

Průběžná informační povinnost emitentů kotovaných cenných papírů

Kapitálový trh je místem, kde dochází mnohdy k velmi složitým transakcím, jejichž účastníky bývají nejen profesionální obchodníci, ale často i drobní investoři, kteří nejsou v souvisejících právních otázkách příliš fundovaní. Klíčovou podmínkou jeho efektivního fungování je jeho transparentnost, tedy dostupnost všech informací potřebných pro investiční rozhodování, a to způsobem, který nikoho z investorů nediskriminuje a nevytváří prostor pro zneužití informací. Proto také nabývá na významu ochrana subjektů kapitálového trhu. Čím více jsou subjekty informované, tím kvalitnější jsou totiž jejich investiční rozhodnutí. Mezi hlavními nástroji, s jejichž pomocí by mělo dojít k vybudování dobrého jména českého kapitálového trhu, jsou také informační povinnosti emitentů kotovaných cenných papírů.

Českou právní úpravu informačních povinností emitentů cenných papírů je možno považovat za velmi mladou. Její základy byly položeny v devadesátých letech zejména v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. Určité kodifikace jsme se dočkali až s příchodem zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, a to zejména k emitentům kotovaných cenných papírů. Dnes jsou tak všechny hlavní informační povinnosti emitentů obsaženy v zákoně č. 256/2004, o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů a vyhlášce ČNB č. 234/2009 o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci. Přínosem je i úřední sdělení ČNB jimž se vydává Metodika nakládání s vnitřními informacemi.

Nesmíme však zapomenout, že současná česká právní úprava vychází z komunitárního základu, kde v oblasti informačních povinností hrají významnou úlohu směrnice. Zejména pak směrnice Komise 2007/14/ES ze dne 8. března 2007, kterou se stanoví prováděcí pravidla k některým ustanovením směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

Je třeba si uvědomit, že náplní informační povinnosti emitentů cenných papírů není jen informování odborné či obecné veřejnosti o situaci emitenta. Je naopak často spojena s konkrétními úkony emitentů či jejich orgánů mající za úkol zajistit zejména konkrétní ochranu majitelů cenných papírů, věřitelů emitentů a jiných dotčených třetích osob.

Všeobecně k informační povinnosti emitenta cenných papírů

Na emitenty kotovaných cenných papírů klade právní řád obecně mnohem vyšší nároky, než na emitenty cenných papírů nekotovaných. Emitenti jednoduše musí počítat s tím, že na sebe berou i dlouhodobý závazek k širšímu poskytování informací o některých relevantních skutečnostech. Úprava v ZPKT ukládá emitentům kotovaných cenných papírů řadu informačních povinností, což je nutí buď periodicky, nebo průběžně, ad-hoc, podle toho, kdy nastoupí určitá relevantní skutečnost, uveřejňovat o sobě množství údajů. V prvním případě je soubor relevantních informací fixován ke stanovenému okamžiku, ve druhém případě je zajišťována průběžná aktualizace informací v okamžiku, kdy vznikají.

Pro zajištění jejich správnosti, úplnosti musí emitenti respektovat čtyři v § 121 uvedené obecné zákazy:

- zákaz používat nepravdivé, klamavé nebo zavádějící informace
- zákaz zamlčovat skutečnosti významné pro rozhodování investorů
- zákaz nabízet výhody, které nemohou zajistit
- zákaz poskytovat nekorektní informace o své hospodářské situaci

Průběžné informační povinnosti

Jejich hlavní odlišností od povinností periodických a také nejspíše důvodem zavedení je skutečnost, že periodicky zveřejňované informace velice rychle ztrácí na své aktuálnosti a stárnou. Pro investory jsou však často důležitější informace čerstvé, týkající se skutečností, jež mají schopnost ovlivnit kurz investičního nástroje. V ZPKT proto nově nacházíme řadu nových průběžných informačních povinností emitentů cenných papírů, které mají napomoci informovanosti a ochraně investorů.

Za asi nejdůležitější průběžnou informační povinností emitenta kotovaných cenných papírů se považuje povinnost uveřejnit tzv. vnitřní informace.

