

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Tomáš Mach**

**Právní úprava odpovědnosti za prospekt cenných  
papírů**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Čech, LL.M., Ph.D.

Katedra: Obchodní právo

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu) : 21. června 2018

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval/a samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 108 760 znaků včetně mezer.

diplomant

V Praze dne 21. června 2018

## Poděkování:

Rád bych tímto srdečně poděkoval zejména JUDr. Petrovi Čechovi, LL.M., Ph.D., a to nejen za věcné připomínky a pomoc při zpracování mé práce, ale také za jeho neutuchající zápal do akademické činnosti a vychovávání budoucích generací právníků. Taktéž děkuji svým nejbližším za podporu v rámci celého mého studia.

## Obsah

1. Úvod .....	1
2. Pojem prospekt cenného papíru .....	3
2.1. Principy a cíle právní úpravy prospektu cenného papíru .....	3
2.1.1. Vybrané aspekty prospektu cenného papíru dle evropské a české právní úpravy ..	5
2.1.1.1. Obsahové náležitosti .....	6
2.1.1.2. Proces přípravy, uveřejňování a schvalování prospektu .....	7
2.1.1.3. Výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt .....	9
2.1.1.4. Rizikové faktory .....	10
2.1.1.5. Shrnutí .....	11
2.1.1.6. Prospekt při následné veřejné nabídce cenných papírů .....	12
2.1.1.7. Změny prospektu .....	13
3. Evropský rozměr odpovědnosti za prospekt cenného papíru .....	15
3.1. Odpovědnost za prospekt v judikatuře Evropského soudního dvora .....	16
3.1.1. Rozhodnutí ve věci Alfred Hirmann .....	16
3.1.1.1. Předmět posouzení .....	17
3.1.1.2. Rakouská právní úprava .....	17
3.1.1.3. Skutkový stav .....	18
3.1.1.4. Právní posouzení .....	19
3.1.2. Rozhodnutí ve věci Harald Kolassa .....	21
5. Soukromoprávní odpovědnost za prospekt cenného papíru a její důsledky v české právní úpravě .....	23
5.1. Aplikovatelnost právní úpravy odpovědnosti za vady v souvislosti s vadným prospektem .....	24
5.1.1. Bezvadného plnění .....	25
5.1.2. Předpoklady vzniku smluvní odpovědnosti a práva na vadné plnění za prospekt nevyhovující zákonným požadavkům .....	25
5.1.2.1. Je prospekt obsahující neúplné, nepravdivé, zavádějící nebo klamavé informace zároveň vadným plněním? .....	26
5.1.2.2. Příčinná souvislost a vzniklá škoda .....	27
5.1.2.3. Další předpoklady vzniku práv z vadného plnění .....	29
5.1.3. Práva z vadného plnění náležející poškozenému investorovi .....	30
5.1.4. Přednostní použitelnost smluvní odpovědnosti před deliktní odpovědností .....	31
5.2. Předšmluvní odpovědnost jakožto porušení zákonné informační povinnosti .....	32
5.2.1. Je možné smluvě omezit či vyloučit předšmluvní informační povinnost v souvislosti s prospektem? .....	33
5.2.2. Důsledky porušení předšmluvní informační povinnosti .....	33
5.2.3. Jakou škodu nahrazovat? .....	35

<b>5.3. Může být vadný prospekt předpokladem omylu v právním jednání?</b> .....	36
<b>5.3.1. Mylná představa investora o informacích obsažených v prospektu</b> .....	36
<b>5.3.2. Podmínky uplatnění omylu</b> .....	37
<b>5.3.2.1. Účast druhé strany</b> .....	37
<b>5.3.2.2. Omluvitelnost</b> .....	38
<b>5.3.3. Důsledky jednání v omylu</b> .....	39
<b>5.4. Nekalosoutěžní jednání spočívající v uveřejnění vadného prospektu</b> .....	40
<b>5.4.1. Důvody pro použití právní úpravy nekalé soutěže v souvislosti s prospektem</b> .....	41
<b>5.4.2. Lze prospekt považovat za reklamní sdělení?</b> .....	41
<b>5.4.3. Obecné vymezení reklamy</b> .....	42
<b>5.4.4. Klamavá reklama dle občanského zákoníku a její aplikovatelnost na prospekt</b> .....	42
<b>5.4.4.1. Reklama související s podnikáním nebo povoláním sledující podporu odbytu</b> ..	43
<b>5.4.4.2. Prostředky klamavé reklamy</b> .....	43
<b>5.4.4.3. Klavamost či způsobilost klamat osoby, jimž je určena nebo k nimž dospěje</b> ..	43
<b>5.4.4.4. Způsobilost ovlivnit hospodářské chování</b> .....	44
<b>5.4.5. Důsledky porušení nekalosoutěžního jednání v podobě klamavé reklamy</b> .....	45
<b>7. Závěr</b> .....	47

## 1. Úvod

Cílem mé práce je pokusit se alespoň teoreticky nastítnit důsledky plynoucí z toho, že emitent v souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů či jejich přijetím k obchodování na regulovaný trh vyhotoví a uveřejní prospekt, který neodpovídá zákonným požadavkům, tedy obsahuje neúplné, nesprávné zavádějící či klamavé informace. Číním tak zejména z důvodu toho, že mne jednak tato oblast práva upřímně zajímá a fascinuje, a jednak kvůli tomu, že dle mého nejlepšího svědomí a vědomí neexistuje žádná publikace či vědecká práce, které by uvedené téma v kontextu českého práva komplexně zpracovávala. Uvědomuji si, že je to cíl velice ambiciózní a jsem srozměn s tím nést následky své snahy o průkopnictví.

Je až s podivem, že takto silně regulovaná oblast práva, čímž právo kapitálové trhu nepochybně je, zůstává v kontextu české právní úpravy stále bez uspokojivé odpovědi na otázku, jaký je skutečný rozsah a obsah odpovědnosti za prospekt cenného papíru. Chápeme-li zpracování a uveřejnění prospektu jako základní povinnost nabízejícího, respektive emitenta, spojenou jak s veřejnou nabídkou cenných papírů, tak s přijetím účastnických cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, je nezbytné alespoň se pokusit na tuto otázku nalézt odpověď.

