

# Konsolidace evropského kapitálového trhu a její odraz v českém právu

Josef Kotásek

## Tvorba evropské legislativy v oblasti kapitálových trhů

Evropský kapitálový trh prochází v současné době dynamickým procesem integrace, jejímž cílem je odstranění fragmentace finančních trhů a mobilizace úspor na evropské úrovni. Harmonizace právních úprav kapitálového trhu v rámci EU je jednou ze základních priorit EU a je prováděna především prostřednictvím směrnic. Charakter směrnic s relevancí pro finanční trhy, jakož i mechanismus jejich vydávání doznal v posledních pěti letech velkých změn. V roce 2001 se stala jednou z priorit Lisabonského procesu integrace finančních trhů. Pomalý postup při naplňování akčního plánu vedl potom k ustavení tzv. Výboru moudrých (Comité of Wise Men)<sup>1</sup>. Rada téhož roku na svém stockholmském zasedání přijala doporučení tohoto výboru, podle něhož by se v budoucnu neměly směrnice zaměřovat na detailní otázky a problémy. Měly by být formulovány obecněji s tím, že podrobnější úprava zůstane přenechána prováděcím předpisům Evropské komise (vydáváním podle čl. 202 SES). Následným schválením uvedeného reformního postupu Evropským parlamentem v roce 2001 byl položen základ tzv. Lamfalussyho procedury<sup>2</sup>.

Jde o čtyřstupňový proces tvorby (zejména prováděcích) právních předpisů v oblasti kapitálového trhu a zajištění jejich transpozice do práva členských států. Vychází z výše zmíněné zprávy tzv. Výboru moudrých z roku 2000. V prvním stupni jsou Evropskou Radou a Parlamentem vydávány rámcové předpisy. Evropská komise v souladu s principy spolurozhodování přijímá návrh rámcové směrnice resp. nařízení, přičemž rámcová právní úprava definuje oblasti budoucí prováděcí právní úpravy schvalované Evropskou komisí.

Ve druhém stupni Lamfalussyho procedury Evropská komise uděluje mandát CESR (Výboru evropských dozorových orgánů nad kapitálovým trhem)<sup>3</sup> k vypracování technického návrhu prováděcího předpisu (směrnice či nařízení). Ten následně připraví technický návrh prováděcího předpisu a předloží jej Komisi. Zpracovaný návrh je následně předmětem diskuse v Evropském výboru pro cenné papíry, European Securities Committee (ve zkratce „ESC“)<sup>4</sup>. Komise na základě technického návrhu CESR zpracuje návrh prováděcího opatření, který předloží ESC<sup>5</sup>. Paralelně je informován parlament, který by v případě, že by návrh prováděcího předpisu překročil rozsah zmocnění stanovený rámcovou právní úpravou, přijal příslušnou negativní rezoluci. V závěru druhého stupně Lamfalussyho procedury přijímá Komise návrh prováděcího předpisu.

<sup>1</sup> V jeho čele byl bývalý guvernér belgické centrální banky Alexander Lamfalussy.

<sup>2</sup> Viz [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/lamfalussy\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/lamfalussy_en.htm)

<sup>3</sup> Viz <http://www.cesr-eu.org>.

<sup>4</sup> Evropský výbor pro cenné papíry byl zřízen rozhodnutím Evropské komise ze dne 6. června 2001 (2001/528/EC). Evropská komise přijala rozhodnutí o zřízení ESC v souladu s rezolucí Evropské rady (Stockholm, 23. - 24. března 2001) o efektivnější regulaci evropského trhu s cennými papíry. Vznik výboru ESC doporučil také Výbor moudrých. Blíže viz [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/esc/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/esc/index_en.htm).

<sup>5</sup> Rozhodnutí EK 2001/528/EC o zřízení ESC založilo mandát ESC jako poradního výboru v oblasti cenných papírů. Procedurální pravidla pro jednání ESC stanoví Směrnice EP a Rady 2003/6/EC o zneužívání trhu a rozhodnutí Rady 1999/468/EC stanovující postupy pro realizaci kompetencí delegovaných na EK (zakládá mandát ESC jakožto regulatorního výboru v oblasti cenných papírů). Rozhodnutí EK 2004/8/EC (novela rozhodnutí 2001/528/EC) rozšířilo pravomoc ESC také o oblast kolektivního investování.

Ve třetím stupni vydává Komise metodické materiály a standardy týkající se aplikace předpisů v členských zemích. Význam zde mají zejména konzultace v rámci Evropského výboru pro cenné papíry a Výboru evropských regulátorů trhu cenných papírů. CESR vydává doporučení ve věci výkladu prováděcích předpisů a metodické pokyny a analyzuje dozorovou praxi ve členských státech.

