně naplněnosti předpokladů platnosti zákazu zcizení ve vztahu ke konkrétní emisi dluhopisů budou bez dalšího aplikovatelné i na jiné případy. V principu přitom nelze vyloučit ani spíše velkorysý výklad, zahrnující i možnost sjednání absolutního vyloučení převoditelnosti. Bude-li to odpovídat vůli stran a bude-li pro takové omezení existovat rozumný důvod, neměla by být smluvní autonomie zbytečně omezována. V rozporu s tímto konstatováním není ani nezbytná opatrnost, která je namístě při formulaci zákazu zcizení dluhopisů nabývaných neprofesionálními zákazníky. Opěrný důvod pro striktnější posouzení ujednání zákazu zcizení je v těchto případech nutné hledat mimo § 1761 ObčZ, a to primárně v institutech korigujících smluvní autonomii (např. § 1753, § 1800, § 1813 a násl. ObčZ).

Další okruh problémů řešených v tomto příspěvku se týkal přípuštění **věcněprávních účinků omezení**. Z důvodů uvedených v § 1309 ObčZ a § 1107 ObčZ se dovozuje

požadavek seznatelnosti účinků omezení vůči třetím osobám. Naplnění tohoto požadavku je spjato s **řádným zpřístupněním emisních podmínek**. S ohledem na zvláštní povahu emisních podmínek standardizujících obsah všech dluhopisů téže emise a jejich normativní funkci jsou jejich obsahem vázáni i všichni nabyvatelé. Obdobně jako u nabyvatelů akcií, kteří automaticky přistupují ke stanovám společnosti nabytím akcií, tak i nabyvatelé dluhopisů nabytím dluhopisů vstupují do právní pozice svých předchůdců a přistupují k emisním podmínkám.

Pomyslný třetí okruh zkoumaných otázek se týkal právních následků porušení zákazu zcizení dluhopisů. Prvním v úvahu přicházejícím následkem platně sjednaného porušení omezení je **vznik nároku na náhradu škody** z důvodu porušení smluvní povinnosti (§ 2913 ObčZ). V případě věcněprávního omezení je právním následkem porušení rovněž **neúčinnost převodu**, není-li dán souhlas emitenta. Neúčinnost převodu koresponduje s obecnou zásadou zachování platnosti smluv i v případě nabytí od neoprávněného vyjádřené v § 1760 ObčZ. V případě omezení převoditelnosti chybějícím souhlasem emitenta lze pro dovození neúčinnosti argumentovat úpravou dopadající na **nesplnění odkládací podmínky** (§ 548 ObčZ). Dalším důvodem dovození neúčinnosti je skutečnost, že tento následek **nejlépe odpovídá zájmům všech zúčastněných stran**. I s ohledem na podporu co největší obchodovatelnosti (což je funkce, kterou mají v sobě v principu všechny cenné papíry), je namíste upřednostnit spíše mírnější právní následek, tedy „pouhou neúčinnost“, před neplatností převodu. Nalezené řešení konvenuje rovněž úpravě **nabytí od nevlastníka**, kdy dobrá víra nabyvatele v neexistenci právní vady je prolomena právě zahrnutím omezení do emisních podmínek. Konformitu identifikovaného řešení lze rovněž spatřovat při využití **paralely s vinkulovanými akciemi na jméno**, pro něž tentýž následek stanoví právní úprava výslovně.

V posuzovaném případě je nicméně diskutabilní, zda bylo namíste neúčinnost dovést, s ohledem na chybějící prověření pro rozhodnutí významných skutkových okolností ohledně platnosti a účinnosti doložky omezující převod a jejich věcněprávních účinků. Obecná možnost omezit převoditelnost dluhopisů prostřednictvím smluvního ujednání má totiž své limity, jejichž dodržení je při hledání vyváženého řešení nutné zkoumat. V opačném případě nelze dosáhnout skutečně spravedlivého řešení.