

**MUNI
LAW**

Emitent na regulovaném trhu

Josef Kotásek

Platformy pro investování

– Rizikovost x Likvidita x Výnos

– „Obchodní systém“: a) (evropský) **regulovaný trh**, b) **mnohostranný obchodní systém** (multilateral trading facility) a c) **organizovaný obchodní systém**.

– + systematická internalizace, + tvůrce trhu

– + OTC (over the counter), bilaterální

– MiFID II – [Směrnice Evropského parlamentu a Rady \(EU\) 2014/65/EU \(externí odkaz\)](#) o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU; do zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, transponováno zákonem č. 204/2017 Sb.

– MiFIR – [Nařízení Evropského parlamentu a Rady \(EU\) č. 600/2014 \(externí odkaz\)](#) o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

(Evropský) regulovaný trh

- BCPP a Burza RM-S
- Regulovaným trhem je trh s investičními nástroji organizovaný organizátorem regulovaného trhu s povolením ČMB, na kterém se obchoduje **pravidelně** a který má stanovená pravidla pro **přijímání** investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, **pravidla obchodování na regulovaném trhu a pravidla přístupu** na regulovaný trh, která jsou v souladu se ZPKT.
- „*Evropským regulovaným trhem je regulovaný trh uvedený na seznamu regulovaných trhů členského státu Evropské unie.*“ Seznam RT v rámci Evropské unie je spravován evropskou veřejnoprávní autoritou, jíž je Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA)

Regulovaný trh II

- Organizátor RT může přijmout investiční CP k obchodování, jestliže byl uveřejněn prospekt těchto investičních cenných papírů a od jeho uveřejnění uplynul alespoň den.
- Organizátor RT stanoví a dodržuje transparentní pravidla přístupu na regulovaný trh, která stanoví **objektivní kritéria** pro tento přístup.
- **Pravidla přístupu** na RT upřesňují povinnosti účastníků regulovaného trhu, vyplývající z řízení a struktury regulovaného trhu, pravidel obchodování na regulovaném trhu a pravidel pro zúčtování a vypořádání obchodů uzavřených na RT.
- Organizovat regulovaný trh v České republice může pouze organizátor regulovaného trhu. Požadavky - § 38 ZPKT, organizační požadavky, informační povinnosti.
- <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/povolovaci-a-schvalovaci-rizeni/povolovaci-a-schvalovaci-rizeni-regulovane-trhy-evidence-a-vyporadani/index.html>

BCPP

- Obchodování na burze probíhá prostřednictvím licencovaných obchodníků s cennými papíry, kteří jsou zároveň členy burzy (15). Významné banky a OCP
- Členský princip
- Vypořádání obchodů uzavřených na Burze cenných papírů Praha (burzovních obchodů) zajišťuje Centrální depozitář cenných papírů, dceřiná společnost Burzy cenných papírů Praha
- Elektronické obchodování (XETRA), vypořádání T+2
- <https://www.pse.cz/pruvodce-investora>
- <https://www.fio.cz/akcie-investice/obchodovani-akcie/akcie-cr/obchodovani-prazska-burza>
- www.akcie.cz, www.kurzy.cz, www.patria.cz www.investicniweb.cz

Příklad BCPP – tržní platformy

– Prime market (blue chips)

- tržní kapitalizace emise 1 000 000 EUR
- část emise, která je rozptýlena mezi veřejnost (tzv. free-float), minimálně 25%
- doba existence emitenta minimálně 3 roky

– Standard market

- Mírnější pravidla pro listing

– START Market

- 25 mil. Kč < celková hodnota < 2 mld. Kč
- Zjednodušený prospekt, české účetní standardy, nezávislá analýza
- Flexibilní možnost opakovaného úpisu; obchodování několikrát za rok

– Free market

- segment mnohostranného obchodního systému (MOS), Multilateral Trading Facility (MTF), pro investiční nástroje, u nichž o přijetí k obchodování požádal jejich emitent, tak i investiční nástroje obchodované na jiných světových burzách, které jsou přijaty k obchodování bez souhlasu emitenta;
- akcie, dluhopisy, investiční certifikáty, warranty, ETF (Exchange Traded Fund, veřejně obchodovaný fond)

Další privátní obchodní systémy

- **Mnohostranný obchodní systém, MTF (multilateral trading facility).**
- Mnohostranným obchodním systémem je trh s investičními nástroji provozovaný obchodníkem s cennými papíry nebo organizátorem RT nebo obdobnou zahraniční osobou, která má povolení orgánu dohledu jiného členského státu EU k poskytování investičních služeb nebo organizování evropských regulovaných trhů, který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování v mnohostranném obchodním systému, pravidla obchodování v mnohostranném obchodním systému a pravidla přístupu do mnohostranného obchodního systému
- V ČR zatím 3 (BCPP Free Market, RM-S Volný trh ..),
https://www.rmsystem.cz/docs/predpisy/pravidla_prijeti_MOS.pdf