Podstatou čtvrtého, posledního stupně je kontrola implementace v členských státech EU a koordinace dozorových činností mezi příslušnými orgány. Komise průběžně hodnotí stav transpozice a implementace evropské legislativy do národních právních řádů.

Všechny nové komunitární předpisy týkající se kapitálového trhu (směrnice o zneužití trhu, o prospektu, směrnice o transparentnosti a směrnice MiFID<sup>6</sup>) jsou vydávány v rámci výše uvedené procedury.

## **Principy a trendy komunitární právní úpravy vybraných oblastí kapitálového trhu a jejich dopady na české právo**

### **1. Kolektivní investování**

V roce 1985 byla přijata Směrnice Rady 85/611/EHS, o koordinaci předpisů týkajících se jednotek kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (označovaná jako UCITS). Je základem právní úpravy kolektivního investování. Jejím účelem bylo podřídit otevřené fondy kolektivního investování investující do převoditelných cenných papírů jednotné regulaci ve všech členských státech. Dle svého čl. 1 se směrnice vztahuje na podniky kolektivního investování do převoditelných cenných papírů („*undertakings for collective investment in transferable securities*“ – UCITS) situovaných na území členských států evropských společenství. Směrnice rozděluje dosud existující fondy kolektivního investování na dvě skupiny – na skupinu fondů kolektivního investování splňujících podmínky stanovené směrnicí (UCITS) a na skupinu fondů kolektivního investování, které požadavky směrnice z jakéhokoli důvodu nespĺňují. Zatímco právní úprava první z těchto skupin je tak harmonizována na komunitární úrovni, regulace druhé skupiny je nadále ponechána ve výlučné pravomoci každého členského státu. Směrnice mj. předpokládá zavedení institutu „jednotného evropského pasu“ pro fondy kolektivního investování a investiční společnosti. Směrnice byla vícekrát novelizována; zásadní byly změny v roce 2001 po přijetí směrnice č. 2001/107/ES a směrnice č. 2001/108/ES.

Direktiva byla do našeho práva transponována zákonem o kolektivním investování č. 189/2004 Sb., který nabyl účinnosti dne 1. května 2004 a který byl podstatně novelizován zákonem č. 224/2006 Sb. Po přijetí zákona o finančních konglomerátech, tzv. technické novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu a integraci dohledu nad finančním trhem do České národní banky, šlo o další – a rozsahem největší – změnu právní úpravy kolektivního investování<sup>7</sup>. Krom regulace tzv. černého kolektivního investování doznala zásadních změn zejména úprava speciálních fondů kolektivního investování (jak bylo uvedeno výše, nepodléhá ale tato oblast harmonizaci v rámci EU).

Zůstává ovšem největší nedostatek české právní úpravy – zákon stále nezná otevřené formy kolektivního investování s právní subjektivitou (chybí tedy jakési české SICAV). Veřejné nabízení cenných papírů speciálního fondu v ČR navíc naráží na formální překážky; ČNB připustí podle § 58 a 59 zákona o kolektivním investování na naše území pouze produkty otevřených fondů. Pro uzavřené fondy je cesta na náš trh zatím uzavřena, což ostře koliduje se svobodou

<sup>6</sup> K tomu viz dále.

<sup>7</sup> Blíže k nové právní úpravě kolektivního investování Pibera, V., Šebestová, A. Nová právní úprava kolektivního investování. Právní rozhledy, 2006, č. 14, s. 499an. Viz také Dědič, J., Čech, P. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řady vady vyžadují jejich rychlou novelizaci, Právní zpravodaj 2004, č. 6, s. 1- 7.

pohybu<sup>8</sup>. Navíc přetrvávají některé formálně legislativní nedostatky právní úpravy. Legislativní vývoj na úseku kolektivního investování tak zcela jistě není ukončen, neboť zatím nebylo dosaženo plné harmonizace.

## 2. Investiční služby

Směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů ve znění směrnic 95/26/ES, 97/9/ES a 2000/64/ES (*ISD – Investment services directive*) měla za cíl zavedení jednotných požadavků na obchodníky s cennými papíry, sjednocení rámce poskytování investičních služeb ve všech členských státech evropských společenství, ochranu investorů a kapitálového trhu. Směrnice tím přispěla k vytvoření jednotného evropského trhu a naplnění základních svobod, když umožnila investičním firmám bezbariérové podnikání v dalších členských státech na základě tzv. evropského pasu. Vystřídává ji směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů (*Markets in Financial Instruments Directive/MiFID*)<sup>9</sup> - srov. čl. 69 této směrnice.