Není ambicí této práce popsat podrobně celou právní upravu prospektu cenného papíru. To by ostatně dalekosáhle přesahovalo rozsah kladený na tento typ práce. Proto jsou, zejména v první kapitole této práce, vybrány pouze určité fragmenty dané právní úpravy, které dle mého názoru úzce souvisejí s problematikou odpovědnosti za prospekt a na které je nezbytné upozornit před tím, než může být věnována pozornost samotnému rozboru odpovědnosti za prospekt. Musím se zároveň omluvit čtenářům, kteří (ač správně) dle názvu mé práce očekávali rozbor veškerých důsledků spojených s vadně vyhotoveným a uveřejněným prospektem. S ohledem na formát této práce jsem se rozhodl zaměřit pouze na soukromoprávní důsledky vyhotovení a uveřejnění zákona nevyhovujícímu prospektu. Zcela stranou tedy nechávám zejména opatření, které je v takové situaci oprávněn učinit regulátor kapitálových trhů, včetně dalších veřejnoprávních sankcí, jako je i například odpovědnost na správní delikt nekalých soutěžních praktik dle zákona č. 634/1992 Sb., zákon o ochraně spotřebitele. V práci neuvažuji též možné trestněprávní dopady uvedeného jednání.

Při zpracování této práce bylo nezbytné vycházet kromě české právní úpravy i z úpravy na úrovni Evropské unie. V současnosti stále stěžijním předpis je v tomto ohledu Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES (dále jen „prospektová směrnice“). Vedle této prospektové

směrnice bylo přijato dne 14. června 2017 Nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES (dále jen „nařízení o prospektu“), které prospektovou směrnicí postupně nahradí, a to v úplném rozsahu k 21. červenci 2019.

V důsledku absence tuzemské literatury a hlavně judikatury, vážící se k danému tématu, jsem byl jednak nucen „půjčovat“ si již zavedené mechanismy týkající se odpovědnosti za prospekt z jiných právních řádů, ale také používat zavedené a podrobně vymezené instituty českého práva, které se svou povahou dají pro účely této práce použít na odpovědnost za prospekt cenného papíru. V rámci akademické svobody necht' je mi toto dovoleno.

Tato práce zpracovává příslušné právní předpisy k 20. červnu 2018.

## 2. Pojem prospekt cenného papíru

Potřeba uvědomit si základní principy, na kterých je právní úprava prospektu založena, jakož i funkce, které prospekt plní, je stěžejní otázkou pro rozbor samotné právní úpravy odpovědnosti za prospekt. Dává nám totiž odpověď na otázku, jaký je účel právní úpravy odpovědnosti za prospekt, jaké cíle sleduje a koho má chránit. Vedle toho je nezbytné vymezit si základní parametry prospektu, abychom mohli určit rozsah odpovědnosti a důsledky s ní spojené.

### 2.1. Principy a cíle právní úpravy prospektu cenného papíru

V ekonomicky vyspělých zemích je pravidlem, že veřejnou nabídku cenných papírů nebo jejich přijetí k obchodování na regulovaném trhu je možné uskutečnit pouze po předchozím uveřejnění schváleného prospektu cenného papíru<sup>1</sup>. Pro tento druh dokumentu je typické, že obsahuje celou řadu zákonem předepsaných informací a odhaluje vše, co by mohlo mít materiální význam pro investory při jejich rozhodování cenné papíry, jež jsou předmětem veřejné nabídky nebo jsou obchodovány na regulovaném trhu, nakoupit<sup>2</sup>. Můžeme tedy říci, že prospekt cenného papíru plní funkci základního a informačního dokumentu, jehož úkolem je poskytnout investorům dostatečné a včasné informace o nabízeném cenném papíru, které by měl investor zvážit před tím, než se rozhodne investovat do cenného papíru<sup>3</sup>.

Právní úprava prospektu je založena na principu tzv. úplného uveřejnění veškerých informací materiálního charakteru<sup>4</sup>. To lze shrnout tak, že úkolem právní úpravy je zajistit, aby investorům byly poskytnuty všechny relevantní informace a oni tak mohli provést nezávislé a informované rozhodnutí o investici do cenných papírů. Není tedy otázkou, zda uveřejňovat informace v prospektu či nikoli, ale v jaké míře a šíři informace zveřejňovat, do jaké míry by takové informace měly podléhat přezkumu ze strany regulátora trhu, a jaké sankce by měly být ukládány odpovědným osobám za nedodržení pravidel úplného uveřejnění. V podstatě každá právní úprava má své zástance i odprůce, přičemž zákonný režim úplného uveřejnění není

---

<sup>1</sup> První moderní právní úpravu prospektu cenného papíru znal již britský Companies Act 1844, který však neobsahoval přesné vymezení obsahu a struktury prospektu cenného papíru, což, mimo jiné, vedlo k tomu, že odpovědnost spojená s prospektem cenného papíru nebyla faktickou hrozbou pro emitenty a další osoby odpovědné za jeho zpracování. Až o více než 60 let později přišel Companies Act 1900 s přesným režimem uveřejňování informací v prospektu cenného papíru, čím nabyla na důležitost i odpovědnost s prospektem spojená - Coffee, J. in Hopt, K. a Wymeersch, E. *Capital Markets and Company Law*. New York: Oxford University Press. 2003. ISBN 0-19-925558-X, s. 703.

<sup>2</sup> Wood, F. *Law and Practise of International Finance*. University edition. London: Sweet & Maxwell. 2008. ISBN 978-1-847-03255-3, s. 171.

<sup>3</sup> Smutný A. in Husták, Z., Šovar, J., Franěk, M., Smutný, A., Cetlová, K., Doležalová, D. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. Vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 375.

<sup>4</sup> Wood, opt. cit., s. 372.



vyjímkou. Mezi argumenty podporující tento režim patří zejména to, že (i) snižuje možnosti podvodných jednání ze strany emitentů, (ii) zvyšuje veřejnou víru v kapitálové trhy, (iii) a chrání méně zkušené investory před informační asymetrií, čímž napomáhá redistribuci kapitálových výnosů směrem k emitentům<sup>5</sup>. Úplné uveřejnění informací dále napomáhá efektivnímu fungování kapitálových trhů, neboť cena nabízených cenných papírů je přesněji determinována a kapitál je tím pádem efektivněji alokován. Nakonec tento přístup vede ke snížení potenciální ztrát a nákladů utrpěných insolvenčními řízeními, a to jak pro investory, tak pro finanční sektor jako takový<sup>6</sup>. Naopak, mezi nevýhody lze zařadit (i) náklady spojené s vypracováním prospektu a jeho revizí ze strany regulátora, (ii) delší časovou náročnost emisí cenných papírů vyžadující vypracování prospektu a s tím související sníženou likviditu kapitálových trhů, (iii) určitou těžkopádnost kapitálových trhů ztěžující možnost získání financování na kapitálových trzích, a (iv) skutečnost, že rozdílná právní úprava prospektu v jednotlivých státech vede k vytváření umělých hranic zabraňujících přílivu zahraničního kapitálu<sup>7</sup>. S posledně jmenovaným záporným argumentem pod bodem (iv) úzce souvisí i odpovědnost za prospekt, neboť jak bude ukázáno níže je oblast odpovědnosti za prospekt zrovna tou částí právní úpravy prospektu, které není ani v rámci Evropské unie jednotná.