Další privátní obchodní systémy II

- **Organizované obchodní systémy, OTF (organized trading facility), § 73d ZPKT**
- Větší prostor pro uvážení provozovatele OTF (recitál 9 MiFIR, srov. § 73g ZPKT)
- Omezený okruh nástrojů (není pro akcie a certifikáty zastupující akcie)
 - Dluhopisy
 - Strukturované finanční produkty
 - Emisní povolenky
 - Deriváty
- Provozovat OTF může jen osoba s příslušným povolením ČNB či orgánu dohledu jiného členského státu EU.
- Investiční nástroj může být přijat k obchodování v organizovaném obchodním systému **bez souhlasu emitenta**. Emitent takového investičního nástroje není povinen plnit vůči tomuto organizovanému obchodnímu systému informační povinnosti.
- https://www.financierworldwide.com/organised-trading-facilities-how-they-differ-from-mtfs/#.W_5DxsSNxaQ: OTF operators are permitted to engage in matched principal trading in bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives (unless they have been declared subject to mandatory clearing under the European Market Infrastructure Regulation) whereas an MTF operator cannot.

Systematická internalizace

- Původní cíl: pokud s nástroji obchodník s cennými papíry obchoduje ve značném rozsahu mimo burzu, je povinen uveřejňovat své kotace (závaznou cenu, za kterou akcie nabízí nebo poptává)
- Později systematické internalizace rozšířeny na všechny investiční nástroje, tedy i včetně OTC trhů a derivátů. OCP tak vytváří pseudo-obchodní platformy.
- § 17a ZPKT Systematickým internalizátorem je evropský OCP, který **organizovaně, často, systematicky a ve významném objemu obchoduje mimo obchodní systém na vlastní účet** při provádění pokynů zákazníků týkajících se investičních nástrojů, **aniž by provozoval trh** s investičními nástroji. SI nesou transakční a cenové rizika (jde o obchody na vlastní účet na základě pokynu klienta)
- SI na žádost či při překročení hraničních hodnot (čl. 12 an Nařízení 565/2017)
- Transparentnost nejen ex-post (čl. 20 odst. 1 MiFIR, ale u IS také ex-ante dle čl. 14 I a čl. 18 I)
- Provozovatel OTF nesmí provádět systematickou internalizaci investičního nástroje, který je v tomto systému obchodován.

Tvůrce trhu (market maker)

- Tvůrcem trhu je osoba, která trvale působí na finančních trzích jako osoba ochotná obchodovat na vlastní účet formou nákupu a prodeje investičních nástrojů s využitím vlastního majetku a za jí stanovené ceny.
- Tvůrce trhu je ochotný vytvořit obousměrný trh, kupovat a prodávat, poskytuje tím likviditu. Nakupuje za nižší cenu s tím, že vzápětí prodává za cenu vyšší. Nese riziko, Profituje z rozdílu mezi cenou nákupní (bid) a prodejní (ask), tzv. spreadu.
- Tvůrce trhu ochotný nakupovat i prodávat, zveřejňuje „kurzovní lístek“ (tzv. hloubku trhu, objednávkovou knihu).

Proč jít na regulovaný či jiný trh?

- Zákon o registru smluv č. 340/2015 Sb.
- <https://smlouvy.gov.cz/>
- *V minulosti výjimka pro: h) smlouvu, jejíž alespoň jednou smluvní stranou je akciová společnost, jejíž cenné papíry **byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu nebo evropském regulovaném trhu**, jde-li o akciovou společnost, v níž má stát nebo územní samosprávný celek sám nebo s jinými územními samosprávnými celky většinovou majetkovou účast, a to i prostřednictvím jiné právnické osoby*
- Novela 2019

Dopady kótace – nabídky převzetí

- Nabídky převzetí, zák. č. 104/98 Sb.
- Zákon upravuje zejména nabídku převzetí určenou vlastníkům účastnických cenných papírů vydaných akciovou společností se sídlem v České republice, jejíž účastnické cenné papíry jsou **přijaty k obchodování na regulovaném trhu**.
- Specifický způsob kontraktace (nabídka, lhůty, komunikace, stanovisko orgánů)
 - Nabídkou převzetí je veřejný návrh smlouvy na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry v rozsahu, který umožňuje ovládnutí cílové společnosti, nebo kterým plní povinnost podle tohoto zákona.
- Povinná nabídky převzetí, § 35 an.
 - Ten, kdo získá rozhodný podíl na hlasovacích právech v cílové společnosti (alespoň 30%) učiní do 30 dnů ode dne, který následuje po dni získání nebo překročení tohoto podílu, nabídku převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti přijatých k obchodování na evropském regulovaném trhu

Delisting (regulární a cold delisting)