Směrnice MiFID účinná od 30. dubna 2004, je jednou ze zásadních směrnic přijatých v rámci Akčního plánu pro finanční služby Evropské unie. Členské státy EU by měly zavést nová pravidla do svých právních řádů do 31. ledna 2007 a aplikovat je od 1. listopadu 2007. Nová evropská právní úprava oblasti poskytování investičních služeb přináší významné změny oproti stávající právní úpravě. České subjekty poskytující služby na kapitálovém trhu se tak v souvislosti s implementací MiFID a jejích prováděcích opatření musí připravit na podstatné posuny oproti stávající regulaci, a to v dostatečném předstihu před 1. listopadem 2007.

Nové předpisy přinášejí významné změny do podnikání v oblasti kapitálového trhu. Jde především o zpřísnění požadavků na provoz a organizaci podniku obchodníka s cennými papíry a na jednání ve vztahu k zákazníkům. Nová úprava vychází mj. z rozdílné koncepce investičních služeb a investičních nástrojů. Poskytování investičních služeb a činností je vyhrazeno pouze obchodníkům s cennými papíry a rozšiřuje se výčet hlavních investičních služeb a činností, k jejichž poskytování budou oprávněni jen obchodníci s cennými papíry. Poradenství se stane novou hlavní investiční službou. Ke změnám dojde také v kategorizaci zákazníků obchodníka (*retail clients, professional clients*) a s tím spojeném režimu a rozsahu jejich ochrany<sup>10</sup>.

Velkou změnou bude také zavedení tzv. vícestranného (alternativního) obchodního systému (*multilateral trading facility*). Poprvé jsou tedy harmonizovány podmínky pro provozování této obchodní platformy, kterou české právo nezná a která vedle dosavadních organizovaných trhů (burzy a RM-S) představuje další alternativu obchodování na kapitálovém trhu. MiFID stanoví několik zásadních kritérií, která bude muset alternativní obchodní systém splňovat, bližší podrobnosti upraví příslušné prováděcí nařízení<sup>11</sup>. Jak již bylo uvedeno, MiFID stanoví pouze všeobecná pravidla; přesné technické detaily budou upraveny prováděcími právními předpisy, které budou k dispozici nejdříve koncem roku 2006. Z tohoto důvodu došlo k

<sup>8</sup> Blíže Čech, P. Revize právní úpravy kolektivního investování – těžký porod nemocného dítěte. Právní zpravodaj, 2006, č. 8, s. 7an.

<sup>9</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS, směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a zrušení směrnice Rady 93/22/ES.

<sup>10</sup> Blíže Seyfried, T. Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) – Neuordnung der Wohlverhaltensregeln. Wertpapiermitteilungen, 2006, č. 29, s. 1375an.

<sup>11</sup> Na zasedání ESC dne 26. června 2006 schválily členské státy dva návrhy prováděcích právních předpisů k MiFID. Řešení technických otázek ponechává směrnice MiFID právě na prováděcích opatřeních EK tak, aby evropská legislativa byla schopna pružněji reagovat na inovace finančních trhů. Schválená opatření představují návrh prováděcí směrnice, která upravuje organizační požadavky a provozní podmínky pro obchodníky s cennými papíry, a dále návrh prováděcího nařízení, které upravuje povinnosti obchodníků s cennými papíry uchovávat záznamy a hlásit obchody. Konečné schválení návrhů Evropskou komisí se předpokládá na podzim 2006.

posunutí termínů transpozice<sup>12</sup>. Transpozice MiFID představuje v současnosti největší aktuální výzvu pro naše právo. Práce na relevantních předpisech jsou ovšem teprve v počátečním stadiu, když Ministerstvo financí doposud publikovalo k diskusi pouze vybranou část nové právní úpravy<sup>13</sup>. Snahu ministerstva o komunikaci s účastníky kapitálového trhu již v průběhu přípravných legislativních prací lze hodnotit velmi pozitivně.

Jednu z kontroverzí nové směrnice představují rozsáhlé informační povinnosti obchodníka s cennými papíry. Ty jsou velmi komplexní a jejich cílem je zajistit maximální možnou míru transparentnosti obchodů, ať již před provedením transakce, nebo po ní<sup>14</sup>. Rozsah publikačních povinností je předmětem kritiky zahraniční odborné literatury<sup>15</sup>, navrhuje se proto přenechat část informačních povinností samoregulačním mechanismům. Podobné tendence lze očekávat i v České republice.