Prospekt plní několik velice důležitých funkcí. Zprvé zajišťuje ochranu investorů tím, že jim poskytuje informace, které jsou podle povahy emitenta a cenných papírů nezbytné k tomu, aby investoři mohli činit informovaná investiční rozhodnutí<sup>8</sup>. Poskytování takových informací zároveň zvyšuje efektivnost trhu a posiluje vnitřní trh s kapitálem, neboť tyto informace jsou účinným prostředkem zvyšování důvěry v cenné papíry, k nimž je prospekt vydáván<sup>9</sup>. Nesmíme však zapomínat ani na další důležitou funkci prospektu, kterou můžeme pro účely této práce nazvat „směnou“ funkcí. Tato úloha prospektu spočívá v tom, že umožňuje směnu investičních cenných papírů<sup>10</sup>. Investiční cenné papíry, jakožto finanční produkty, lze účinně směnit pouze tak, že bude kupující dostatečně obeznámen s jejich vlastnostmi – tedy právy a povinnostmi, které jsou s nimi spjaty<sup>11</sup>. Lze to názorně ilustrovat na jednoduchém příkladu s prodejem ovoce. Prodává-li někdo jablka a banány, může jakýkoli potenciální kupující přijít a nabízená jablka a

---

<sup>5</sup> Wood, opt. cit., s. 373.

<sup>6</sup> Tím míníme jak náklady přímé, tedy náklady na vedení insolvenčního řízení a účast v něm, jakožto i náklady na právní a jiné poradenství, tak i náklady nepřímé spočívající v negativních důsledcích zahájeného insolvenčního řízení na majetek dlužníka, včetně nákladů příležitostí – viz Richter, T. *Insolvenční právo*. 2. vydání., Praha: Wolters Kluwer ČR, a. s., 2017, ISBN 978-80-7552-444-7, s. 77.

<sup>7</sup> Wood, opt. cit., s. 374.

<sup>8</sup> Viz recitál 7 nařízení o prospektu.

<sup>9</sup> Ibid.

<sup>10</sup> Wood, opt. cit., s. 372.

<sup>11</sup> Viz definice cenného papíru dle ustanovení § 514 Noz.

banány si prohlédnout, a na základě toho učinit informované rozhodnutí o jejich koupit. To však u investičních cenných papírů není možné, neboť jejich hodnota je dána především v osobě emitenta, který takové investiční cenné papíry vydal. Roli pomyslného informátora o vlastnostech nabízených investičních cenných papírů tu plní prospekt, jakožto nástroj poskytující investorům dostatečné a včasné informace o nabízeném investičním cenném papíru, který by měl investor vzít v potaz při rozhodování o investování. Tuto úlohu prospektu podporuje i fakt, že emitenti, kteří by neposkytli dostatečné informace o nabízených cenných papírech, by hledali investory s většími obtížemi a jejich kapitál by byl dražší<sup>12</sup>.

### 2.1.1. Vybrané aspekty prospektu cenného papíru dle evropské a české právní úpravy

Základní stavební kámen právní úpravy prospektu cenného papíru je v České republice obsažen v ustanoveních § 36 až §36m zákona č. 256/2004 Sb., zákon o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“ nebo „ZPKT“). Jde však o úpravu, zejména v otázce obsahu a struktury prospektu cenného papíru, minimální. Obsah, struktura a další náležitosti prospektu cenného papíru jsou (zatím) dále podrobně upravena prospektovou směrnicí a k tomu vydaným přímo použitelným prováděcím Nařízením Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů (dále jen „nařízení Komise“). Slovo zatím používám záměrně z toho důvodu, že již bylo přijato nařízení o prospektu, jehož cílem je zejména „zjednodušení přípravy a schvalování prospektu, zkrácení a zestručnění jeho obsahu a odbourání administrativní překážek a nákladů“<sup>13</sup>, a které v určitých časových fázích nahradí stávající prospektovou směrnicí, a to v úplném rozsahu k 21. červenci 2019. Za povšimnutí jistě stojí skutečnost, že evropský zákonodárce opustil současnou koncepci úpravy v podobně směrnice a zvolil nově úpravu nařízením. To lze jistě přivítat, neboť právní úprava v podobně nařízení má celounijní působnost<sup>14</sup> a lépe zabezpečí jednotnou úpravu prospektu cenného papíru napříč kapitálovými trhy v rámci Evropské unie. To ovšem neznamená, že napříště bude právní úprava prospektu cenného papíru v celé Evropské unii stejná. Nařízení na určitých místech ponechává na členských státech, aby upravili některé dílčí aspekty prospektu cenného papíru ve vnitrostátní právní úpravě. Tak je tomu i v případě odpovědnosti za prospekt cenného papíru.

---

<sup>12</sup> Wood, opt. cit. s. 373.

<sup>13</sup> V podrobnostech blíže viz Murár, F., *Co přinese nové evropské nařízení o prospektu?* Dostupné na: <https://www.epravo.cz/top/clanky/co-prinese-nove-evropske-narizeni-o-prospektu-107331.html>.

<sup>14</sup> Srov. Tomášek, M., Týč, V. a kol. *Právo Evropské unie*. 2. aktualizované vydání. Praha: Leges, 2017, str. 107.