- Společnost, jejíž VH o vyřazení účastnických cenných papírů z obchodování na evropském regulovaném trhu, učiní do 30 dnů veřejný návrh smlouvy.
- Ve veřejné listině osvědčující rozhodnutí VH musí být jmenovitě uvedeni akcionáři, kteří hlasovali pro delisting, Macotron
- Akcionáři společnosti, kteří hlasovali pro změnu druhu akcií, podstatnou změnu práv spojených s akcií, omezení převoditelnosti akcií, její zpřísnění nebo pro vyřazení účastnických cenných papírů z obchodování na evropském regulovaném trhu, koupí od společnosti cenné papíry, které společnost nabyla podle § 333 až 340, a to podle poměru jmenovitých hodnot jejich akcií nebo podle počtu kusů jimi vlastněných akcií, do 3 měsíců ode dne, kdy je společnost koupila, za cenu, kterou za ně společnost zaplatila, zvýšenou o úrok obvyklý v době, kdy společnost veřejný návrh smlouvy učinila. To neplatí, jestliže společnost může prodat akcie výhodněji.

Dopady kótace – zvýšená transparentnost

- Platí pro emitenty akcií, případně dluhopisy či jiných investičních nástrojů
- § 118 ZPKT – Výroční zpráva
- § 119 ZPKT – Pololetní zpráva
- § 119a ZPKT – Platby stát v těžebním průmyslu, dřevařství nebo lesnictví
- § 119b ZPKT – Změna práv spojených s akcií

- Způsob plnění informačních povinností (emitent/stránky, ČNB x emitent/stránky, CDCP)

Informační povinnosti skrze CDCP

Emitenti zaknihovaných cenných papírů uvedení v § 118 odst. 1 ZPKT, pro které vede Centrální depozitář cenných papírů evidenci emise, mají v souladu s § 120 odst. 7 ZPKT poskytovat CDCP informace o:

- výplatě výnosu z investičního cenného papíru nebo obdobného peněžitého plnění, spojeného s investičním cenným papírem vydaným emitentem,
- svolání valné hromady emitenta nebo obdobného shromáždění vlastníků cenných papírů představujících podíl na emitentovi, nebo schůze vlastníků dluhopisů nebo obdobného shromáždění vlastníků cenných papírů vydaných emitentem představujících právo na splacení dlužné částky,
- změnách práv spojených s investičním cenným papírem podle § 119b ZPKT,
- dalších skutečnostech týkajících se výkonu práv spojených s investičním cenným papírem, které má emitent povinnost uveřejňovat podle jiných právních předpisů.
- <https://www.cdcp.cz/index.php/cz/dalsi-sluzby/plneni-informacni-povinnosti>

Emitenti a vlastníci akcií – specifické povinnosti

– IDENTIFIKACE AKCIONÁŘŮ, PŘEDÁVÁNÍ INFORMACÍ A USNADNĚNÍ VÝKONU PRÁV

AKCIONÁŘŮ (§ 121c)

- Toky informací mezi CDCP a navazující evidencí (čísla účtu...)
- Potvrzení o hlasování na VH

– ODMĚŇOVÁNÍ, VÝZNAMNÉ TRANSAKCE SE SPŘÍZNĚNÝMI STRANAMI (§ 121j)

- Politika odměňování (transparentnost, aktualizace min. každé 4 roky, zpráva o odměňování + auditor)
- „Obchodní podmínky“ pro odměňování, ale obrácená priorita, rozpor se schválenou politikou odměňování vede k neúčinnosti SVF
- § 121t - Významné transakce (10% aktiva/dluhy), souhlas VH, transparentnost ex post i ex ante, zpráva

– OZNAMOVACÍ POVINNOST AKCIONÁŘŮ A DALŠÍCH OSOB (§ 122)

- Prahové hodnoty podle ZK, report ČNB a emitentovi, publikace
- Podíly na hlasovacích právech (v některých případech i u PM), výjimky pro tvůrce trhu (§

– POVINNOSTI NĚKTERÝCH KVALIFIKOVANÝCH INVESTORŮ A DALŠÍCH

SUBJEKTŮ (§ 127e)

- Politika zapojení institucionálních investorů (pojišťovny, zajišťovny, fondy)

Insider trading

1. Relevance zasvěceneckých transakcí?
2. Argumenty pro/proti regulaci
 1. Zasvěcenecké transakce jako odměna pro management
 1. *Agency theory* a její příspěvek k diskusi o regulaci využití vnitřních informací
 2. Henry Manne: „...may be fundamental to the survival of our corporate systém“
 3. K jednotlivým argumentům
 1. K neefektivnosti klasických způsobů odměňování
 2. Morální hazard a závadné podněty
 3. Neurčitá výše odměny
 2. Transakce s využitím vnitřních informací jako prostředek k dosažení ideálního kurzu na kapitálovém trhu
 3. Využití vnitřní informace jako „zločin bez oběti“?

Evropská úprava informační ochrany

- Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) - „MAR“
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu).
- MAR má za cíl přizpůsobení právních předpisů EU v oblasti postihu manipulace s trhem, ke které dochází při manipulaci s cenami investičních nástrojů (v terminologii práva EU: finanční nástroje) za pomoci postupů, kterými může být například šíření nepravdivých informací či jiné zneužívání trhu, jakým je i neoprávněné zpřístupnění vnitřní informace.

