

Pregledni znanstveni članek
UDK 347.466:336.763

Zavarovanje terjatev z vrednostnimi papirji

DR. MIHA JUHART,
redni profesor na Pravni fakulteti
Univerze v Ljubljani

1. Uvod

Vrednostni papirji so v sodobnem pravnem prometu poleg nepremičnin najpogostejši predmet zastavnih pravic oziroma z njimi primerljivih zavarovanj. Razlogov za takšno razširjenost zavarovanj z vrednostnimi papirji je kar nekaj, zato bomo omenili samo nekatere (po mojem mnenju) najpomembnejše. Pri tem seveda ne smemo posploševati, saj pojem vrednostnega papirja zajema številne pojavne oblike, ki se med seboj pomembno razlikujejo.

(a) Vrednostni papir je samo formalni instrument, ki nima lastne vrednosti, ampak njegovo vrednost predstavlja vrednost zapisane (inkorporirane) pravice. Zato zastavna pravica na vrednostnem papirju kot nosilcu zapisane pravice zadošča za publiciteto zastavne pravice, vsebina pravice pa lahko ostane imetniku vrednostnega papirja, če to seveda ne nasprotuje namenu zastavne pravice. Ilustrativen primer so posamezna upravičenja, ki izvirajo iz delnice kot zapisa članske pravice v delniški družbi. Glasovalna upravičenja se kljub ustanovitvi zastavne pravice ne prenesejo z zastavitelja na zastavnega upnika, kar smiselno pomeni podoben položaj, kot ga zagotavlja neposestna zastava nepremične (hipoteka) oziroma premične (neposestna zastavna pravica) stvari. Drugačna ureditev pa na primer velja za zastavitev skladiščnice. Izročitev skladiščnenih stvari je mogoče zahtevati samo z obema elementoma skladiščnice, pobotnico in zastavnico, skupaj, kar pomeni, da zastavitev skladiščnice temelji na predpostavki ročne zastave. Seveda pa to ne velja za fiduciarna zavarovanja, pri katerih se na prejemnika zavarovanja prenaša polna pravica in dajalec zavarovanja izgubi tudi pravni položaj imetnika vrednostnega papirja.

(b) Ena bistvenih funkcij vrednostnih papirjev je legitimacijska funkcija. Izhaja iz forme, ki je predpostavka vsakega vrednostnega papirja. Če bi na ta pojav gledali prek instrumentarija

stvarnega prava, kamor spada zastavna pravica, bi ga lahko označili tudi za publiciteto. Gre enostavno za to, da formalna podstat vrednostnega papirja omogoča zaznavnost (publiciteto) zastavne pravice, kar krepi položaj zastavnega upnika. Zastavni upnik je na ta način varen pred tveganjem neupravičenega razpolaganja, ki bi v korist dobrovernega tretjega pripeljalo do polne pridobitve pravice in s tem prenehanja zastavne pravice. Prav tako pa formalna podstat vrednostnega papirja zagotavlja jasno določanje vrstnega reda zastavnih pravic in s tem zastavnemu upniku odpravlja tveganje pridobivanja poplačilne pravice z boljšim vrstnim redom od njegovega.

(c) Eden od namenov izdaje vrednostnega papirja je tudi vzpostavitev položaja, ki omogoča lažji prenos v vrednostnem papirju inkorporirane pravice. In ker je prav inkorporirana pravica tista premoženjska vrednost, ki daje vsebino zavarovanja, gre za likvidno obliko zavarovanja. Seveda je likvidnost odvisna od vrste vrednostnega papirja in inkorporirane pravice. Oblika vrednostnega papirja je zgolj predpostavka visoke likvidnosti, resnična likvidnost pa je odvisna od razmer na trgu. Likvidni so tisti vrednostni papirji, pri katerih je razvit trg kot prostor, kjer se srečujeta ponudba in povpraševanje. To pa velja predvsem za serijske vrednostne papirje.

Povedano predvsem kaže, da pri zavarovanjih z vrednostnimi papirji nastanek zavarovanja ne pomeni posebnega problema. Formalna podstat in iz nje izhajajoča možnost publicitete zagotavljata pridobitev pravnega položaja, skladnega z vsebino zavarovanja. Zato pa se težave pojavljajo v zvezi z uresničevanjem zavarovanja. Ne glede na različno pravno naravo in predvsem položaj prejemnika zavarovanja se zavarovanja z vrednostnimi papirji kažejo kot poplačilna pravica. Temeljno načelo vsake oblike zavarovanja je dolžnost spoštovanja prepovedi komisornega dogovora in prejemnik zavarovanja je iz naslova zavarovanja upravičen prejeti le toliko, kot znaša njegova zavarovana terjatev skupaj z obrestmi in stroški.¹ Kar bi dobil prejemnik zavarovanja več, bi dobil brez upravičene podlage in bi šlo za neupravičeno obogatitev.

Čeprav je SPZ skoraj popolna kodifikacija stvarnega prava, je področje zavarovanj z vrednostnimi papirji urejeno tudi zunaj njegovega okvira s posebnimi predpisi. SPZ ureja predvsem zastavno pravico na tistih vrednostnih papirjih, ki so izdani v listinski obliki (materializirani vrednostni papirji). Pomen takšnih vrednostnih papirjev se na splošno zmanjšuje, saj kot predmet zavarovanja prevladujejo serijski vrednostni papirji, ki se pri nas izdajajo v nematerializirani obliki. Pravno ureditev nematerializiranih vrednostnih papirjev pa vsebuje ZNVP, ki je stopil v veljavo pred SPZ. Kljub temu zakonodajalec ni prenesel ureditve zastavne pravice na nematerializiranih vrednostnih papirjih v SPZ, kot je bilo storjeno za nekatere druge pravne institute. Takšen pristop je smiseln, saj ZNVP ne ureja le delovanja centralnega registra

¹ Tako sodna praksa v referenčni sodbi VS RS, sodba in sklep II Ips 427/2003, na katero se sklicujejo tudi številne kasnejše sodne odločbe.

vrednostnih papirjev kot novega nosilca inkorporacije, ampak ureja tudi temeljna materialno-pravna vprašanja izdaje in prenosa nematerializiranih vrednostnih papirjev. Zato je s stališča pravnega sistema smiselno in utemeljeno, da se ni poseglo v celovitost ureditve ZNVP.