Při psaní této práce jsem byl postaven před otázku, zde v této části odkazovat na současnou právní úpravu obsaženou v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu a prospektové směrnici, včetně výše zmíněného prováděcího nařízení Komise, nebo již používat platné, ale zatím stále v drtivé většině neúčinné nařízení o prospektu. Nakonec jsem se rozhodl pro kompromis. Používat účinnou úpravu považuji za vhodnou zejména z toho důvodu, že než nařízení o prospektu nabyde plné účinnosti, bude se režim prospektu související se všemi veřejnými nabídkami cenných papírů či jejich přijetím k obchodování na regulovaném trhu řídit touto právní úpravou. Na druhé straně je potřeba již v některých ohledech odkazovat na nové nařízení o prospektu tak, aby tato práce neztratila brzy na aktuálnosti. V další části budu tedy používat v zásadě současnou účinnou právní úpravu s tím, že kde to budu považovat za vhodné, upozorním na novou právní úpravu dle nařízení o prospektu.

#### **2.1.1.1. Obsahové náležitosti**

Základní struktura a minimální obsahové náležitosti jsou stanoveny v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu. Dle ustanovení § 36 odst. 1 ZPKT musí prospekt obsahovat veškeré údaje, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a cenných papírů, které jsou veřejně nabízeny nebo ohledně nichž je žádáno o přijetí k obchodování na evropském regulovaném trhu, nezbytné pro investory k zaslouženému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, majetku a dluhů, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta a případně třetí osoby zaručující se za splacení cenných papírů. Z daného slovního spojení „vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a cenných papírů“ jasně vyplývá, že obsahové náležitosti každého jednotlivého prospektu budou rozdílné. Co se týče zpracování, musí být prospekt formulován srozumitelně a způsobem umožňujícím snadnou analýzu. Podrobnou úpravu obsahových náležitostí prospektu však obsahuje Nařízení Komise, které detailně popisuje, které informace o emitentovi a nabízených cenných papírech mají být v prospektu uvedeny. Za účelem jednotného výkladu obsahových náležitostí prospektu vydal Evropský orgán pro cenné papíry a trh (tzv. ESMA) výkladové stanovisko, které dané požadavky dále upřesňuje<sup>15</sup>. Úprava obsahových náležitostí prospektu v Nařízení Komise je velmi detailní a nebylo by účelné uvádět jednotlivé položky, které má prospekt obsahovat, neboť je mnoho faktorů, které obsah prospektu přímo determinují. Za všechny tyto faktory lze uvést alespoň to, že pro konečný obsah prospektu bude mít stěžejní význam, zda bude zpracováván pro účely

---

<sup>15</sup> Viz *ESMA update of the CESR recommendations on the consistent implementation of Commission Regulation (EC) No 809/2004 implementing the Prospectus Directive*. Dostupné na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/11\\_81.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/11_81.pdf).

veřejné nabídky či přijetí k obchodování na regulovaném trhu týkající se kapitálových investičních cenných papírů ve smyslu § 34 odst. 2 písm. a) ZPKT nebo dluhových investičních cenných papírů ve smyslu § 34 odst. 2 písm. b) ZPKT.

Nutno podotknout, že stanovení obsahových náležitostí prospektu je nastaveno jako minimální. To znamená, že zpracovatel může v prospektu uvést i další informace o emitentovi či o cenných papírech, pakliže jsou takové informace relevantní, a nedojde-li tím k narušení povahy prospektu jako informativního dokumentu<sup>16</sup>. Aby bylo zajištěno, že jsou investorům poskytovány informace v potřebném rozsahu a kvalitě, jsou v rámci Evropské unie obsah a forma prospektu cenného papíru harmonizovány a standardizovány na vysoké úrovni<sup>17</sup>.

Z obsahového hlediska je velice zajímavá úprava uveřejňování tzv. předpovědí (*forward looking statements*) v rámci prospektu, kdy zpracovatelé musejí být velice na pozoru při formulování určitého budoucího vývoje a z hlediska odpovědnosti je praxí, že takové předpovědi jsou doprovázeny upozorněním o jejich nesjitém splnění<sup>18</sup>.

#### **2.1.1.2. Proces přípravy, uveřejňování a schvalování prospektu**

Dle ustanovení § 36 odst. 6 ZPKT vyhotovuje prospekt emitent nebo osoba, která má v úmyslu veřejně nabízet cenné papíry nebo která žádá o přijetí cenného papíru k obchodování na evropském regulovaném trhu, nebo organizátor regulovaného trhu, který má v úmyslu sám přijmout cenný papír k obchodování na jím organizovaném regulovaném trhu bez souhlasu emitenta. Všechny tyto osoby jsou při přípravě prospektu povinny postupovat s odbornou péčí, tzn. kvalifikovaně, čestně, odpovědně, spravedlivě a v nejlepším zájmu investorů<sup>19</sup>. Odborná péče tedy klade na osobu zpracovatele, který vystupuje v pozici odborníka ve smyslu ustanovení § 5 odst. 1 Noz, vyšší požadavky na míru pečlivosti, kterou je daný zpracovatel povinný při přípravě prospektu vynaložit<sup>20</sup>. Konkrétně to znamená, že prospekt nesmí obsahovat informace nejasné, nepravdivé, zavádějící nebo klamavé (§ 15a odst. 1 věta první ZPKT.) Nadto by prospekt neměl obsahovat ani informace, jež nejsou pro emitenta a dotčené cenné papíry podstatné nebo specifické, neboť by mohly zastínit informace, které jsou pro investiční rozhodnutí důležité, což by mohlo oslabit ochranu investorů<sup>21</sup>.

<sup>16</sup> Smutný in Zahusták a kol., opt. cit. s. 385.

<sup>17</sup> Mazanec, L., Seknička P., *Primární veřejná nabídka akcií a význam prospektu v tomto procesu*. Obchodní právo 7-8/2015, s. 254.

<sup>18</sup> Davies, P. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. Seventh edition. London: Sweet & Maxwell. 2003. ISBN 80-7273-122-X, s 657.

<sup>19</sup> Úřední sdělení ČNB ze dne 27. srpna 2010 č. 21710580, s. 3. Dostupné na [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

<sup>20</sup> Hobza, M., Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství. Obchodněprávní revue 11-12/2015.

<sup>21</sup> Viz nařízení o prospektu, recitál 27.