Evropská úprava informační ochrany II

Obchod zasvěcených osob spočívá v obchodování s investičními nástroji za pomoci cenově citlivých důvěrných informací týkajících se těchto nástrojů. Oblast působnosti MAR se vztahuje na investiční nástroje obchodované na obchodních platformách (MTF a OTF), na emisní povolenky a v určitých případech i na komodity. MAR stanovuje zákaz zneužívání trhu na komoditních a souvisejících derivátových trzích a posiluje spolupráci mezi regulačními orgány pro oblast financí a komodit za účelem zabránění mezitržním manipulacím. Zároveň obsahuje opatření pro sankcionování zneužití trhu na harmonizovaném principu. MAR nahrazuje původní směrnici o zneužívání trhu (2003/6/ES).

Systematika MAR I

- příloha II – srovnávací tabulka se směrnicí 2003/6/ES
- vnitřní informace (čl. 7 odst. 1)
- zasvěcená osoba (čl. 7 odst. 4)
- zákaz zasvěceneckých postupů (čl. 7 odst. 2, čl. 14)
- obchodování zasvěcené osoby (čl. 8)
- „safe harbours“:
 - legitimní jednání (čl. 9)
 - uznávané tržní postupy (čl. 13)
 - zpětné odkupy a stabilizace (čl. 5)
 - řízení měnové politiky a správa veřejného dluhu (čl. 6)
- povinnost uveřejnit vnitřní informaci (čl. 17)
- výjimečný odklad publikace (čl. 17 odst. 5)
- vedení seznamů zasvěcených osob (čl. 17) a
- oznamování tzv. manažerských obchodů (čl. 19)
- manipulace s trhem (čl. 12), pravidla pro novináře (čl. 21)
- investiční doporučení a statistiky (čl. 20)
- pravomoci orgánů ESMA (čl. 23)
- správní opatření a sankce (čl. 30)

Vnitřní informace v čl. 7 MAR

informace **přesné** povahy, která **nebyla uveřejněna**, týká se **přímo nebo nepřímo** jednoho nebo několika **emitentů** nebo jednoho nebo několika **finančních nástrojů** a která, pokud by byla zveřejněna, by **pravděpodobně** měla **významný dopad na ceny** těchto finančních nástrojů nebo na ceny souvisejících derivátových finančních nástrojů

Příklad: Texas Gulf Sulphur

https://en.wikipedia.org/wiki/SEC_v._Texas_Gulf_Sulphur_Co.

Dotčené nástroje v MAR (čl. 2)

- a) **finanční nástroje** přijaté k obchodování na **regulovaném trhu** nebo ty, pro něž byla podána žádost o přijetí k obchodování na regulovaném trhu;
- b) finanční nástroje obchodované v **mnohostranném obchodním systému (MTF)** nebo přijaté k obchodování v mnohostranném obchodním systému nebo ty, pro něž byla podána žádost o přijetí k obchodování v mnohostranném obchodním systému;
- c) finanční nástroje obchodované v **organizovaném obchodním systému (OTF)**;
- d) finanční nástroje, na které se nevztahují písmena a), b) nebo c), jejichž cena nebo hodnota **závisí** na ceně nebo hodnotě finančního nástroje uvedeného v těchto písmenech nebo na takovou cenu nebo hodnotu má dopad a které mohou zahrnovat mimo jiné i swapy úvěrového selhání nebo rozdílové smlouvy.

Toto nařízení se rovněž vztahuje na jednání nebo obchody včetně nabídek, týkající se **dražeb povolenek na emise nebo jiných od nich odvozených dražených produktů, a to i když se nejedná o finanční nástroje**, na dražební platformě povolené jako regulovaný trh v souladu s nařízením (EU) č. 1031/2010. **čl. 4 Publikace nástrojů na ESMA.**

Přesnost vnitřní informace

– **Preciznost informace**

1. Nakolik konkrétní má být „přesná informace“?
 - a. Pověsti, fámy, spekulace a domněnky jako základ vnitřní informace
 - b. Přesnost v. exaktnost informace, Lafonta C 628/13
2. Názory, rady, úsudky, tipy a hodnocení jako (předmět) vnitřní informace
3. Budoucí události?
4. Dílčí kroky dlouhodobého procesu (čl. 7 odst. 3)

– **Čl. 7 odst. 2 MAR:**

- „...pokud je jejím obsahem souhrn okolností, který existuje nebo u něhož lze důvodně očekávat, že vznikne, nebo událost, která nastala nebo u níž lze důvodně očekávat, že nastane, pokud je konkrétní natolik, že umožňuje vyvozovat závěry týkající se možné vlivu tohoto souhrnu okolností na události na ceny finančních nástrojů...“

Kurzotvornost

- *Vztah informace k emitentovi, jeho nástrojům a regulovanému trhu*
- *Významný kurzotvorný potenciál*
 - Prognóza z pohledu ex ante
 - „Významný vliv“, Lafonta C 628/13
 - Fixní hranice?
- **BaFiN - Emittentenleitfaden**