### 3. Transparentnost kapitálových trhů

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být uveřejněny, ve znění směrnic 2003/6/ES, 2003/71/ES a 2004/109/ES je též někdy označována jako „transparentní“. Stanovovala podmínky pro přijímání jednotlivých druhů cenných papírů a informační povinnosti emitenta a dalších účastníků. V současné době je z ní ale torzo, a to vlivem novelizačních směrnicemi o prospektu a směrnicí o harmonizaci požadavků na průhlednost týkající se informací o emitentech.

Koncem roku 2004 byla publikována Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkající se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES. Direktiva stanoví požadavky týkající se uveřejňování periodických i průběžných informací o emitentech, jejichž cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Mj. se upravují požadavky na výroční a pololetní zprávu (čl. 4 a 5).

Na rozdíl od dřívějších úprav se nová směrnice neomezuje na vybrané segmenty kapitálových trhů. Publikační povinnosti mají dopadat na všechny účastníky regulovaných trhů. Z pohledu českého práva to znamená nutnost novely příslušných ustanovení zákona o podnikání o kapitálovém trhu, který vychází – v rozporu se směrnicí z rozdělení na oficiální a ostatní trhy (srov. § 38 PKT). Změny bude muset doznat také úprava oznamovací povinnosti o významných účastech v PKT, neboť směrnice snižuje primární práh vzniku publikační povinnosti. Prahy se budou počítat bez ohledu na to, zda jsou některá hlasovací práva sistována, a to vzhledem

---

<sup>12</sup> Viz Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES ze dne 5. dubna 2006, kterou se mění směrnice 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů, pokud jde o některé lhůty.

<sup>13</sup> Ministerstvo financí v rámci prací na přebírání evropské legislativy finančního trhu připravilo první z řady konzultačních materiálů ke směrnici o trzích finančních nástrojů (tzv. MiFID) a příslušné prováděcí směrnici. V souvislosti se záměrem zkvalitnit legislativní proces přichází ministerstvo s postupem, kdy nejprve publikuje konzultační materiály k veřejné diskusi a teprve poté přikročí k tvorbě transpozičních novel. Tento postup umožňuje, aby účastníci trhu, dohled ČNB a odborná veřejnost mohli vznášet zásadní připomínky a náměty již v průběhu přípravných prací, a nikoliv pouze připomínkovat finální text novely. Tento postup také napomáhá dotčeným účastníkům trhu předvídat změny při jejich přípravě na nový režim. Konzultační materiál, který je k dispozici na internetových stránkách ministerstva, uvádí první tematický okruh týkající se pravidel jednání ve vztahu k zákazníkům. V průběhu podzimu na něj naváže několik konzultačních materiálů k dalším tematickým okruhům upravovaných zmiňovanými směrnicemi např. otázky tržní infrastruktury či vymezení základních pojmů. Blíže viz [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/kapitalovy\\_trh\\_28033.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/kapitalovy_trh_28033.html).

<sup>14</sup> Srov. např. čl. 29 a 44 (publicita ex ante) a čl. 30 a 45 (publicita ex post) MiFID.

<sup>15</sup> Kumpan, Ch. Transparenz als Mittel der Kapitalmarktregulierung. Wertpapiermitteilungen, 2006, č. 17, str. 797an.

k souhrnu všech hlasovacích práv ze všech druhů akcií a dále zvláště pro jednotlivé druhy (čl. 9 odst. 1 druhý pododstavec Směrnice)<sup>16</sup>. Změna české úpravy zde bude nezbytná.

#### 4. Zneužití trhu

Klíčové postavení v oblasti zneužití trhu zaujímá směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužití trhu)<sup>17</sup>. Tato nová „sběrná“ směrnice<sup>18</sup> v sobě slučuje pod pojmem „zneužití trhu“ (*market abuse, Marktmissbrauch*) úpravu zneužívání vnitřních informací na kapitálovém trhu a jeho manipulace (druhá uvedená oblast zatím nebyla na evropské úrovni nijak regulována). Vychází se z toho, že transakce zasvěcených osob a manipulace s trhem brání transparentnosti trhu, která je nezbytným předpokladem pro operace investorů a dalších účastníků na kapitálovém trhu. Směrnice mj. v čl. 1 vymezuje pojem vnitřní informace<sup>19</sup> (*inside information*) a předpokládá zákaz jejího využití, ať již jde přímo o transakce (čl. 2) nebo „jen“ její sdělení jiné osobě (čl. 3). Kromě toho mají emitenti finančních nástrojů vnitřní informaci co nejdříve uveřejnit (čl. 6). Směrnice rovněž definuje pojem „manipulace“ (čl. 1 odst. 2) a předpokládá její zákaz s výjimkami pro programy odkupu vlastních akcií a péče o kurs (stabilizace).