Prospekt lze zpracovat jako jednotný dokument, nebo jako dokument složený z několika složek, tzv. dělený prospekt, který se skládá z registračního dokumentu, dokladu o cenných papírech a shrnutí. Údaje o emitentovi jsou obsaženy v registračním dokumentu, informace o nabízených cenných papírech jsou uvedeny v dokladu o cenných papírech a konečně rekapitulaci základních informací nalezneme ve shrnutí<sup>22</sup>. Motivací emitenta zvolit formu děleného prospektu bude zejména využití následujících výhod. Předně je možné proces zpracování a schválení děleného prospektu rozdělit do více fází, přičemž emitent může nejprve zpracovat registrační dokument, který předloží České národní bance ke schválení, a je-li Českou národní bankou schválen, může jej rovnou uveřejnit. Tímto postupem může emitent dosáhnout značného urchlení procesu schvalování prospektu, neboť další řízení o zbytku prospektu se bude věnovat už pouze posouzení dokladu o cenných papírech a shrnutí<sup>23</sup>. Další výhodou děleného prospektu lze spařovat v jeho využití při navazujících nabídkách dalších cenných papírů. I v těchto případech může dělený prospekt přispět ke zjednodušení a urychlení procesu schvalování, neboť jednou schválený a publikovaný registrační dokument lze použít spolu s dokladem o cenných papírech a shrnutím tykající se jiných cenných papírů téhož emitenta<sup>24</sup>. Vypracování prospektu lze usnadnit formou odkazování na již uveřejněné a schválené dokumenty Českou národní bankou či povinně uveřejňované dokumenty dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, přičemž odkazované dokumenty musejí být dle ustanovení § 36 odst. 4 ZPKT dostupné po celou dobu uveřejnění prospektu. Takovýto postup usnadňuje proces zpracování prospektu a snižuje náklady emitentů, přičemž nedochází ke snižování úrovně ochrany investorů<sup>25</sup>.

Zpracovatel prospektu podává žádost o jeho schválení České národní bance, která o schválení či neschválení prospektu rozhodne ve správním řízení do deseti pracovních dnů od podání žádosti, pakliže jsou součástí žádosti doklady o tom, že emitent cenného papíru uvedeného v prospektu má už cenné papíry přijaté k obchodování na evropském regulovaném trhu nebo už veřejně cenné papíry nabízel. Jestliže tomu tak není, prodlužuje se lhůta, ve které má Česká národní banka rozhodnout o dalších 20 pracovních dní. V souladu s ustanovením § 36c odst. 7 ZPKT může Česká národní banka vyzvat zpracovatele o doplnění prospektu, jsou-li předložené dokumenty neúplné nebo je nutné doplnění dalších údajů. Na žádost zpracovatele může Česká národní banka podle ustanovení § 36e ZPKT povolit zúžení prospektu o některé

---

<sup>22</sup> Dědič, J., Štenglová, I., Kříž, R., Čech, P. *Akciové společnosti*, 7., přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-404-9, s. 60.

<sup>23</sup> Čech, P. in Černá, S., Štenglová, I., Pelikánová, I. a kol. *Právo obchodních korporací*. 1. vydání- Praha: Wolters Kluwer, 2015, ISBN 978-80-7478-735-5, s. 584.

<sup>24</sup> Tamtéž.

<sup>25</sup> European Commission. Consultation Document Review of the Prospectus Directive, ze dne 18. února 2015, s. 17. Dostupné na: [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document_en.pdf), s. 15.

náležitosti, pokud se tím prospekt nestane klamavý a pokud bude zúžen pouze o taxativně vypočtené náležitosti v § 36e ZPKT. Tím dochází k určitému omezení případné odpovědnosti za prospekt, neboť je-li v něm obsaženo méně informací, je menší šance, že některá z nich bude neúplná, nepravdivá, zavádějící nebo klamavá. Obsahuje-li prospekt veškeré zákonem vyžadované informace, Česká národní banka jej schválí. Je však třeba poznamenat, že schválení prospektu ze strany regulátora (České národní banky) nevylučuje odpovědnost jeho zpracovatele, neboť regulátor neposuzuje pravdivost zveřejněných informací v prospektu<sup>26</sup>.

Bez zbytečného odkladu po schválení prospektu musí dojít k jeho uveřejnění jedním ze způsobů uvedených v ustanovení § 36h odst. 1 písm. a) až e) ZPKT. Dodejme, že emitent má povinnost uveřejnit prospekt dříve, než dojde k veřejné nabídce cenných papírů či k jejich přijetí k obchodování na regulovaném trhu. Jednou schválený prospekt cenného papíru lze využít pro účely veřejné nabídky a přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu po dobu 12 měsíců ode dne, kdy rozhodnutí České národní banky o jeho schválení nabylo právní moci. U přeshraničních transakcí hraje důležitou úlohu tzv. jednotný evropský pas. Jeho cílem je zaručit, že jednou schválený prospekt může být použit pro účely veřejné nabídky a přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu ve všech členských státech Evropské unie, aniž by bylo zapotřebí nového rozhodnutí příslušného orgánu dozoru v hostitelském státě, čímž je zaručeno, že v případech přeshraničního nabízení nebudou na nabízejícího kladeny zbytečné administrativní zátěže<sup>27</sup>. Podobně platí tento princip i pro jazyk prospektu. Dojde-li ke zpracování prospektu v jazyce obvyklém ve sféře mezinárodních financí (anglicky), není zapotřebí překládat celý prospekt do úředního jazyka hostitelského státu, postačí však přeložení pouze shrnutí<sup>28</sup>. Tato skutečnost, mimo jiné, zvyšuje důležitost shrnutí, neboť shrnutí bývá často jediným dokumentem, se kterým se investoři mají možnost seznámit. Obecně vyhotovení pouze anglické verze prospektu má výhodu zejména při transakcích s přeshraničním prvkem, neboť není potřeba vyhotovit více jazykových znění a tudíž je omezena i případná odpovědnost za rozpor mezi jazykovými verzemi.

### **2.1.1.3. Výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt**

Bylo by však neefektivní pro fungování mezinárodních trhů s investičními cennými papíry, kdyby bylo zpracování a uveřejnění prospektu vyžadováno při všech emisích investičních cenných papírů. Proto také právní úpravy obsahují určité výjimky z povinnosti

---

<sup>26</sup> Garcimartín, F. *The law applicable to prospectus liability in the European Union. Law and Financial Markets Review*. November 2011, s. 450.

<sup>27</sup> Mazanec/Seknička. opt. cit.