Na uresničitev zavarovanj z vrednostnimi papirji pa pomembno vpliva tudi ZFZ. Sicer ne gre za splošen predpis, ki velja za vsa zavarovanja z vrednostnimi papirji, temveč je njegova uporaba odvisna od lastnosti subjektov, ki so vključeni v posel zavarovanja. Upoštevati pa velja, da ZFZ velja predvsem za finančne organizacije in velike gospodarske subjekte, pri katerih se zavarovanja z vrednostnimi papirji najpogosteje uporabljajo. Zato je v tem pogledu zelo pomemben pravni vir, ki bo v praksi vplival na večino primerov, v katerih bo prihajalo do uresničevanja zavarovanja iz vrednostnih papirjev z uresničitvijo poplačilne pravice oziroma drugim posebnim načinom, ki ga določa ZFZ.

2. Izvršitev zastavne pravice na materializiranem vrednostnem papirju

Ureditev zastavne pravice v SPZ je skromna in obsega samo tri določbe. Prva, 187. člen SPZ, samo določa, da je vrednostni papir lahko predmet zastavne pravice. Čeprav SPZ tega ne določa, lahko sklepamo, da se nadaljnja ureditev nanaša le na materializirane vrednostne papirje. Določba 188. člena SPZ v celoti ureja nastanek zastavne pravice na vrednostnem primeru in je prilagojena značilnostim materializiranih vrednostnih papirjev. Po določbi 189. člena SPZ pa se za zastavno pravico smiselno uporabljajo pravila, ki urejajo zastavno pravico na terjatvi. Napotilo na ureditev zastavne pravice na terjatvi je utemeljeno s tem, da zavarovano vrednost pomeni pravica iz vrednostnega papirja, ne pa nosilec inkorporacije.² Takšna ureditev seveda deluje pri vseh tistih vrednostnih papirjih, v katerih je inkorporirana pravica terjatev, ki preneha z izpolnitvijo.³ S tem niso zajeti vsi vrednostni papirji, saj je na vrednostnem papirju lahko zapisana tudi pravica, ki ima drugačno vsebino. Pri teh vrednostnih papirjih pa se lahko postavi vprašanje, ali je primerno smiselno uporabljati pravila, ki veljajo za zastavno pravico na terjatvi.

Pri vrednostnih papirjih, v katerih je inkorporirana terjatev, je položaj zastavnega upnika enak, kot če bi bila zastavljena terjatev. Pravila o zastavitvi terjatve sicer kot način poplačila zastavnega upnika obravnavajo samo položaj, ko dolžnik izpolni zastavljeno terjatev zastavnemu upniku. Zastavni upnik se poplaca iz prejete koristi, presežek vrednosti pa mora skladno s prepovedjo komisornega dogovora izročiti zastavitelju. Če sta zavarovana in zastavljena terjatev obe denarni terjatvi, potem je rešitev najpreprostejša, saj pride do pobotanja teh dveh

² Glej Juhart, v: Juhart, Tratnik, Vrenčur, Stvarnopravni zakonik s komentarjem, GV Založba, Ljubljana 2004, str. 786.

³ Glej tudi Tratnik, v: Juhart, Tratnik, Vrenčur, Stvarno pravo, GV Založba, Ljubljana 2007, str. 507.

terjatev v skladu s splošnimi pravili. Če pa je zastavljena nedenarna terjatev, katere predmet je izročitev določene stvari, potem se po izpolnitvi zastavljene terjatve zastavnemu upniku zastavna pravica na terjatvi *ex lege* preoblikuje v zastavno pravico na vrednostnem papirju. Ti dve osnovni pravili, ki urejata poplačilo iz zastavljene terjatve, enako učinkujeta tudi v primeru, ko je predmet zastavne pravice materializirani vrednostni papir, v katerem je inkorporirana terjatev. Po naravi gre za isti predmet zavarovanja, zato je tudi način uresničitve poplačilne pravice enak. Terjatev iz materializiranega vrednostnega papirja je po svoji pravni naravi iskovina, zato je samo zastavni upnik tisti, ki lahko od dolžnika iz vrednostnega papirja zahteva izpolnitev obveznosti. Pri individualnih vrednostnih papirjih, v katerih je inkorporirana terjatev, z izpolnitvijo preneha tudi obveznost (dolžnost) iz vrednostnega papirja, kar samo potrjuje identičnost položaja z zastavitvijo terjatve. Nastopi bodisi pobotanje denarnih zneskov bodisi preoblikovanje zastavne pravice na vrednostnem papirju v zastavno pravico na stvari, ki je bila predmet inkorporirane pravice, če je šlo za zastavitev blagovnega vrednostnega papirja.⁴