Zákon v návaznosti na předpisy Evropské unie ukládá emitentům finančních nástrojů povinnost uveřejňovat tzv. vnitřní informace, které mohou mít významný dopad na kurz, jinou cenu nebo výnos takového nástroje. Uveřejňování těchto informací je významnou složkou komunikace mezi společnostmi a investory a také mezi společnostmi a analytiky a novináři.

Těžiště naší právní úpravy s odkazem na směrnice o ochraně vnitřních informací a zneužití trhu nalézáme v ustanoveních ZPKT a vyhlášce ČNB č. 234/2009. Vymezuji pojem

vnitřní informace, její kvalitu a stanoví zejména povinnost emitenta uveřejnit vnitřní informaci neprodleně, způsob uveřejňování, podmínky pro odložení uveřejnění vnitřní informace a také povinnosti osob, které se s informací seznámí před jejím uveřejněním. Podle § 125 je emitent investičního nástroje povinen uveřejnit každou vnitřní informaci, která se ho přímo týká. Taková informace musí být srozumitelná a nesmí být zkreslená. Hlavním cílem průběžné informační povinnosti související s uveřejňováním vnitřních informací je poskytnout účastníkům trhu rychlou a především stejnou informaci, jakožto podklad pro jejich rozhodování.

Vnitřní informace

K tomu, co za vnitřní informaci považovat můžeme, a co již nikoli nám napomáhá zákon. Konkrétně je legální definice obsažena v ZPKT, kde se podle §124 za ni považuje **přesná** informace, která se přímo nebo nepřímo **týká investičního nástroje**, který byl přijat k obchodování na regulovaném trhu členského státu EU nebo o jehož přijetí k obchodování na regulovaném trhu členského státu EU bylo požádáno, **emitenta** takových investičních nástrojů nebo **jiné skutečnosti významné pro vývoj kurzu** či jiné ceny takového investičního nástroje nebo jeho výnosu, pokud tato informace **není veřejně známá** a pokud by poté, co by se stala veřejně známou, mohla významně ovlivnit kurz nebo výnos tohoto investičního nástroje. Jen a pouze taková informace, která kumulativně splňuje všechny uvedené znaky může být považována za informaci vnitřní.

Podmínka, že informace musí souviset s emitentem, s jeho investičním nástrojem či jinou skutečností významnou pro vývoj ceny nástroje znamená, že se tato může týkat buď pouze emitenta samotného, nebo samotného investičního nástroje, případně jich obou.

V návaznosti na definici bude považována informace za přesnou, pokud je jejím obsahem skutečnost, která nastala, kterou lze v budoucnu očekávat a lze ji s jistou určitostí považovat za skutečnost kurzotvornou. Informace je přesná, pokud je natolik určitá a spolehlivá, že na jejím základě se může investor rozhodovat s podstatným snížením rizika nesprávnosti informace. Příkladem takové informace je třeba zpráva, že kótovaná společnost jedná o převzetí jiné společnosti, přestože zatím konečné rozhodnutí nepadlo a k převzetí třeba ani nedojde. Tady vidíme, že podmínkou přesnosti informace není její úplnost. Naopak přesnou informací nejsou dohady, fámy a nepodložené spekulace.

Skutečnost s kurzotvornou potencialitou je spornou a stále nevyřešenou otázkou. Neexistuje zatím žádný procentuální kritériální rámec. Interpretace tohoto pojmu tak zůstává na úvahách rozhodovacího orgánu pro každý konkrétní případ. Jedná se zejména o informace,

které se přímo dotýkají emitenta, jeho hospodářské situace a vyhlídek do budoucna. Mohou to být i pokyny k obchodování zadané typicky obchodníkovi s cennými papíry nebo investičnímu zprostředkovateli.

Samotná definice i její rozbor by však pozbyl významu, pokud by nebylo nalezeno ono kritérium, podle kterého budeme posuzovat zda daná informace ještě spadá do oblasti informací vnitřních, nebo zda se již jedná o informace jiné. Tímto kritériem je postavení tzv. **průměrně rozumného investora**. Stanovení takového kritéria je pro praxi důležité z několika pohledů. Z pohledu znaku veřejné (ne)známosti je to třeba chápat tak, že informace není známa veřejnosti, která se o dění zajímá či se v něm alespoň nějak angažuje. Jinak by to totiž mohlo vést k takové absurdní skutečnosti, že by za vnitřní informace bylo považovány informace jednoduše široké veřejnosti neznámé. Další význam kritéria průměrně rozumného investora vyplývá z pohledu reflektujícího ochranu jistě ne nepočetné skupiny „investorů laiků“, totiž, že nelze za vnitřní informace považovat pouze takové, které by byly významné jen pro odbornou veřejnost, ale naopak i takové, které jsou relevantní pro každého běžného investora bez nadstandardních odborných znalostí.