<sup>28</sup> Čech, P. in Černá a spol., opt. cit., s. 584.

zpracovat prospekt, čímž usnadňují emise investičních cenných papírů a podporují trh s investičními cennými papíry<sup>29</sup>. Výjimky z povinnosti zpracovat a uveřejnit prospekt mají značný význam pro oblast odpovědnosti. Jednoduše řečeno, není-li povinnost zpracovat prospekt, nebude zpravidla prospekt, a tudíž ani odpovědnost s ním spojená.

Například při veřejné nabídce není v souladu s § 35 odst. 2 písm. a) až d) ZPKT zapotřebí vyhotovovat prospekt, jestliže je veřejná nabídka (i) určena výhradě kvalifikovaným investorům, (ii) určena omezenému okruhu osob, tjn. maximálně 150 osoby v jednom členském státě Evropské unie, nepočítaje kvalifikované investory, (iii) nejnižší možná investice v rámci veřejné nabídky nepřekračuje stanovený limit nebo (iv) jestliže jmenovitá hodnota nebo cena za kus veřejně nabízených papírů nepřesahuje stanovený limit. To má značný dopad zejména v případě, že je veřejná nabídka cenných papírů činěna ve více členských státech, protože pak může nastat situace, kdy na území jednoho členského státu vznikne nabízejícímu povinnost uveřejnit prospekt, zatímco v jiném členském státě tuto povinnost zveřejnit prospekt mít nebude, neboť jsou zde jiné limity pro výjimku. Tím může dojít k asymetrické situaci, v níž pro účely veřejného nabízení v některých státech bude nutné předložit ke schválení a uveřejnit prospekt cenného papíru a v jiných nikoliv<sup>30</sup>. Investoři v jednotlivých státech budou mít k dispozici rozdílný okruh informací.

Je vhodné doplnit, že na základě § 34 odst. 5 ZPKT může zpracovatel dobrovolně vyhotovit a uveřejnit prospekt, i když to to regulace veřejné nabídky v těchto případech nevyžaduje. Motivací emitenta bude zejména jeho zájem o maximální otevřenost vůči investorské veřejnosti, čímž může dojít k ztraktivnější dané investice formou dobrovolného podřízeního se regulatorním požadavků na vyhotovení prospektu<sup>31</sup>. Na druhou stranu se tímto emitent zároveň dobrovolně vystavuje případně odpovědnosti za prospekt. Naopak, čím může emitent dosáhnout zúžení případné odpovědnosti za prospekt je to, že splní definiční znaky malého a středního podniku, tak jak je vymezuje čl. 2 odst. 1 písm. f) prospektové směrnice, čímž se mu otevře prostor pro možnost využití mírnějšího režimu pro obsah prospektu, který je určitým způsobem zjednodušen s ohledem na charakter daného emitenta.

#### **2.1.1.4. Rizikové faktory**

Rizikové faktory hrají jednak důležitou úlohu pro rozhodování potencionálních investorů o konkrétní investici do cenných papírů, přičemž jsou význané i z hlediska potencionální odpovědnosti emitenta za obsah prospektu. Nařízení o prospektu přineslo řadu změn

---

<sup>29</sup> Wood, opt. cit. s. 171.

<sup>30</sup> Mazanec/Seknička. opt. cit.

<sup>31</sup> Tamtéž.

v požadavcích na rizikové faktory uváděné v rámci prospektu. Proto v této části odkazují na již novou úpravu rizikových faktorů dle nařízení o prospektu.

Právní úprava požaduje uvádět rizikové faktory v prospektu kvůli tomu, aby investoři tato rizika informovaně posoudili, a tudíž činili investiční rozhodnutí na základě úplné znalosti skutečností<sup>32</sup>. Z tohoto důvodu by rizikové faktory měly upozorňovat pouze na rizika, která jsou pro emitenta a jím vydávané cenné papíry významná a specifická, přičemž v prospektu by neměly být obsaženy takové rizikové faktory, které jsou obecné a slouží pouze k vyloučení odpovědnosti, neboť takový postup by mohl skrýt význam konkrétnějších rizikových faktorů, které by investoři měli při svém rozhodování vzít v potaz<sup>33</sup>. V tomto vidím jasný signál k tomu, že by nemělo docházet ke snaze emitentům zbavovat se odpovědnosti za prospekt pomocí uvádění nepodstatných rizikových faktorů. Na druhou stranu čl. 16 nařízení o prospektu klade na emitenty poměrně těžké břemeno posouzení, jaké rizikové faktory v prospektu uvést. Konkrétně daný článek nařízení o prospektu vyžaduje, aby emitent při sestavování prospektu posoudil významovost jednotlivých rizikových faktorů na základě pravděpodobnosti jejich naplnění a očekávaného rozsahu jejich negativních důsledků. Jednotlivé rizikové faktory musejí být náležitě popsány a zařazeny do omezeného počtu kategorií dle závislosti na jejich povaze, přičemž v každé kategorii je potřeba rizikové faktory seřadit sestupně dle jejich významu. Dané požadavky právní úpravy v nařízení o prospektu týkající se sestavování rizikových faktorů vnímám jako zdroj potencionální odpovědnosti emitentat za obsah prospektu.

#### **2.1.1.5. Shrnutí**

Shrnutí prospektu má sloužit jako stručný, jasný a přehledný dokument, který umožní snadnou orientaci mezi srovnatelnými cennými papíry, zejména pro retailové investory<sup>34</sup>. Dle ustanovení § 36 odst. 5 ZPKT má shrnutí prospektu představovat stručný a srozumitelný dokument, z čehož vyplývá, že by neměl být napsán nadměrně technicistním či sofistikovaným odborným jazykem za využití odborné terminologie, což by z něj dělalo obtížně srozumitelný dokument především pro méně sofistikované investory<sup>35</sup>. Ani tak se však ve shrnutí nelze vyvarovat používání odborných právních a ekonomických pojmů. Je však třeba najít odpovídající způsob formulace požadovaných informací tak, aby to odpovídalo účelu shrnutí, jakožto stručného a srozumitelného dokumentu, který uvádí strukturovaný výčet klíčových

---

<sup>32</sup> Viz nařízení o prospektu, recitál 54.

<sup>33</sup> Tamtéž.

<sup>34</sup> European Commission, opt. cit., s. 17.

<sup>35</sup> Mazenec/Seknička, opt. cit.



informací, umožňující investorům správně pochopit podstatu předmětných cenných papírů a rizika s nimi spojená<sup>36</sup>.