Na výše uvedenou směrnici o zneužití trhu navazuje směrnice Komise 2003/124/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice 2003/6/ES, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem. Blíže vymezuje obě skutkové podstaty zneužití trhu, a to bližší definici vnitřní informace (čl. 1) či jednotlivých metod manipulace (čl. 4 a 5). Kromě toho upravuje také prostředky a lhůty pro publikaci vnitřních informací a předpoklady odložení publikace vnitřních informací (čl. 3)

Druhá prováděcí směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice 2003/6/ES, pokud jde o poctivé předkládání investičních doporučení (*presentation of investment recommendations*) a uveřejňování střetu zájmů (*disclosure of conflicts of interests*) vychází z premisy, že integrita trhu žádá, aby prezentace informací doporučujících nebo navrhuje investiční strategii odpovídala zvýšeným nárokům na nestrannost, poctivost a průhlednost. V první řadě se vychází z toho, že má být známa identita autorů doporučení (čl. 2). Směrnice pak stanoví obecná pravidla pro poctivou prezentaci doporučení (čl. 3) a doplňuje je o další pravidla pro osoby, jejichž hlavní podnikatelskou činností je vypracování doporučení. Předpokládá se také zavedení obecných pravidel pro uveřejňování zájmů a střetu zájmů (čl. 5 – 6). Směrnice také věnuje pozornost šíření investičních doporučení (čl. 7 – 9).

Nařízením Komise č. 2273/2003, ze dne 22. prosince 2003 se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizaci finančních nástrojů. Směrnice o zneužití trhu (2003/6/ES) v čl. 8 předpokládá výjimky z obecného zákazu zneužití trhu (zejména manipulace) pro obchody s vlastními akciemi v rámci programů „tzv. zpětného odkupu“ a nebo obchody za účelem stabilizace finančního nástroje. Nařízení v souladu s tímto článkem stanoví bližší podmínky, které musí splňovat programy zpětného odkupu (čl. 3 – 6) a postupy stabilizace (čl. 7 – 11)<sup>20</sup>.

Radu prováděcích předpisů ke směrnici o zneužití trhu ještě rozšířila směrnice 2004/72/ES ze dne 29. dubna 2004, kterou se provádí směrnice 2003/6/ES, pokud jde o přijatelné tržní praktiky, vymezení vnitřní informace ve vztahu ke komoditním derivátům, vedení seznamů zasvěcených osob, hlášení vlastních obchodů s cennými papíry a hlášení podezřelých transakcí. V čl. 2 precizuje faktory, které je třeba zohlednit při hodnocení přijatelnosti tržní

<sup>16</sup> Srov. Dědič, J., Čech, P. Obchodní právo po vstupu ČR do EU. 2. vydání, Polygon 2005, s. 254.

<sup>17</sup> V originále „Directive on insider dealing and market manipulation (market abuse)“.

<sup>18</sup> Dosavadní směrnice o využívání vnitřních informací (89/592/EHS) byla zrušena.

<sup>19</sup> V publikovaném překladu se hovoří o „důvěrných informacích“.

<sup>20</sup> Viz také Čech, P. Nařízení EK o podmínkách přípustného nabývání vlastních akcií a stabilizace kurzu, Právní rozhledy, 2004, č. 9

praktiky (tato oblast má význam pro určení, zda došlo k manipulaci s trhem) a dále mechanismy a praktiky konzultací týkajících se přijatelnosti tržních praktik. Předmětem směrnice je dále vymezení vnitřních informací ve vztahu ke komoditním derivátům (čl. 4), vedení seznamu zasvěcenců (čl. 5), tzv. manažerské obchody (čl. 6) a hlášení podezřelých obchodů.

Požadavky směrnice o zneužití trhu našly svůj odraz především v ust. § 124 – 127 PKT. Prováděcí směrnice byly promítnuty do ustanovení vyhlášky KCP č. 536/2004 Sb. Některé vady transpozice souboru komunitárních předpisů na úseku ochrany trhu před zneužitím vnitřních informací a manipulace odstranila až tzv. technická novela PKT (provedená zák. č. 56/2006 Sb., s účinností 8. března 2006).