V idealnem svetu bi se pri uporabi terjatve kot predmeta zavarovanja pokrivali ročnosti zavarovane in zastavljene terjatve. Ker pa idealnega sveta ni, sta pogosto ročnosti zastavljene in zavarovane terjatve različni. Pravna pravila SPZ o zastavitvi terjatve urejajo samo položaj, ko zastavljena denarna terjatev zapade pred zavarovano denarno terjatvijo (drugi odstavek 185. člena SPZ). Če je predmet zastavljene terjatve stvar, do problema niti ne pride, saj se vzpostavi zastavna pravica na stvari in med zastavnim upnikom in zastaviteljem se vzpostavi pravno razmerje ročne zastave. Pri denarnih terjatvah pa posebno pravilo določa smiselno enake posledice, kot če bi prišlo do predčasnega plačila zavarovane terjatve. Pri tem se upošteva predvsem interes dolžnika, s tem da je določeno, da se zaradi predčasnega plačila zavarovana terjatev zmanjša za obresti v višini bančne eskontne stopnje v kraju izpolnitve zavarovane terjatve od dneva plačila zastavljene terjatve do dneva zapadlosti zavarovane terjatve. To pravilo v celoti velja tudi za zastavno pravico na vrednostnem papirju, če je inkorporirana denarna terjatev zapadla pred zavarovano terjatvijo. SPZ pa ne določa posebnih pravnih posledic za primer, ko zapade zastavljena terjatev kasneje od zavarovane. Nobenega dvoma ni, da lahko v tem primeru zastavni upnik počaka do zapadlosti zastavljene terjatve in po tem roku zahteva njeno izpolnitev ter se poplača na opisani način. Pri tem seveda velja, da se višina zavarovane terjatve povečuje za zamudne obresti, ki tečejo od dneva njene zapadlosti do poplačila. Svoj interes glede poplačila pa bi lahko zastavni upnik dosegel tudi na način, ki je značilen za zastavno pravico na stvari. Kasneje zapadla zastavljena terjatev je premoženjska vrednost, ki jo je mogoče zamenjati za denar na podoben način, kot to velja za uresničitev zastavne pravice na stvari. Zato se lahko vprašamo, ali zastavni upnik lahko proda zastavljeno terjatev oziroma zastavljeni vrednostni papir. Teorija takšno možnost podpira in pri tem napotuje na

⁴ Pod pojmom blagovni vrednostni papir razumemo vrednostni papir, v katerem je inkorporirana terjatev na izročitev določene stvari, na primer skladiščnica in transportni vrednostni papirji.

smiselno uporabo pravil, ki veljajo za uresničitev poplačilne pravice, če je predmet zastavne pravice stvar.⁵ Takšno rešitev pa je treba še posebej upoštevati pri zastavitvi tistih materializiranih vrednostnih papirjev, v katerih je inkorporirana pravica, ki po svoji vsebini ne preneha z izpolnitvijo, kar je pomembna pravna značilnost terjatve. Tipičen primer je lahko delnica tuje delniške družbe, ki je izdana v klasični materializirani obliki. Ker do izpolnitve pravice ne pride, lahko zastavni upnik svoj interes poplačila uresniči samo tako, da delnico proda in se poplača iz njene vrednosti. Čeprav to posebej ni določeno, kaže pri prodaji zaradi poplačila smiselno uporabiti pravila, ki veljajo za prodajo zastavljene premične stvari. Zato je za zastavnega upnika, ki za zavarovanje svoje terjatve pridobi zastavno pravico na vrednostnih papirjih, pomembno, da se z zastaviteljem dogovori za izvensodno prodajo. Dopustnost izvedbe izvensodne prodaje je treba presojati po 167. členu SPZ. Izvensodna prodaja je tudi brez posebnega dogovora dopustna, če sta zastavni upnik in zastavitelj gospodarska subjekta oziroma se zanju uporablja ZFZ, saj velja domneva, da je bil med gospodarskimi subjekti sklenjen takšen dogovor.⁶ V drugih primerih pa se morata o izvensodni prodaji zastavni upnik in zastavitelj dogovoriti v pisni obliki (prvi odstavek 167. člena SPZ).

Tudi glede načina prodaje zastavljenega vrednostnega papirja lahko ugotovimo, da je treba smiselno uporabiti pravila, ki veljajo za izvensodno prodajo zastavljene stvari (drugi odstavek 167. člena SPZ). Ta določba dovoljuje prodajo predmeta zastavne pravice na javni dražbi ali pa po borzni ali tržni ceni. Ker imajo borzno oziroma tržno ceno lahko samo serijski vrednostni papirji, bo pri zastavni pravici na vrednostnih papirjih po SPZ v poštev prišla predvsem izvensodna prodaja z javno dražbo.⁷ Namen te določbe je varstvo zastavitelja, čigar interes je, da je predmet zastavne pravice unovčen pod najboljšimi pogoji. Pri tem bi lahko upoštevali tudi nekatere posebnosti denarnih terjatev, sploh če na trgu delujejo finančne organizacije, ki se ukvarjajo z odkupom nezapadlih terjatev (*factoring*). Za prodajo po tržni ceni bi lahko šteli prodajo finančni organizaciji, pri kateri se cena vrednostnega papirja (inkorporirane terjatve) določi glede na znesek glavnice, zmanjšan za običajne eskontne obresti in provizijo pri takšnih poslih.⁸ Na vsak način pa mora zastavni upnik pred prodajo vrednostnega papirja o svoji nameri obvestiti zastavitelja, prodaja pa se lahko opravi osmi dan po obvestilu. Nadalje je treba upoštevati, da so pravila o načinu izvedbe izvensodne prodaje kognentna in jih ni dopustno

⁵ Glej Juhart, v: Juhart, Tratnik, Vrenčur, Stvarnopravni zakonik s komentarjem, GV Založba, Ljubljana 2004, str. 788; Tratnik, v: Juhart, Tratnik, Vrenčur, Stvarno pravo, GV Založba, Ljubljana 2007, str. 507.

⁶ Gre za dispozitivno določbo in tudi med gospodarskimi subjekti je dopusten dogovor o sodni prodaji, vendar za kaj takšnega načeloma ni gospodarskega interesa. Glej Berden v: Juhart, Tratnik, Vrenčur, Stvarnopravni zakonik s komentarjem, GV Založba, Ljubljana 2004, str. 730.