Zasvěcená osoba – čl. 8 bod 4 MAR

- Vybrané podmínky statusu primárních zasvěcenců
 - Člen správních, řídicích či dozorčích orgánů emitenta
 - Podíl na kapitálu emitenta
 - Přístup v souvislosti s výkonem zaměstnání, povolání nebo v souvislosti s plněním povinností
 - Trestný čin



Sekundární zasvěcenci (čl. 8 bod 4 in fine)

- Znaký sekundárních zasvěcenců
 - Zdroj informace
 - Vědomí vnitřní povahy informace
- Praktické dopady diference mezi sekundárním a primárním zasvěcencem



Zakázané postupy

Zákaz obchodování (čl. 8 bod 1)

- Pasivita zasvěcence?
- Problém časové shody
- Opční akciové programy

Zákaz doporučení či navádění (čl. 8 bod 2)

Zákaz nedovoleného zpřístupnění vnitřní informace (čl. 10)

- Výjimka běžný výkon zaměstnání, povolání či plnění povinností

Právnícké osoby dle čl. 9 MAR

- pouhá skutečnost, že právnícká osoba disponuje nebo disponovala vnitřní informací, neznamená, že tato osoba uvedenou informaci využila a dopustila se tak na základě určitého nabytí nebo zcizení obchodování zasvěcené osoby, **pokud tato právnícká osoba:**
- a) zavedla, prováděla a udržovala odpovídající a účinná vnitřní opatření a postupy, které účinně zajišťují, aby ani fyzická osoba, která jejím jménem rozhodla o nabytí nebo zcizení finančních nástrojů, kterých se daná informace týká, ani žádná jiná fyzická osoba, která mohla jakýmkoli způsobem ovlivnit toto rozhodnutí, nedisponovala vnitřní informací, a
- b) nepodněcovala, nevydávala doporučení, nenaváděla nebo jiným způsobem neovlivňovala fyzickou osobu, která jménem této právnícké osoby nabyla nebo zcizila finanční nástroje, kterých se tato informace týká.

Zveřejnění vnitřních informací v MAR, čl. 17

- Emitent je povinen **co nejdříve informovat** veřejnost o vnitřních informacích, jež se tohoto emitenta přímo týkají.
- Emitent zajistí, aby vnitřní informace byly zveřejněny způsobem, který umožní rychlý přístup a úplné, správné a včasné posouzení informací ze strany veřejnosti a případně v úředně určeném mechanismu podle článku 21 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES(24).
Emitent nesmí zveřejnění vnitřních informací spojit s uváděním svých činností na trh. Emitent umístí a po dobu přinejmenším **pěti let uchovává na svých internetových stránkách veškeré vnitřní informace, které je povinen zveřejnit.**
- Tento článek se vztahuje na emitenty, kteří požadovali nebo schválili přijetí svých finančních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu v některém z členských států nebo v případě nástrojů obchodovaných pouze v mnohostranném obchodním systému či organizovaném obchodním systému na emitenty, kteří schválili obchodování se svými finančními nástroji v mnohostranném obchodním systému či organizovaném obchodním systému nebo kteří požádali o přijetí svých finančních nástrojů k obchodování v MTF v některém z členských států.

Příklad publikované vnitřní informace

ČEZ obdržel 717 mil. Kč na úroku z prodlení

- Společnost ČEZ, a. s. obdržela 717 mil. Kč na úroku z prodlení z neoprávněného jednání správce daně v souvislosti se správními žalobami podanými proti rozhodnutím Odvolacího finančního ředitelství ve vztahu k vrácenému přeplatku na dani darovacích z emisních povolenek za roky 2011 a 2012.

Odklad publikace – obecný dle čl. 17 odst. 4

Odklad zveřejnění vnitřní informace za předpokladu, že jsou splněny všechny následující podmínky:

- a) okamžitá publikace může pravděpodobně ohrozit oprávněné zájmy emitenta;
- b) odkladem nedojde k uvedení veřejnosti v omyl;
- c) emitent je schopen zajistit důvěrnost těchto informací,

Nutno vyrozumět orgán dohledu.

Odklad publikace u finančních institucí – čl. 17 bod 5

- Za účelem zachování stability finančního systému může emitent, kterým je úvěrová instituce (čl. 4 odst. 1 Nařízení 575/2013) nebo finanční instituce (čl. 4 odst. 1 bod 26), na svou vlastní odpovědnost odložit zveřejnění vnitřní informace, včetně informace týkající se dočasného problému s likviditou a zejména potřeby získat od centrální banky či věřitele poslední instance dočasnou pomoc na zajištění likvidity, a to za předpokladu, že jsou splněny všechny následující podmínky:
 - a) zveřejnění vnitřních informací by mohlo ohrozit finanční stabilitu emitenta a finančního systému;
 - b) odklad zveřejnění je ve veřejném zájmu;
 - c) lze zajistit důvěrnost těchto informací, a
 - d) příslušný orgán uvedený v odstavci 3 **souhlasil** s odložením za předpokladu splnění podmínek uvedených v písmenech a), b) a c).