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu po výše uvedené novele úspěšně vymezuje klíčové pojmy právní úpravy – vnitřní informaci a manipulaci trhu. Zúžila se také oznamovací povinnost o podezření na zakázaná jednání, která zatím dopadala téměř na všechny zaměstnance subjektů působících na finančním trhu (povinnost tak mají již pouze zaměstnavatelé). Nová je taktéž formulace osob povinných oznamovat transakce s instrumenty vydanými emitentem (director's dealing). Česká národní banka má také konečně zmocnění k vydání prováděcího předpisu o pravidlech pro poctivou prezentaci informací podle § 125 odst. 6 PKT a pravidla pro uveřejňování zájmů a střetu zájmů podle § 125 odst. 7 PKT - srov. § 199 odst. 2 písm. s) PKT, což jí umožní transpozici požadavků výše uvedené Směrnice Komise 2003/125/EHS<sup>21</sup>. Na návrhu prováděcího nařízení se v současné době pracuje.

## 5. Prospekt a jeho právní úprava

Stav v oblasti plnění prospektové povinnosti lze z pohledu harmonizace označit za uspokojivý, třebaže cesta k nové úpravě byla poměrně komplikovaná a Česká republika se bohužel nevyhnula dočasnému porušení evropského práva.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES nahradila dosavadní roztržštěnou<sup>22</sup> úpravu iniciačních informačních povinností emitentů a dalších osob při veřejné nabídce cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu. Směrnice se použije na jakékoliv přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu bez rozlišení jeho příslušných segmentů<sup>23</sup>. Základní povinností, kterou by měly členské státy uložit, je povinnost uveřejnit prospekt před nabídkou cenných papírů (prospectus). Jeho náležitosti upravuje čl. 5 směrnice.

Směrnice sjednotila úpravu informačních povinností emitentů a dalších osob při veřejné nabídce cenných papírů a při přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu. Kromě toho rozšířila okruh případů, ve kterých není nutné při nabízení cenných papírů schvalovat a uveřejňovat prospekt, zrušila dosavadní rozdělení na prospekt a užší prospekt, změnila úpravu jazyků používaných při přeshraničních nabídkách cenných papírů, nově upravila vnitřní členění vyhotovovaných prospektů, zavedla větší variabilitu prospektů pro různé případy nabídek a druhů cenných papírů a zejména zavedla tzv. jednotný pas pro emitenty. Pokud je tedy prospekt schválen v jednom členském státě, je platný i v dalších. Pouze orgány domovského členského státu budou oprávněny ke schválení prospektu, příslušné orgány hostitelského státu

<sup>21</sup> Čech, P. Další vlna novelizací práva společností a cenných papírů. Právní zpravodaj, 2006, č. 3, s. 10.

<sup>22</sup> Právní úprava problematiky prospektu byla do přijetí směrnice o prospektu poměrně nepřehledná. Požadavky na sestavení, kontrolu a šíření prospektů uveřejňovaných pro přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů upravovala směrnice 80/390/EHS ze dne 17. března 1980. Požadavky na prospekt uveřejňovaný při veřejné nabídce upravovala směrnice 89/298/EHS ze dne 17. dubna 1989. První z uvedených směrnic byla poté začleněna do směrnice 2001/34/ES.

<sup>23</sup> Blíže k tomu Čech, P. Nová směrnice ES o prospektu, Právní zpravodaj, 2003, č. 3, s. 7 – 10.

budou povinný na základě oznámení prospekt schválený v domovském státě uznat<sup>24</sup>. Na směrnici navazuje prováděcí nařízení Komise č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, které s účinností od 1. července 2005 stanoví mj. bližší náležitosti prospektu a způsob uveřejnění.

Směrnice byla do českého práva transponována s velkým zpožděním, což vyvolalo velké obtíže v mezidobí. Mezitím totiž nabylo účinnosti prováděcí nařízení Komise č. 809/2004. K 1. 7. 2005 marně uplynula lhůta pro implementaci směrnice o prospektu a vznikl složitý spor o aplikaci prováděcího nařízení<sup>25</sup>, když v českém právu chyběl jeho základ (transponovaná směrnice). Komise pro cenné papíry zde dospěla k závěru, že prováděcí nařízení prozatím nelze aplikovat. Argumentovala přitom tím, že evropskou úpravu veřejného nabízení cenných papírů zakotvila poprvé směrnice č. 89/298/EHS a dokument, který byl nabízející povinen uveřejnit, tato směrnice označovala jako „prospectus“. Později přijatá směrnice 2001/34/ES stanovila dodatečné požadavky pro přijímání cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu burzy cenných papírů a dokument, který bylo třeba v této souvislosti uveřejnit, označovala jako „listing particulars“. V českém vnitrostátním právu těmto pojmům odpovídá užší prospekt (jako ekvivalent prospektu) a prospekt (jako ekvivalent listing particulars).