⁷ Borzno ali tržno ceno ima po naravi stvari lahko samo generična stvar, kar pa je lahko samo serijski vrednostni papir.

⁸ Glej Juhart, v: Juhart, Tratnik, Vrenčur, Stvarnopravni zakonik s komentarjem, GV Založba, Ljubljana 2004, str. 789.

spreminjati v škodo zastavitelja. Takšna sprememba je nedopustna in nična (tretji odstavek 167. člena SPZ).

Če sklenemo, lahko ugotovimo, da so pravila SPZ o zastavni pravici na vrednostnem papirju bolj kot ne prilagojena samo materializiranim individualnim vrednostnim papirjem. Ker se serijski vrednostni papirji izdajajo v nematerializirani obliki in zanje velja posebna ureditev ZNVP, ureditev SPZ zadošča potrebam pravnega prometa.

3. Izvršitev zastavne pravice na nematerializiranem vrednostnem papirju

Uresničitev zastavne pravice na nematerializiranem vrednostnem papirju ureja 47. člen ZNVP in pri tem izhaja iz predpostavke, da so predmet zastavne pravice serijski vrednostni papirji. Ne glede na posebna pravila, ki urejajo način prodaje zaradi poplačila zastavnega upnika, pa je treba upoštevati tudi možnost, da je v serijskem vrednostnem papirju inkorporirana pravica terjatev na plačilo določenega zneska (dolžniški vrednostni papirji). V teh primerih je treba tudi zastavnemu upniku iz nematerializiranega vrednostnega papirja priznati možnost, da s poplačilom počaka do zapadlosti obveznosti iz zastavljenega vrednostnega papirja in da se poplača po tem, ko mu izdajatelj izpolni svojo obveznost. Tudi v tem primeru se smiselno uporabi 185. člen SPZ o pobotanju medsebojnih terjatev do višine nižje terjatve. Posebna ureditev zastavne pravice v ZNVP nikakor ne pomeni, da za zastavno pravico na nematerializiranem vrednostnem papirju ne bi smeli uporabiti splošnih pravil, kolikor ta seveda niso v nasprotju s posebnimi. Sploh zato, ker posebna pravila ZNVP niso popolna in urejajo le uresničevanje zastavne pravice, če so predmet nematerializirani vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

Če so predmet zastavne pravice nematerializirani vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, je način uresnitve poplačilne pravice podoben izvensodni prodaji zastavljene stvari. Predpostavke za takšno prodajo se začnejo že v fazi nastanka zastavne pravice, saj mora nalog za ustanovitev zastavne pravice vsebovati tudi navedbo člana klirinško depotne družbe, ki ga je zastavni upnik pooblastil za razpolaganje z zastavljenim vrednostnim papirjem za račun zastavnega upnika (4. točka prvega odstavka 44. člena ZNVP). Po zapadlosti zavarovane terjatve lahko zastavni upnik pristopi k uresnitvi prodaje zaradi poplačila. Tudi v tem primeru zakon ne določa roka, v katerem bi moral upnik po zapadlosti terjatve začeti prodajo. Prav čas prodaje pa je pri stvareh, ki imajo borzno ali tržno ceno, odločilnega pomena. Prodaja po najvišji ceni je v interesu obeh, zastavnega upnika in zastavitelja. Vprašanje je, ali lahko zastavitelj zahteva, da zastavni upnik izvede prodajo, če misli, da je ugodna priložnost. Na takšno pravico kaže določba 163. člena SPZ, ki daje takšno pravico zastavitelju že pred zapadlostjo zavarovane terjatve. Nobenega razloga ni, da tega pravila ne bi uporabili tudi pri zastavni pravici na nematerializiranih vrednostnih papirjih tako pred zapadlostjo zavarovane

terjatve kot tudi po njej. Neugoden pri uresničevanju pravice iz 163. člena SPZ pa je pogoj, da mora o takšni zahtevi odločiti sodišče, kar je pri spreminjajoči se ceni na organiziranem trgu premalo elastično in priložnost je lahko hitro mimo.

Zastavni upnik, ki želi izvensodno prodati zastavljene vrednostne papirje, mora o nameravani prodaji obvestiti zastavitelja. Obvestilo mora biti dano tako kot po splošnih pravilih osem dni pred prodajo. Dodaten pogoj pa je, da mora biti obvestilo poslano s priporočeno pošto (drugi odstavek 47. člena ZNVP). Spet pa ni natančneje določeno, kdaj po obvestilu je treba prodajo tudi izvesti. Namen minimalnega roka med obvestilom in izvedbo prodaje je varstvo dolžnika, ki s tem pridobi dodaten čas, v katerem lahko izpolni zavarovano terjatev, in tako lahko prepreči prodajo predmeta zastave.⁹ Zastavni upnik lahko opravi po svoji presoji, ko je priložnost na trgu ugodna. Pri tem ga veže splošna dolžnost, da pri prodaji doseže najugodnejše pogoje.¹⁰ Še posebej pa je ta dolžnost poudarjena pri izvršitvi zavarovanj, za katere velja ZFZ (glej v nadaljevanju). Štejemo lahko, da zastavni upnik svojo dolžnost skrbnega ravnanja doseže, če naroči prodajo zastavljenih vrednostnih papirjev s tržnim naročilom borznemu posredniku, tega pa veže najvišji standard skrbnosti, saj gre za delovanje na področju poklicne dejavnosti. V interesu zastavitelja je tudi določba, da mora zastavni upnik skupaj z nalogom za prodajo borznemu posredniku predložiti vsebino poslanega obvestila in dokazilo o oddaji priporočene pošte. Na ta način borzni posrednik lahko preveri, ali so izpolnjeni predpisani pogoji za izvedbo prodaje. Če ti niso izpolnjeni, borzni posrednik ne sme izvršiti naročila zastavnega upnika, sicer odgovarja za škodo, ki bi zaradi tega nastala zastavitelju.