Vedení seznamu zasvěcených osob

- *Povinné osoby*: Emitenti a také „*persons acting on their behalf or for their account*“ – dobrovolná kótace (čl. 18 odst. 7)
- Seznam osob s přístupem k vnitřním informacím
 - Evidované údaje – individuálně ke každé informaci
 - Způsob vedení seznamu,
 - Průběžná aktualizace a archivace 5 let
 - Písemné potvrzení plus vědomost o sankcích
- Poučovací povinnost – zkušenosti nevalné
- Náklady na vedení seznamů a přehodnocení právní úpravy?
- Malý a střední podnik – zúžení dle čl. 18 odst. 6, hlava 22

Vedení seznamu zasvěcených osob

- *Povinné osoby*: Emitenti a také „*persons acting on their behalf or for their account*“ – dobrovolná kótace (čl. 18 odst. 7)
- Seznam osob s přístupem k vnitřním informacím
 - Evidované údaje – individuálně ke každé informaci
 - Způsob vedení seznamu,
 - Průběžná aktualizace a archivace 5 let
 - Písemné potvrzení plus vědomost o sankcích
- Poučovací povinnost – zkušenosti nevalné
- Náklady na vedení seznamů a přehodnocení právní úpravy?
- Malý a střední podnik – zúžení dle čl. 18 odst. 6, hlava 22

Obsah seznamu

- V seznamu se uvedou osoby s přístupem k vnitřním informacím
- práce na základě pracovní smlouvy
- provádění úkolů (poradci, účetní, ratingové agentury)

Bližší podmínky:

Prováděcí nařízení Evropské komise (EU) 2016/347 ze dne 10. března 2016, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o přesný formát seznamů zasvěcených osob a pro aktualizaci těchto seznamů.

Možnost doplňkového oddílu seznamu zasvěcených osob, který je označován jako oddíl permanentních zasvěcených osob a je odlišné povahy od ostatních oddílů seznamu zasvěcených osob, neboť se **nevytváří na základě existence konkrétní důvěrné informace.**

Podoba seznamu

Jméno(-a) zasvěcené osoby	Příjmení zasvěcené osoby	Rodné(-á) příjmení zasvěcené osoby (pokud je odlišné)	Služební telefonní číslo(-a) (přímá linka do práce a pracovní mobilní telefon)	Název a adresa společnosti	Funkce a dův od pro zařaz ení	Začátek přístupu (datum a čas, kdy osoba získala přístup k vnitřní informac ím)	Konec přístupu (datum a čas, kdy osoba přestala mít přístup k vnitřní informac ím)	Datum naroz ení	Vnitrostát ní identifikač ní číslo (použije-li se)	Soukro má čísla (soukro má pevná linka a mobiln í telefon)	Úplná adresa bydliště: název ulice; číslo v ulici; obec; poštovní směrovací číslo; země)
[Text]	[Text]	[Text]	[Číslo (bez mezery)]	[Adresa emitenta/účastní ka trhu s emisními povolenkami na emise/dražební platformy/dražit ele/subjektu sledujícího	[Text popis ující úlohu, funkci a dův od zařaz ení na	[rrrr- mm-dd, hh:mm UTC]	[rrrr- mm-dd, hh:mm UTC]	[rrrr- mm- dd]	[číslo a/nebo text]	[Číslo (bez mezery)]	[Text: podrobná adresa zasvěcené osoby

Manažerské transakce

- Cíle právní úpravy Directors dealing
- „Manažerské obchody“ jako prevence či informační podíl na kořisti?
- Hlášení „manažerských obchodů“ jako prevence před nedovoleným využitím vnitřní informace
- I. 2. Sec. 16(a) SEA - archetyp právních úprav „manažerských obchodů“

Manažerské transakce jako indikátor?

- “It mainly served to highlight to us that directors often buy shares in their own company to give investors confidence, regardless of whether the company is doing well or not,”
- “Directors may know what is going on in their company but maybe they don’t have that great an insight into how their business is doing relative to the market,”
- <https://www.reuters.com/article/citywire-directors-dealings-idUKNOA43477020070214>

Oznamované transakce



Oznamované transakce

1. Princip „post-trading disclosure“
2. Povinné osoby
3. Vymezení oznamovaných transakcí
 - A) Druhy oznamovaných transakcí
 - B) Dotčené nástroje

Povinné osoby, čl. 3 odst. 1 (25 a 26) MAR

- osoba s řídicí pravomocí emitenta (vedoucí osoby, DR, strategická rozhodnutí s přístupem k vnitřním informacím)
- manžel nebo partner, nezaopatřené děti
- jiní příbuzní, kteří s ní žijí ve společné domácnosti po dobu nejméně 1 roku
- právnické osoby, svěřenské fondy nebo společenství, ve kterých jsou tyto osoby osobami s řídicí pravomocí, které jsou ovládané těmito osobami nebo jejichž ekonomické zájmy jsou podstatnou měrou shodné s ekonomickými zájmy těchto osob