Nová směrnice č. 2003/71/ES a (současně i prováděcí nařízení č. 809/2004) však podle KCP počítá pouze s jedním druhem prospektu a nadále se nedrží výše uvedeného rozdělení. Česká úprava však dosud takový jednotný dokument v důsledku pozdní implementace neznala. Samo sloučení obou dokumentů by znamenalo zpřísnění dosavadní úpravy veřejné nabídky. Stejně tak podle KCP nebylo možno dovozovat, že by pojmy užší prospekt nebo prospekt ve smyslu české úpravy terminologicky odpovídaly pojmu prospekt v úpravě evropské – jde o zvláštní dokumenty s rozdílným (omezeným) účelem.

KCP tedy vše uzavřela s tím, že přestože je prováděcí nařízení Komise č. 809/2004 přímo aplikovatelné, chybí v českém právu institut, na který by toto nařízení dopadalo – náležitosti prospektu, které stanoví, nejsou náležitostmi ani užšího prospektu, ani prospektu podle úpravy české. Nařízení stanoví podle KCP obsah dokumentu, který české právo – přes shodné označení blízkého institutu – neznalo<sup>26</sup>.

I přes sofistikovanost a zjevnou účelovost uvedené argumentace bylo stanovisko většinově akceptováno a i ti nejkritičtější autoři kvitovali<sup>27</sup> s povděkem alespoň jeden nepopíratelný pozitivní efekt stanoviska: právní jistotu pro účastníky kapitálového trhu<sup>28</sup>. Evropskou směrnici transponovala až tzv. technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu v první polovině roku 2006, čímž celý problém odpadl<sup>29</sup>.

Po novele i nadále zůstává v platnosti základní princip, podle kterého před uvedením na trh nebo veřejným nabízením je třeba uveřejnit dostatek informací o nabízených investičních cenných papírech tak, aby investoři mohli nabídku řádně posoudit. Podstatná změna však spočívá ve sjednocení dokumentů k veřejné nabídce a přijetí na trh (dosud prospekt a užší prospekt) a naopak možnost rozdělit takový „jednotný“ prospekt na více dílů. Nový „evropský“ prospekt by měl usnadnit přístup českých investičních cenných papírů na zahraniční trhy. Zákon již neupravuje případy, které nejsou veřejnou nabídkou, ale stanoví případy, kdy na veřejné nabízení

<sup>24</sup> Stanovisko KCP č. STAN8/2005 ze dne 20. 7. 2005 publikované na [www.sec.cz](http://www.sec.cz).

<sup>25</sup> Srov. *Dědič, J., Čech, P.* Obchodní právo po vstupu ČR do EU. 2. vydání, Polygon 2005, s. 258.

<sup>26</sup> Srov. znovu Stanovisko KCP č. STAN8/2005 ze dne 20. 7. 2005 publikované na [www.sec.cz](http://www.sec.cz).

<sup>27</sup> Viz *Jansa, P.* Není prospekt jako prospekt. Publikováno na <http://www.epravo.cz>, stav ke dni 2. září 2006.

<sup>28</sup> Srov. např. *Raboch, P.* Směrnice – hlavní překážka harmonizace? Právní fórum, č. 4, 2006, s. 121 an.

<sup>29</sup> Zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem zrušil mj. Komisi pro cenné papíry. Její dohledová působnost přešla ke dni účinnosti zákona na ČNB. Zákon sice neřeší kontinuitu výkladových stanovisek a metodik, které KCP vydala, z povahy věci však nezbude než vycházet z jejich kontinuity (srov. *Čech, P.* Sjednocen dohled nad finančním trhem. Právní zpravodaj, 2006, č. 4, s. 8). K reformě dozoru nad kapitálovým trhem viz také zajímavou diskusi vedenou na blogu [www.leblog.cz](http://www.leblog.cz).

zákon úplně nebo zčásti nedopadá. Volnější jsou potom pravidla pro dluhopisové programy (zejména se zkracují lhůty pro schválení prospektu).

#### 6. Nabídky převzetí: „požár, který nikdo nehasí“

Oblasti kapitálového trhu se významně dotýká také směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 30. dubna 2004 o nabídkách převzetí schválená po letech kontroverzí<sup>30</sup>. Směrnice zakotvuje minimální standard úpravy nabídek převzetí a stanovuje mj. zásady těchto operací (č. 3) a důležité instituty k ochraně menšinových společníků.

Situaci v této oblasti můžeme z pohledu českého práva označit doslova za kritickou. Lhůta k transpozici směrnice uplynula dne 20. května 2006 (činila tedy standardní dobu dva roky). Bohužel ani v této adekvátní lhůtě nebyl český zákonodárce schopen vyhovět požadavkům evropské předlohy. Evropská komise v dubnu tohoto roku zahájila řízení s Českou republikou pro nesplnění požadavků směrnice.