Ob posebni ureditvi izvršitve poplačilne pravice v 47. členu ZNVP pa se postavlja nekaj vprašanj. Če je zastavljeno večje število vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, izvedba prodaje lahko presega običajno globino ponudbe in povpraševanja. To velja predvsem za delnice. Prav tako je mogoče, da se za večji paket delnic doseže višja cena, kot je cena na trgu, sploh če gre za kontrolni paket v delniški družbi. Postavlja se vprašanje, ali lahko zastavni upnik v takšnem primeru postopa drugače in delnice proda na drug način, kot je določeno v 47. členu ZNVP. Mislim, da ni nobenega razloga, da zastavni upnik v tem primeru ne bi ravnal po splošnih pravilih o prodaji zastavljene stvari. Pri tem je treba upoštevati pogoje za izvensodno prodajo ter postopati v skladu s pravili, ki zagotavljajo interes dolžnika. V praksi je ta problem manjši, ker ga ustrezno urejajo pravila ZFZ, ki veljajo za večino zavarovanj, pri katerih je predmet večji paket delnic.

⁹ Glej Berden, v: Juhart, Tratnik, Vrenčur, Stvarnopravni zakonik s komentarjem, GV Založba, Ljubljana 2004, str. 730.

¹⁰ Glej Berden, v: Juhart, Tratnik, Vrenčur, Stvarnopravni zakonik s komentarjem, GV Založba, Ljubljana 2004, str. 730.

Posebno pravilo se nadalje nanaša samo na vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Za nematerializirane papirje, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu, pa ZNVP ne določa nobenega posebnega pravila. To pomeni, da moramo uporabiti splošna pravila SPZ, za ta pa smo ugotovili, da so prilagojena značilnostim individualnih vrednostnih papirjev. Predvsem velja za te vrednostne papirje zastavnemu upniku priznati možnost, da zastavljene vrednostne papirje proda. Ker ti po definiciji nimajo tržne cene, jih mora zastavni upnik prodati na javni dražbi. Seveda pa lahko to stori samo, če so izpolnjeni pogoji za izvensodno prodajo. Drugače mora zahtevati, da prodajo odredi in izvede sodišče.

4. Izvršitev finančnih zavarovanj z vrednostnimi papirji

Izraz finančna zavarovanja lahko uporabimo za oznako posebnih pravil, ki veljajo za zavarovanje terjatev in ki temeljijo na Direktivi 2002/47 in v slovenskem pravnem sistemu na ZFZ. Gre za posebno (specialno) ureditev, ki velja ob splošnih pravilih za zavarovanje terjatev. Pri tem, vsaj v našem pravnem sistemu, ne gre za oblikovanje novih oblik, ampak za posebna pravila, ki nekoliko spreminjajo ali dopolnjujejo znane oblike. Finančna zavarovanja so določena po subjektih in predmetu.¹¹ Posebna pravila veljajo samo za pravna razmerja med določenimi subjekti, za katere lahko utemeljeno pričakujemo visoko stopnjo profesionalne skrbnosti in lahko domnevamo poštenost njihovega ravnanja. Zato lahko posebna ureditev finančnih zavarovanj ublaži kogentne določbe splošnih pravil, določene z namenom varstva šibkejše stranke v pravnem razmerju zavarovanja terjatev.¹² Druga značilnost finančnih zavarovanj je predmet, s katerim se zagotavlja zavarovanje terjatev. Predmet finančnih zavarovanj so predvsem vrednostni papirji (finančni instrumenti) in gotovina, ki pa v terminologiji finančnih zavarovanj nima oblike bankovcev in kovancev, ampak terjatev.

Finančna zavarovanja se lahko zagotavljajo v obliki zastavne pravice ali fiduciarnega prenosa, pri katerem prejemnik zavarovanja že ob ustanovitvi zavarovanja pridobi polno pravico na predmetu zavarovanja. Po naravi stvari gre za fiduciarno obliko zavarovanja, ki je v našem pravu dopustna in vsaj v osnovi tudi urejena z zakonskimi določbami. Ker gre pri vrednostnem papirju za prenos pripadnosti nosilca inkorporacije, je v tem pogledu fiduciarno zavarovanje z vrednostnimi papirji bližje fiduciarnemu prenosu lastninske pravice kot fiduciarnemu prenosu terjatve.

¹¹ Glej prvi odstavek 1. člena ZFZ, ki sicer govori o zavarovanjih na finančnih trgih, vsebinsko pa se nanaša na predmete iz 1. točke prvega odstavka 3. člena ZFZ (finančni instrumenti in gotovina).

¹² Belgijsko ustavno sodišče je za neustavno izreklo nekatere določbe zakona, ki je v nacionalni pravni red prenesel Direktivo 2002/47, kolikor so te veljale tudi za osebe, ki nimajo statusa trgovcev, ker naj bi bile določbe nesorazmerno v korist upnikov. Glej http://www.newsletter-nautadutilh.com/EN/xzine/banking_finance/belgian_constitutional_court_rules_that_the_financial_collateral_act_does_not_protect_netting_arrangements_entered_into_with_non-merchants.html?cid=48&xzine_id=4171.