Shrnutí bude mít i ponovu dle nařízení o prospektu uniformní strukturu, nicméně ta bude spolu s obsahem určena méně rigidní způsobem umožňující emitentů větší volnost při formulaci shrnutí<sup>37</sup>. Pakliže jsou informace ve shrnutí prospektu prezentovány spravedlivě a vyváženě, je na emitentovi, které informace bude považovat za natolik podstatné, aby je uvedl ve shrnutí<sup>38</sup>.

Důležitost shrnutí je posílena i faktem, že prospekty samotné se jen zřídka stávají předmětem podrobného studia ze strany investorů, a tak je shrnutí často jediným relevantním dokumentem poskytující informace investorům<sup>39</sup>. S tím souvisí i odpovědnost za shrnutí, která je v souladu s § 36b odst. 2 ZPKZ omezena tím způsobem, že případná žaloba základající se jen na shrnutí (bez ohledu na zbytek prospektu) může být úspěšná, jen pokud by se obsah shrnutí od zbytku prospektu lišil nebo obsahoval opomenutí zcela zásadní informace.<sup>40</sup>

#### **2.1.1.6. Prospekt při následné veřejné nabídce cenných papírů**

V praxi veřejných nabídek může dojít k situaci, ve které by nebylo spravedlivé a ani účelné požadovat po nabízejícím při následné veřejné nabídce zpracování nového prospektu, například protože je pouhým dílčím agentem v rámci širší, prospektem plně „pokryté“ nabídky<sup>41</sup>. Proto platí pro tyto tzv. kaskádové nabídky výjimka z povinnosti zpracovat prospekt, a to za předpokladů dle § 35b ZPKT. Dané ustanovení stanoví podmínky pro použití původního prospektu při následné veřejné nabídce: (i) po dobu trvání následné veřejné nabídky je adresátům veřejné nabídky k dispozici prospekt vyhotovený v souvislosti s původní veřejnou nabídkou, (ii) tento prospekt je platný v souladu s § 36i ZPKT a (iii) osoby činící následnou veřejnou nabídku se písemně dohodli se všemi osobami, které původní prospekt vypracovaly, na jeho použití v následné veřejné nabídce.

Takové použití původního prospektu má, například oproti zpracování prospektu za pomoci odkazů na již uveřejněné informace, dvě zásadní výhody. Jednak dochází ke značným úsporám na straně emitentů v souvislosti s vypracováním prospektu, nadto navíc nedochází k řetězení civilněprávní odpovědnosti za prospekt, neboť osoby činící následnou veřejnou nabídku smí za splnění shora uvedených předpokladů dle §§ 36i ZPKT použít přímo původní

<sup>36</sup> Frolík, M., K chystané novele prospektové směrnice. *Obchodněprávní revue* 2/2010.

<sup>37</sup> *New Prospectus Regulation (corporate aspects)*. Practical Law UK Practice Note. Dostupné via [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Browse/Home/PracticalLaw?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Browse/Home/PracticalLaw?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)).

<sup>38</sup> Viz nařízení o prospektu, recitál 31.

<sup>39</sup> Čech evropské právo, s. 262.

<sup>40</sup> Smutný in Zahusták a kol., opt. cit..s. 385.

<sup>41</sup> Ibid.

prospekt, čímž též zůstane odpovědnost za obsah prospektu přichycena na osobě, která takový prospekt vyhotovila v souvislosti s původní nabídkou<sup>42</sup>.

Nová právní úprava dle nařízení o prospektu tento princip zachovává, když v čl. 5 stanoví, že v případě dalšího prodeje cenných papírů nebo konečného umístění cenných papírů pomocí finančních zprostředkovatelů nebude povinnost žádný další prospekt vyhotovovat, jestliže bude k dispozici platný prospekt a emitent nebo osoba odpovědná za jeho sestavení takovým použitím na základě písemné dohody souhlasí. Souhlas s použitím prospektu včetně veškerých podmínek s ním spojených by měl být udělen formou písemné dohody s cílem stranám umožnit posoudit, zda je další prodej či konečné umístění cenných papírů v souladu s touto dohodou. Jestliže je takový souhlas s použitím prospektu vydán, emitent nebo osoba pověřená sestavením původního prospektu nebudou odpovědní za informace v něm uvedené, přičemž nový prospekt nebude v takové situaci vyžadován. Pouze v případě, kdy emitent nebo osoba pověřená sestavením tohoto původního prospektu nevysloví souhlas s takovým použitím původního prospektu, bude povinností finančních zprostředkovatelů uveřejnit prospekt nový. Za takové situace budou finanční zprostředkovatelé odpovědné za informace uvedené v prospektu, včetně veškerých informací začleněných formou odkazu<sup>43</sup>.

#### **2.1.1.7. Změny prospektu**

Jako poslední jsem si nechal problematiku nepřesností, změn a chyb týkající se údajů obsažených v prospektu, ke kterým došlo po schválení prospektu, avšak předtím, než byla ukončena veřejná nabídka, resp. než byly cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Dojde-li tedy po schválení prospektu, avšak předtím, než byla ukončena veřejná nabídka, resp. než byly cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu k podstatné změně v některé skutečnosti uvedené v prospektu nebo byl-li zjištěn významně nepřesný údaj a tato změna nebo nepřesnost je způsobilá ovlivnit hodnocení cenného papíru, je povinností osoby, která vyhotovila prospekt, předložit České národní bance ke schválení dodatek prospektu, který je po jeho schválení povinna uveřejnit stejným způsobem jako uveřejněný prospekt (§36j odst. 1 ZPKT). S takovýmto vypracováním dodatku je dle §36j odst. 2 ZPKT spojené důležité oprávnění investorů, kteří před uveřejněním dodatku v rámci veřejné nabídky souhlasili s koupí nebo upsáním cenných papírů, jestliže na ně ještě nebyly takové cenné papíry převedeny, od koupě nebo upsání odstoupit ve lhůtě 2 pracovních dnů po dni uveřejnění dodatku. Tato lhůta může být v dodatku prodloužena. V tomto oprávnění vidím dobrý argument pro to, aby investoři

---

<sup>42</sup> Frolík opt. cit.

<sup>43</sup> Viz nařízení o prospektu, recitál 26.

měli právo odstoupit od smlouvy i po samotné koupi cenného papíru, jestliže vyjde najevo po takové koupi, že některá z informací obsažená v prospektu je neúplná, nepřesná, zavádějící či klamavá. Mají-li totiž takové oprávnění před samotnou koupí cenných papírů, nevidím důvod pro to, aby v případě vadného prospektu tuto možnost neměli.