Je třeba také odlišovat vnitřní informace od povinnosti mlčenlivosti o důvěrných informacích, jejichž prozrazení by mohlo společnosti způsobit škodu. Jejich rozlišení bude často velmi obtížné a především závislé na konkrétních okolnostech. Za konkrétní případy vnitřních informací je možno +/- považovat informace o fúzi, o získání významných podílů, o personálních změnách či významných soudních sporech.

Zveřejnění vnitřní informace

V České republice jsou emitenti povinni uveřejnit vnitřní informace vždy současně na dvou místech. Emitent finančního nástroje je povinen každou vnitřní informaci, která se ho přímo týká, neprodleně uveřejnit, tedy umístit v úplném znění na své internetové adrese a současně uveřejnit v celostátně distribuovaném deníku, prostřednictvím agentury, která se šířením informací o kapitálovém trhu zabývá nebo prostřednictvím hromadně a pravidelně navštěvovaného finančního serveru (v posledním jmenovaném případě může emitent uveřejnit i jen odkaz na svou internetovou adresu, na které je tato informace uveřejněna). Pouhé zpřístupnění informace ji nečiní veřejně známou. Není však zapotřebí, aby ji subjekty skutečně znaly, stačí, že měly možnost se s ní seznámit. Základním požadavkem je, aby byly uveřejněné informace dostupné investorům snadno, rychle a způsobem, který nevýhodňuje některé investory před jinými.

Emitent musí zajistit, aby informace, které uveřejňuje, byly co neúplnější a byly formulovány nestranně. Porušením těchto povinností se emitent může dopustit správní delikt, přičemž mu může být uložena pokuta až do výše 10 milionu korun.

Rovnoměrné šíření informací

Vnitřní informace uveřejňované společností by měly být šířeny rovnoměrně. To znamená, že stejná informace by měla být ve stejný okamžik zaslána (v elektronické podobě) České národní bance, organizátorům regulovaných trhů, na nichž jsou finanční nástroje emitenta přijaty k obchodování, a zároveň uveřejněna. Při uveřejňování informací je nutné, aby všem investorům byly poskytnuty informace po obsahové stránce shodné ve stejném čase. Nelze například akceptovat, aby společnost, jejíž akcie na majitele jsou kotované, a která zároveň vydala nekotované akcie na jméno, upřednostňovala při uveřejňování informací vlastníky akcií na jméno např. tím, že ti obdrží informace podrobněji rozpracované či komentované, zatímco ostatní investoři budou pouze upozorněni, že informace jsou k dispozici

Odložení informační povinnosti

Existuje zákonná výjimka zakotvená v § 125/2 ZPKT, kdy za kumulativního plnění stanovených podmínek, má emitent možnost odložit uveřejnění vnitřní informace. Mezi tyto podmínky zákon řadí existenci závažných důvodů, neuveřejněním informace nebude veřejnost klamána, emitent je schopen zajistit důvěrnost této informace, odložení uveřejnění vnitřní informace s uvedením důvodu a jejího obsahu emitent neprodleně oznámí ČNB. Pravidla odkladu jsou obsažena v §3 vyhlášky ČNB č. 234/2009 o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci.

Za rozhodnutí o odložení uveřejnění vnitřní informace odpovídá emitent. Jedná se zejména o informace o probíhající jednání, pokud by uveřejnění vnitřní informace ohrozilo jeho výsledek nebo řádný průběh, o informace o výsledcích probíhajícího výzkumu, jejichž uveřejnění by celý proces ohrozilo.