Posebna ureditev finančnih zavarovanj predvsem razširja možnosti izvršitve poplačilnega upravičenja prejemnika zavarovanja in poleg klasične prodaje predmeta zavarovanja z namenom poplačila, na kateri temeljijo splošna pravila, dodaja še možnost zadržanja oziroma prisvojitve predmeta zavarovanja oziroma pobota. Bistveni namen finančnih zavarovanj je zagotavljanje hitrih in neformalističnih postopkov izvršitve zaradi zagotavljanja finančne stabilnosti in omejevanja učinkov neizpolnitve finančnih obveznosti.¹³ Zato v pravni ureditvi finančnih zavarovanj v ospredje stopa položaj upnika, pravni interes dolžnika pa je mogoče varovati tudi z drugimi sredstvi.

4.1. Prodaja predmeta zavarovanja zaradi poplačila oziroma določanje vrednosti zaradi zadržanja

Osnovna oblika izvršitve finančnih zavarovanj sta prodaja predmeta zavarovanja in poplačilo zavarovane terjatve z izkupička prodaje. Direktiva 2002/47 poudarja, da naj bo izvršitev zavarovanja neformalistična, s čimer se razume predvsem to, da za izvedbo poplačila ni potrebna sodna intervencija oziroma izvedba postopka pred katerimkoli drugim organom. Z neformalističnim načinom izvršitve zavarovanja razumemo, da izvede prodajo predmeta zavarovanja prejemnik zavarovanja sam, kar odgovarja izvensodni prodaji predmeta zastavne pravice v našem pravnem sistemu.

Nekaj razlik obstaja med prenosom lastninske pravice v zavarovanje kot fiduciarno obliko zavarovanja, pri kateri se na prejemnika prenaša pravica do predmeta zavarovanja, in zastavno pravico. Pri prodaji predmeta zastavne pravice mora zastavni upnik najprej obvestiti zastavitelja o nameravani prodaji in zastavljeno premoženje prodati na javni dražbi oziroma po borzni ali tržni ceni.¹⁴ Pri fiduciarnem prenosu lastninske pravice v zavarovanje pa se lahko o načinu prodaje zaradi poplačila vnaprej dogovorita prejemnik in dajalec zavarovanja. Dogovor je lahko sestavni del pravnega posla, s katerim se ustanovi prenos v zavarovanje. Če se stranki ne dogovorita o načinu izvedbe prodaje, veljajo splošna pravila o izvensodni prodaji predmeta zastavne pravice.¹⁵

Pri finančnih zavarovanjih je prejemnik zavarovanja razbremenjen vseh formalnosti pri izvedbi prodaje zaradi poplačila. Posebna pravila se seveda nanašajo na prodajo finančnih instrumentov kot predmeta zavarovanja. Prvi odstavek 8. člena ZFZ celo izrecno določa, da lahko prejemnik zavarovanja na primeren način izvensodno proda zastavljene finančne instrumente,

¹³ Glej točko 17 uvoda k Direktivi 2002/47.

¹⁴ Glej drugi odstavek 167. člena SPZ.

¹⁵ Tratnik, v: Juhart, Tratnik, Vrenčur, Stvarnopravni zakonik s komentarjem, GV Založba, Ljubljana 2004, str. 850.

ne da bi mu bilo treba o prodaji prej obvestiti dajalca zavarovanja, počakati s prodajo določen čas, opraviti javno dražbo ali pridobiti dovoljenje za prodajo.¹⁶ Določba se sicer nanaša na finančna zavarovanja v obliki zastavne pravice, vendar jo gre smiselno upoštevati tudi pri finančnih zavarovanjih, pri katerih je na prejemnika zavarovanja prenesena pravica na predmetu zavarovanja, kot to zahteva tudi Direktiva 2002/47. Splošni okvir prodaje vrednostnega papirja kot predmeta finančnega zavarovanja je določen s prvim odstavkom 5. člena ZFZ. Prejemnik zavarovanja mora prodati vrednostne papirje, ki so predmet zavarovanja, na primeren način kot dober strokovnjak glede na razmere na finančnem trgu. Normativni del Direktive 2002/47 načina prodaje podrobneje ne ureja, zato pa točka 17 uvoda govori o komercialno sprejemljivem načinu prodaje. Določba posebej poudarja tudi zahtevo, da se pri prodaji zaradi poplačila upošteva interes dajalca zavarovanja in drugih upnikov, ta pa se konkretizira v zahtevi, da se finančni instrument ne proda pod ceno, ki ustreza pošteni oziroma resnični tržni ceni.¹⁷ V tej smeri je treba razumeti tudi standard skrbnosti dobrega strokovnjaka. Vendar je pri tem treba upoštevati tudi druge okoliščine in predvsem interes prejemnika zavarovanja, da pride do hitrega in učinkovitega poplačila, kar je poudarjeno eden izmed namenov posebne ureditve. Rezultat prodaje finančnega zavarovanja zato ni nujno najvišja možna cena, ampak uravnoteženost interesov prejemnika za hitro poplačilo in interesa dajalca zavarovanja in njegovih drugih upnikov, da se doseže najvišja cena.¹⁸ Tudi v tem pogledu prihaja do različne prakse v pravnih ureditvah razvitih finančnih trgov. Tako nekateri primarno poudarjajo potrebo po takojšnji izvedbi prodaje tudi v primeru, ko gre za nestabilne razmere na finančnih trgih, drugi pa se v takšnih položajih zavzemajo za to, da naj prejemnik zavarovanja počaka, da postanejo razmere na finančnih trgih stabilnejše.¹⁹ Ta dilema seveda ostaja tudi v našem pravu, vendar se lahko strinjamo s stališčem, da je za prejemnika zavarovanja bistvenega pomena možnost, da učinkovito reagira na kršitev (praviloma neplačilo) dajalca zavarovanja.²⁰

V našem pravu ostaja tudi vprašanje načina izvedbe prodaje zaradi poplačila. Splošna pravna pravila vsaj delno urejajo samo položaj, ko so predmet zavarovanja finančni instrumenti, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Ta položaj ureja 47. člen ZNVP, ki določa, da lahko zastavni upnik proda zastavljeni vrednostni papir na organiziranem trgu po osmih dneh od dneva, ko je opozoril dolžnika – pa tudi zastavitelja, če to ni ista oseba –, da bo tako ravnal.