- v podrobnostech čl. 3 odst. 1 bod 26 MAR

Oznamované transakce

Obchody

Dále dle čl. 19 bod 7:

Zástava

Transakce profesionála ve prospěch povinné osoby

Životní pojištění s investičním prvkem

<https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Hlaseni->

[manazerskych-transakci-pri-portfolio-managementu-26.8.2009/](https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Hlaseni-manazerskych-transakci-pri-portfolio-managementu-26.8.2009/)

De minimis

Oznamovací povinnost

- jen za podmínky, že součet hodnot transakcí v kalendářním roce dosáhne alespoň částky odpovídající 5 000 EUR, a to ohledně všech transakcí uskutečněných v kalendářním roce.
- MAR: Příslušný orgán může rozhodnout o navýšení prahové hodnoty na 20 000 EUR.
- Předtím, než tuto prahovou hodnotu zavede, informuje orgán ESMA o svém rozhodnutí a o důvodech, které jej k němu vedly, s konkrétním odkazem na tržní podmínky, a to předtím, než vyšší prahovou hodnotu zavede.
- Orgán ESMA na svých internetových stránkách zveřejní seznam prahových hodnot, které jsou uplatňovány v souladu s tímto článkem, a odůvodnění těchto prahových hodnot poskytnutá příslušnými orgány.

Přesnější vymezení druhů obchodů

Podrobné vymezení je uvedeno v nařízení Evropské komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/522 ze dne 17. prosince 2015, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o výjimku pro některé veřejné orgány a centrální banky třetích zemí, ukazatele manipulace s trhem, prahové hodnoty pro zveřejnění, příslušný orgán pro oznamování odložení zveřejnění, povolování obchodů během uzavřeného období a druhy obchodů osob s řídicí pravomocí podléhající oznamovací povinnosti.

Příklad

evidované

informace

Centrální úložiště regulovaných informací

Emitent ČEZ, a. s.

Oznamovatel Michal Skalka

Vztah oznamovatele k emitentovi - Osoba s řídicí pravomocí emitenta

Informace ID informace R000481652101115132142

Datum přijetí 15.11.2010, Čas přijetí 13:26:51

Detail transakce – varianta 1) – Akcie

Povaha transakce Pozbytí (zcizení)

Název trhu - Burza cenných papírů Praha

Datum uskutečnění transakce - 12.11.2010

Počet kusů 11000 Jednotková, cena 752.7305455 CZK

Celkový objem 8280036 CZK

Doplňující informace Informace o způsobu provedení transakce Prodej prostřednictvím Patria Direct na BCPP. Prodej 11.000 kusů akcií ČEZ z opčního akciového programu ČEZ. Opční smlouva roku 2005. Akcie byly nabyty v roce 2008.

<https://oam.cnb.cz/xmlpserver/servlet/xdo? xdo=%2FOAM CNB CZ%2FR2 FXX.xdo&fromLoadingPage=true& sTkn=423e5a16176d41bc5e4& id=4c304a6a-6706-405f-acf7-c9aa4b2f218d>

MUNI
EAW

Manipulace s trhem – tržní

Uzavření obchodu, zadání pokynu k obchodování nebo jiné jednání, které:

- i) dává nebo je způsobilé dávat nesprávné nebo **zavádějící signály**, pokud jde o nabídku, poptávku nebo cenu finančního nástroje, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise, nebo

- ii) zajišťuje nebo je způsobilé zajistit cenu jednoho nebo několika finančních nástrojů, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise na **neobvyklé nebo umělé úrovni**,

pokud osoba, která uzavírá obchod, vydává pokyn k obchodování nebo jinak jedná, neprokáže, že tento obchod, pokyn nebo jednání probíhá z legitimních důvodů a v souladu s uznávanými tržními postupy

Manipulace s trhem - informační

- Šíření zavádějících informací
 - Předání nepravdivých nebo zavádějících informací
 - Jakékoliv jiné jednání manipulující s výpočtem referenční hodnoty.
- ALE! 77. Toto nařízení ctí základní práva a dodržuje zásady uznané Listinou základních práv Evropské unie (dále jen „Listina“). Toto nařízení by proto mělo být vykládáno a používáno v souladu s těmito právy a zásadami. Pokud se toto nařízení odvolává zejména na pravidla upravující svobodu tisku a svobodu slova v ostatních médiích a pravidla nebo kodexy upravující povolání novináře, je třeba přihlídnout k těmto svobodám, jak jsou zaručeny v Unii a členských státech a uznány podle článku 11 Listiny a jiných příslušných ustanovení.