Samotné závažné důvody přitom k odložení uveřejnění vnitřní informace nestačí, pro odložení je vždy zapotřebí, aby tím nebyla klamána veřejnost a emitent zajistil důvěrnost informace, tj. zabránil jejímu nekontrolovanému šíření. Pokud emitent zjistí, že informace přesto unikla, nelze její uveřejnění odkládat

Ostatní průběžné povinnosti emitenta

Kromě vnitřních informací je emitent povinen uveřejňovat některé další informace podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Další povinnosti emitenta kotovaných cenných papírů jsou obsaženy v § 120 KPT, který ukládá uveřejňování všech změn práv vztahujících se ke kótovanému cennému papíru (bez ohledu na to, zda jde o změnu kurzotvornou), informování o skutečnostech významných pro ochranu investorů nebo pro řádné fungování trhu, dále uveřejňování informací o svolání valné hromady, každé změny svých stanov výplatě dividendy, ale také o přijaté půjčce nebo úvěru, vydání nových akcií, svolání schůze vlastníků dluhopisů atd.

Tyto informace mohou být současně vnitřními informacemi a často jimi budou. Úprava v těchto zvláštních případech však má přednost před úpravou vnitřních informací, což se týká především (ne)možnosti odkládat její uveřejnění. Informaci, která naplňuje znaky vnitřní informace, ale současně je zmíněna v § 120, je emitent povinen uveřejnit vždy neprodleně.

Osoby, které mají přístup k vnitřním informacím a jejich povinnosti

Emitent je v souvislosti s ochranou vnitřních informací povinen vést seznamy osob, které mají přístup k vnitřním informacím. Bližší informace stanoví § 5 vyhlášky ČNB č.234/2009. Jde o osoby, jimž emitent vnitřní informace sám zpřístupňuje: jeho vedení, zaměstnanci a osoby vykonávající pro emitenta činnost na základě smlouvy, typicky auditor nebo advokátní kancelář

Přestože zákon požadavkem neprodleného uveřejnění všech přímých vnitřních informací riziko jejich zneužití podstatně omezuje, může nastat prodlení mezi vznikem informace a jejím uveřejněním. není podstatné, z jakého důvodu k prodlení došlo.

Zákon označuje osoby, které znají vnitřní informace v tomto mezidobí, jako zasvěcené osoby (§ 124 odst. 3 ZPKT). Jsou jimi všichni, kdo vnitřní informací disponují a vědí nebo mohou vědět, že se jedná o vnitřní informaci.

Zasvěcené osoby mají ve vztahu k vnitřní informaci tři povinnosti:

- a) mlčenlivost a zamezení přístupu k vnitřní informaci jiné osobě
- b) zákaz činit přímá či nepřímá investiční doporučení týkající se finančních nástrojů, kterých se informace týká;
- c) zákaz takový finanční nástroj zcizit nebo jej nabýt nebo se o jeho nabytí či zcizení

pokusit (lhostejno zda přímo nebo nepřímo, zda na účet svůj nebo účet třetí osoby).

Zatímco zákaz činit doporučení platí absolutně, zákaz nakládání s příslušným finančním nástrojem je prolomen v případě plnění smluv uzavřených před získáním vnitřní informace. Mlčenlivost se neuplatní v případě, kdy je poskytnutí informací součástí běžné činnosti dané osoby, její povinnosti nebo zaměstnání.

Zákon tedy neomezuje transakce zasvěcených osob; nic nebrání tomu, aby člen představenstva obchodoval s akciemi vydanými společností, ve které působí. Zakázáno je až využití důvěrné informace, ať už tak, že zasvěcenec na svůj nebo cizí účet nabude investiční nástroj, kterého se vnitřní informace týká. Zakázaný je i pouhý pokus o takové zneužití vnitřních informací. K tomu se váže i specifická povinnost takových osob, respektive osob jí blízkých, zasílat ČNB oznámení o transakcích prováděných na jejich účet, a to do 5 pracovních dnů od uskutečnění. Jedná se o tzv. manažerské dohody zakotvené v § 125/5 ZPKT.

Závěr

Průběžná informační povinnost je tedy považována se velmi důležitou. Směřuje k přímé ochraně investora a jeho investic, umožňuje a zajišťuje transparentnost trhu. V Českém právním prostředí bych vyzvedl činnost ČNB, která ať už prostřednictvím různých komentářů, metodických pokynů či důvodových správ napomáhá pochopení celé problematiky a vyjasnění sporných otázek. Vše je navíc přehledně dostupné na jejích internetových stránkách, což může být zejména pro praxi velmi přínosné.