¹⁶ Določba v tem delu smiselno povzema četrti odstavek 4. člena Direktive 2002/47.

¹⁷ F. Murino, *Collateral Taker's Enforcement Rights and Collateral Provider's and Third Party Remedies in Security Financial Collateral Arrangements*, navaja, da v pravnih sistemih vodilnih finančnih trgov ponekod uporabljajo standard *fair market price* (ZDA), drugod pa *true market price* (Velika Britanija), pri čemer gre bolj za terminološko kot vsebinsko razliko.

¹⁸ Prav tam.

¹⁹ Primerjaj prav tam.

²⁰ J. Benjamin, F. Maher, *Lessons from Cukorova*, *Capital Market Law Journal*, Vol. 3, No. 2 (2008), str. 130.

Določba 5. člena ZFZ je v razmerju do te določbe specialnejša in kasnejša, zato je pri finančnih zavarovanjih ne kaže upoštevati. Pri finančnih zavarovanjih pridobi prejemnik zavarovanja polno razpolagalno sposobnost glede predmeta finančnega zavarovanja ob nastopu razloga za izvršitev že na podlagi zakona, zato mu ni mogoče nalagati bremena posebnega izkazovanja upravičenosti za izvedbo prodaje zaradi poplačila. Po mojem mnenju zadošča izjava prejemnika zavarovanja, da uresničuje prodajo zaradi poplačila, takšna izjava pa zavezuje tudi pooblaščenca za izvršitev naročila, ki je določen ob ustanovitvi zastavne pravice. Prejemnik finančnega zavarovanja mora predmet finančnega zavarovanja prodati zaradi poplačila na gospodarsko primeren način in pri tem ni nujno vezan na prodajo na organiziranem trgu, čeprav gre za finančni instrument, s katerim se trguje na organiziranem trgu. Le na takšen način je mogoče zadostiti zahtevam Direktive 2002/47 in 5. člena ZFZ po opustitvi sleherne formalnosti pri izvršitvi finančnega zavarovanja. Razumljivo tega problema ni pri fiduciarnem prenosu v zavarovanje, pri katerem ima prejemnik zavarovanja kot imetnik že po naravi stvari polno razpolagalno pravico. Zato je v pravni ureditvi finančnih zavarovanj razlika med fiduciarnim prenosom in zastavno pravico zmanjšana.

Direktiva 2002/47 v točki 17 uvoda posebej omenja tudi interes dajalca zavarovanja in drugih upnikov. Ta interes se izraža v tem, da mora prejemnik prodajo zaradi poplačila izvesti na primeren način, za kar lahko države članice pri implementaciji v nacionalne pravne sisteme določijo tudi sodni nadzor. ZFZ možnosti sodnega nadzora nad ravnanjem prejemnika zavarovanja pri izvršitvi prodaje zaradi poplačila ni predvidel, vendar ta izhaja iz splošnih pravnih pravil. V skladu s splošnimi pravili prejemnik zavarovanja odgovarja za doseganje standarda skrbnosti ravnanja in je odgovoren za vsako škodo, ki nastane kot posledica opustitve dolžne skrbnosti. Prejemnik finančnega zavarovanja mora pri izvrševanju prodaje zaradi poplačila ravnati z dolžno profesionalno skrbnostjo in prodajo izvesti na način, ki odgovarja gospodarskim razmeram na trgu. Če pri prodaji zaradi poplačila ne ravna z dolžno skrbnostjo, je dajalcu zavarovanja odgovoren za škodo, ki se kaže v razliki med ceno, ki bi jo dosegel s skrbno prodajo predmeta finančnega zavarovanja, in ceno, ki je bila dejansko dosežena. Dajalcu zavarovanja pa ne gre priznati drugih zahtevkov, ki bi oteževali način izvršitve finančnega zavarovanja, predvsem pa ne razveljavitve sklenjenih prodajnih pogodb ali njihove začasne zaustavitve ali celo prepovedi. Povedano kaže, da prejemnik finančnega zavarovanja prevzema tudi tveganja, povezana z uresničevanjem svoje pravice, kar je nujno posledica elastičnejšega pravnega položaja, ki mu ga zagotavlja posebna ureditev finančnih zavarovanj.

4.2. Prisvojitvev predmeta zavarovanja

Posebnost pravne ureditve finančnih zavarovanj je tudi možnost prisvojitve predmeta finančnega zavarovanja, ki jo določa drugi odstavek 4. člena Direktive 2002/47. V skladu z navedeno določbo je prisvojitvev predmeta zavarovanja mogoča, če stranki to možnost predvidita v