Mladá fronta – publikovaná zpráva

- NSS 7 As 114/2014 - 35
- Pokuta 300tis. Kč
- V květnu roku 2009 publikovala Mladá fronta na internetových stránkách deníku E15 informaci o prodeji společnosti ORCO Property Management, a. s. (dceřiná společnosti ORCO Property Group, S.A.), americkému realitnímu fondu TVO Global Partners LLC náležejícímu do investiční skupiny TVO Groupe LLC za 2,2 miliardy eur. Tato zpráva ovšem obsahovala nesprávnou informaci, protože skutečná cena transakce nebyla účastníky zveřejněna.

Zákonné výjimky

– Manipulací s trhem **není**

a) pokyn k obchodu nebo uskutečnění obchodu, jestliže osoba podávající pokyn nebo osoba uskutečňující obchod prokáží, že mají řádný důvod k takovému pokynu nebo obchodu a tento pokyn nebo obchod je v souladu s tržními postupy uznávanými na regulovaném trhu,

b) jednání spočívající v rozšiřování nepravdivé, klamavé nebo zavádějící informace, o níž osoba, která ji rozšiřuje, nemůže vědět, že je nepravdivá, klamavá nebo zavádějící,

c) rozšiřování informace novinářem při výkonu novinářské profese, pokud novinář jedná v souladu s pravidly novinářské profese a v souvislosti s rozšiřováním informace nezíská přímo nebo nepřímo jakýkoliv prospěch nad rámec obvyklé odměny,

d) rozšiřování informace osobou provádějící průzkum, který se týká trhu s investičními nástroji nebo emitentů, nebo osobou, která doporučuje investiční strategii, pokud je taková informace nebo takové doporučení šířeno veřejně přístupnými prostředky a pokud takové osoby postupují při těchto činnostech korektně a uveřejní současně svůj případný konflikt zájmů,

e) jednání při zpětném odkupu vlastních finančních nástrojů nebo při cenové stabilizaci finančního nástroje za podmínek stanovených přímo použitelným právním předpisem EU,

Mladá fronta – závěry ČNB a NSS

- ORCO Property Group, S.A. na trhu cenných papírů zaznamenal v den uveřejnění informace
- (20. 5. 2009) posílení o 8,22%. Takové posílení kurzu kontrastuje s vývojem kurzu ve dnech předcházejících zveřejnění předmětné informace, jakož i ve dnech následujících po zveřejnění opravy předmětné informace.
- Není nutné zkoumat, zda doopravdy došlo ke zkreslení představ účastníků kapitálového trhu o hodnotě finančního nástroje a ovlivnění i kurzu akcií ORCO Property Group na akciovém trhu, protože k naplnění skutkové podstaty dochází již pouhou možností, tedy tím, že k těmto skutečnostem „může“ dojít.

Mladá fronta – výjimky?

- Novinář Mladé fronty o nepravdivosti jím uveřejněné zprávy vědět mohl
- Ke zveřejnění textu došlo v důsledku chybného překladu informací uvedených v tiskové zprávě společnosti TVO Global Partners. Pokud by tedy tento zaměstnanec věnoval překladu do českého jazyka a kontroly zprávy před jejím publikováním dostatečnou pozornost, mohl jednoduše zjistit, že rozšiřovaná zpráva není pravdivá.
- Není nutné zkoumat, zda doopravdy došlo ke zkreslení představ účastníků kapitálového trhu o hodnotě finančního nástroje a ovlivnění i kurzu akcií ORCO Property Group na akciovém trhu, protože k naplnění skutkové podstaty dochází již pouhou možností, tedy tím, že k těmto skutečnostem „může“ dojít.

Mladá fronta – výjimky?

- Etický kodex novináře a Deklarace principů novinářského chování uveřejněných na internetových stránkách organizace Syndikát novinářů.
- Požadavek pravdivosti informování veřejnosti
- Včasné, úplné, pravdivé a nezkreslené informace
- Okamžitá oprava
- Přestože tuto povinnost Mladá fronta splnila, neznamená to dle NSS zánik odpovědnosti za správní delikt, protože i dočasné zveřejnění nesprávné informace může vést k zakázanému ovlivnění trhu.
- Pravidlem novinářské profese nemůže být právo žurnalisty na chybu, ledaže by zákonodárce chtěl zajistit novinářům neomezenou imunitu....

Zprávy fyzických osob na osobních stránkách

- FO publikuje dne 21. 8. na svém profilu na sociální síti o akcích emitenta X zprávu typu „u X totálně nepochybuji o hranici 300, vidím to tak na na 350“
- Jako důvod názoru je uveden zatím nepublikovaný rozhovor s předsedou dozorčí rady emitenta X,
- Tento rozhovor je nakonec dne 27. 8. publikován na internetové televizi, neobsahuje žádné zásadní informace
- Dne 25. 8. publikuje FO na sociální síti zprávu „X jede proti proudu, 160 prolomeno a určitě nekončíme, bude to fičák“

Zprávy fyzických osob na osobních stránkách

- Neurčitost doporučení
- Čl. 17 LISTINY – svoboda projevu?
- Osobní názory a komentáře
- Facebook a Twitter – není primárně komerční, nečeká se objektivita