Do obchodního zákoníku nebyla totiž doposud promítnuta ustanovení č. 5 odst. 5 směrnice, který předpokládá likviditu protiplnění při nabídce převzetí. Opomenuto bylo také tolik diskutované pravidlo průlomu (break-through rule) podle čl. 11 směrnice a zcela byla pominuta kolizní pravidla obsažená v čl. 4 téže předlohy. U klíčové oblasti právní úpravy nabídek převzetí, tj. při stanovení ceny povinné nabídky, navíc obchodní zákoník v rozporu se směrnicí nevychází z ceny prémiové (tj. ceny, za kterou získal navrhovatel či osoby jednající s ním ve shodě akcie cílové společnosti v posledních šesti měsících), ale ze znaleckého posudku zpracovávaného podle § 183c odst. 5 obchodního zákoníku. Prémiová cena se má zohlednit pouze podpůrně. Negativa uvedeného stavu jsou nabílední: kromě hrozící pokuty ze strany Komise hrozí i nároky na náhradu škody od poškozených navrhovatelů či akcionářů<sup>31</sup>. Oblast nabídek převzetí patří k horkým kandidátům na co možná nejrychlejší změnu, když rozpor s evropským právem je flagrantní.

#### 7. Ochrana zákazníků obchodníka s cennými papíry – formální slučitelnost versus slučitelnost faktická

V oblasti ochrany zákazníků obchodníka s cennými papíry je vzorem české úpravy směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 97/9/ES o systémech pro odškodnění investorů. Předpokládá vytvoření mechanismů, které zajistí náhradu zákazníkovi pro případ, že by obchodník (dočasně či trvale) nebyl schopen dostát svým povinnostem (předat investiční nástroje resp. finanční prostředky), a to za podmínky, že tato neschopnost bude zjištěna úředně.

Směrnice byla již transponována do českého práva v rámci zákona o podnikání na kapitálovém trhu (srov. § 128 - 134 PKT), který upravuje postavení Garančního fondu obchodníků s cennými papíry jako zvláštní právnické osoby a stanoví mechanismus placení příspěvků do Garančního fondu, jeho kontrolu a způsob poskytování náhrad z Garančního fondu. O implementaci (která by měla být hlavním cílem zákonodárce), ovšem zatím bohužel nelze hovořit. Stav financí v Garančním fondu totiž neumožňuje výplaty všem poškozeným investorům ve lhůtě, kterou předpokládá směrnice (výplata má podle evropského vzoru proběhnout nejpozději do tří měsíců od ověření nároku, přičemž lhůta může být mimořádně prodloužena opět až o tři měsíce – srov. čl. 9 směrnice). Faktický stav v České republice tomu zdaleka neodpovídá (srov. např. znepokojivé informace o postupu při vyplácení náhrad publikované na stránkách Garančního fondu [www.gfo.cz](http://www.gfo.cz)).

<sup>30</sup> K tomu *Dědič, J., Čech, P.* Evropské právo společností, Polygon, Praha 2004, s. 487 – 495; *Kotásek, J. K.* (dočasněmu) neúspěchu evropské úpravy nabídek převzetí, *ČPVP*, 2002, č. 1.

<sup>31</sup> K hrozícím negativním dopadům (pokuta ze strany Komise, příp. žaloby na náhradu škody poškozených navrhovatelů či adresátů nabídky) viz dále *Dědič, J., Čech, P.* Úprava nabídek převzetí neslučitelná s právem ES je hrozbou pro ČR. *Právní zpravodaj*, 2006, č. 6, str. 7an.



Tíživou situací Garančního fondu se pokusil český zákonodárce vyřešit novelou provedenou zák. č. 56/2006 Sb. Podstatou změn jsou jiná pravidla pro výpočet příspěvku: roční částka má činit 2% ze všech přijatých poplatků a provizí (nejméně však 10.000,- Kč<sup>32</sup>). Nová pravidla se použijí poprvé v roce 2007, tedy za období roku 2006. Současně § 130 odst. 10 PKT stanovil, že náhrada z Garančního fondu musí být vyplacena do tří měsíců od dne ověření přihlášeného nároku a vypočtení výše náhrady. ČNB může tuto lhůtu prodloužit o nejvýše tři měsíce. Plnění této povinnosti je ovšem závislé na stavu financí v Garančním fondu. Do jaké míry se na něm projeví ust. § 131 odst. 3 PKT, podle něhož se Garanční fond může obrátit na stát s žádostí o poskytnutí návratné finanční výpomoci, je do budoucna otevřenou otázkou.

---

<sup>32</sup> Tato minimální částka platila ovšem i před novelou.