dogovoru o finančnem zavarovanju in če se obenem dogovorita tudi glede načina vrednotenja predmeta finančnega zavarovanja. Možnost prisvojitve se ocenjuje kot pomemben dejavnik, ki krepi pravni položaj in možnosti prejemnika zavarovanja.²¹ Prisvojitvev finančnega instrumenta je še posebej dobrodošla možnost v času nestabilnih finančnih trgov, če gre za slabo likvidne finančne instrumente, katerih prodaja v času, ko nastopijo pogoji za izvršitev zavarovanja, ni primerna.²² Določba je prenesena v drugi odstavek 8. člena ZFZ. Besedilo te določbe ne uporablja izraza »prisvojitvev«, ampak ga nadomešča z besedno zvezo »lahko [prejemnik zavarovanja] pridobi pravico na zastavljenem finančnem instrumentu (vrednostnem papirju)«. Pravilo je treba po mojem mnenju razlagati v povezavi z namenom Direktive 2002/47 in ZFZ. Prejemniku zavarovanja je treba priznati enostransko oblikovalno pravico (upravičenje), da na predmetu finančnega zavarovanja pridobi popolno pripadnostno pravico (lastništvo, imetništvo), ne da bi mu bilo treba izkazovati ali dokazovati obstoj te pravice v formalnih postopkih. Kot pri drugih oblikovalnih pravicah zadošča, da jo upravičenec izvrši z enostransko izjavo volje. Naslovnik izjave je zastavitelj finančnih instrumentov, pravna posledica izjave pa je, da v trenutku njenega učinkovanja finančni instrumenti preidejo iz premoženja zastavitelja v premoženje zastavnega upnika (prejemnika finančnega zavarovanja). V teoriji je nastop teh pravnih posledic enostaven, v praksi pa je izvedba prisvojitve bolj zapletena, saj je večina finančnih instrumentov vpisanih v registre in je dejanska in pravna upravičenost odvisna od izvedbe ustreznega vpisa. To velja tudi za slovensko ureditev nematerializiranih vrednostnih papirjev, saj zakon takšnega vpisa podrobneje ne ureja. Zato ni povsem jasno, kako bo lahko zastavni upnik to svojo pravico izkoristil. Če izhajamo iz pravnih posledic ustanovitve zastavne pravice na nematerializiranem vrednostnem papirju, lahko ugotovimo, da je ob tem določen član klirinško depotne družbe, ki ga je zastavni upnik pooblastil za razpolaganje z zastavljenim vrednostnim papirjem za račun zastavnega upnika (četrti odstavek 44. člena ZNVP). Ta pooblaščenec lahko izvrši prodajo zastavljenega vrednostnega papirja in zagotovi izpolnitev sklenjene prodajne pogodbe tako, da se vrednostni papir prenese na račun kupca v centralnem registru vrednostnih papirjev. Zato lahko ta pooblaščenec izvrši tudi prisvojitve vrednostnih papirjev kot predmeta finančnega zavarovanja, tako da na zahtevo zastavnega upnika prenese zastavljene vrednostne papirje na njegov račun v centralnem registru. Ob takšni zahtevi lahko pooblaščenec preveri, ali so za takšen prenos izpolnjeni pogoji, predvsem pa, ali je bil sklenjen dogovor iz 8. člena ZFZ.

²¹ Glej podrobneje: H. Ásgeirsson, Financial collateral arrangements, http://www.sedlabanki.is/uploads/files/MB034_6.pdf; G. Rusen, Financial Collateral Arrangements, *Journal of International Commercial Law and Technology*, Vol. 2, Issue 4 (2007), str. 253.

²² J. Benjamin, F. Maher, Lessons from Cukorova, *Capital Market Law Journal*, Vol. 3, No. 2 (2008), str. 131.

UDK 347.466:336.763

Pravni letopis 2013, str. 107–118

DR. MIHA JUHART

Zavarovanje terjatev z vrednostnimi papirji

Zavarovanje z vrednostnimi papirji je pomembna oblika zavarovanja terjatev. Primeren predmet zavarovanja so predvsem serijski vrednostni papirji, ki se v Sloveniji izdajajo v nematerializirani obliki. Zastavna pravica na takšnih vrednostnih papirjih nastane z vpisom v register. Zato je bistveno pravno vprašanje način uresničitve upnikove prednostne poplačilne pravice. Zastavni upnik ima pravico, da v primeru neplačila zavarovane terjatve izvensodno proda zastavljene vrednostne papirje. Pri materializiranih vrednostnih papirjih se pri tem smiselno uporabljajo pravna pravila, ki veljajo za ročno zastavo. Pri nematerializiranih vrednostnih papirjih pa pravila prisilne prodaje določajo predpisi, ki urejajo poslovanje z nematerializiranimi vrednostnimi papirji. Posebna pravila veljajo za zavarovanja, ki spadajo med finančna zavarovanja. Pri teh zavarovanjih ima zastavni upnik dodatno možnost, da namesto prodaje izvede zaseg vrednostnih papirjev po pošteni ceni. Pri izvrševanju poplačilne pravice in zasegu je učinek prepovedi komisornega dogovora nekoliko omiljen, kljub temu pa velja, da upnik z izvršitvijo zavarovanja ne sme biti obogaten.

Ključne besede: zastavna pravica, vrednostni papir, komisorna klavzula, finančna zavarovanja, izvršitev finančnega zavarovanja, nematerializirani vrednostni papirji.

UDC 347.466:336.763

Pravni letopis 2013, pp. 107–118

DR. MIHA JUHART

Collateral with Pledge of Securities

Collateral with pledge of securities is an important form of collateral in modern financial transactions. Especially stocks and bonds are very suitable object of pledge. In Slovenia stocks and bonds are obligatory issued as dematerialized security. The creditor obtains his right of pledge on dematerialized securities by the registration in the central register of dematerialized securities. Therefore the main legal issue is the execution of the creditor's right to reimbursement. In the case of paper (materialized) securities the creditor executes the sale of the pledged securities in the same way as movable property. The execution of pledge on dematerialized securities is especially regulated in the Book Entry Securities Act. Special rules apply for the financial collaterals subject to the Financial Collaterals Act. In case of the financial collaterals the creditor has an additional opportunity to seize the securities instead of executing the sale. In Slovenian Law the rules of pledge strictly prohibit the so called *Lex Commisoria Clause*. By the financial collaterals there are some exemptions from this strict rule. However, even in this case the creditor shouldn't be enriched by the execution of the collateral.

Keywords: pledge, security, *Lex Commisoria*, financial collaterals, execution of the financial collateral, dematerialized securities.