### 3. Evropský rozměr odpovědnosti za prospekt cenného papíru

Právní úprava odpovědnosti za prospekt není na evropské úrovni harmonizována, kromě několika mála aspektů správní a civilní odpovědnosti<sup>44</sup>. Jediné relevantní ustanovení týkající se soukromoprávní odpovědnosti za prospekt cenných papírů lze najít v článku 6.2. prospektové směrnice, který bude nahrazen čl. 11 nařízení o prospektu<sup>45</sup>. Dané ustanovení čl. 11 nařízení o prospektu v odstavci 1 stanoví členským státům povinnost zajistit, aby odpovědnost za informace uvedené v prospektu a v jakémkoliv jeho dodatku nesl alespoň emitent nebo jeho správní, řídicí či dozorčí orgány, osoba nabízející cenné papíry nebo osoba, která žádá o přijetí k obchodování na regulovaném trhu, nebo ručitel, přičemž osoby odpovědné za prospekt a za jakýkoliv jeho dodatek musí být v prospektu jasně určeny jménem a funkcí nebo v případě právnických osob názvem a sídlem. Dále musí prospekt rovněž obsahovat prohlášení odpovědných osob, že podle jejich nejlepšího vědomí jsou informace obsažené v prospektu správné a že v něm nebyly zamlčeny žádné skutečnosti, které by mohly změnit význam prospektu. Tak například dle britské právní úpravy, konkrétně dle pravidel pro uveřejnění a transparentnost (*The Disclosure and Transparency Rules*), které se uplatní vedle burzovních pravidel na londýnské burze, musí ředitelé (*directors*) připravit tzv. prohlášení o odpovědnosti (*responsibility statement*), ve které musí výslovně potvrdit, že dle jejich nejlepší vědomosti jsou všechny informace obsažené ve finančních výkazech správné a dávají poctivý obraz skutečného stavu společnosti, včetně závazků a pohledávek společnosti, čímž výslovně přijímají odpovědnost za informace obsažené v prospektu<sup>46</sup>. Odstavec druhý článku 11 Nařízení o prospektu pak dále jednak opět deleguje na členské státy, aby ve svých národních právních úpravách zajistily, že se jejich právní a správní předpisy týkající se občanskoprávní odpovědnosti budou vztahovat na osoby odpovědné za informace uvedené v prospektu, dále pak omezuje možnost občanskoprávní odpovědnosti týkající se výhradně shrnutí nebo zvláštního shrnutí unijního prospektu pro růst nebo na základě jejich překladu, ledaže tyto shrnutí (i) jsou zavádějící, nepřesné nebo jsou v rozporu s ostatními částmi prospektu, nebo (ii) ve spojení s ostatními částmi prospektu neposkytují klíčové informace, které investorům pomáhají při rozhodování, zda do dotyčných cenných papírů investovat. Konečně odstavec 3 daného ustanovení stanoví, že odpovědnost za informace

---

<sup>44</sup> ESMA. *Report: Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013, s. 8. Dostupné na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619\\_report\\_liability\\_regimes\\_under\\_the\\_prospectus\\_directive\\_published\\_on\\_website.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf).

<sup>45</sup> Obě ustanovení jsou téměř identická, i když čl. 11 nařízení o prospektu je o něco přesnější, neboť hovoří i o odpovědnosti za jakýkoli dodatek k prospektu. Proto budu na tomto místě použít úpravu dle nařízení o prospektu.

<sup>46</sup> Článek 4.1.12. pravidel pro uveřejnění a transparentnost dostupných na: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR/4/1.html>.

uvedené v registračním dokumentu nebo v univerzálním registračním dokumentu nesou osoby uvedené v odstavci 1 pouze v případech, kdy je registrační dokument nebo univerzální registrační dokument použit jako nedílná součást schváleného prospektu. Ve zbytku je na členských státech, jakou právní úpravu soukromoprávní odpovědnosti zvolí. Dané řešení ve svém důsledku vede k tomu, že se v jednotlivých členských státech uplatňují rozdílné režimy soukromoprávní odpovědnosti za prospekt cenných papírů<sup>47</sup>. Obecně můžeme říci, že odlišná regulace kapitálových trhu vede k jejich fragmentaci, omezení volného pohybu kapitálu, čímž snižuje alokační efektivitu trhu a brzdí ekonomický rozvoj<sup>48</sup>. Nejen investoři ale ani emitenti se poté nemohou spolehnout na to, že jejich právní jednání bude podléhat stejným standardům chování. Tím se zvyšují jejich náklady a riziko stěžuje a dochází tak k vytváření bariér pro pronikání na zahraniční trhy. To jistě nepřispívá k větší zájmu investorů o kapitálové financování v rámci Evropské Unie.

Právní úpravy většiny členských států neobsahují speciální úpravu odpovědnosti za prospekt, tudíž se uplatní obecná právní úprava deliktní a smluvní odpovědnosti<sup>49</sup>. Naopak ve většině členských státech je výslovně stanovenou, kdo jsou odpovědné osoby za prospekt, přičemž tyto osoby jsou zásadně solidárně odpovědné<sup>50</sup>. Co se týče míry zavinění, je v Evropské unii povětšinou požadováno alespoň nedbalostní zavinění k vyvození odpovědnosti za prospekt, jsou však i právní úpravy, které nevyžadují zavinění, a uplatní se tedy objektivní odpovědnost s možnými liberačními důvody<sup>51</sup>.

### **3.1. Odpovědnost za prospekt v judikatuře Evropského soudního dvora**

Pro tuto část práce jsem vybral dlé mého názoru dvě nejvíce relevantní rozhodnutí Evropského soudního dvora, která se problematiky odpovědnosti za prospekt dotýkají. Řešení totiž jednak problematiku povahy odpovědnosti za prospekt, ale také soulad možných prostředků nápravy proti zákonu nevyhovujícím prospektům.

#### **3.1.1. Rozhodnutí ve věci Alfred Hirmann<sup>52</sup>**

---

<sup>47</sup> Garcimartín opt. cit.

<sup>48</sup> Dědič, J., Čech, P. Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo? 2. doplněné a aktualizované vydání, Praha: BOVA POLYGON, 2005. ISBN 80-7273-122-X, s. 233.

<sup>49</sup> ESMA opt. cit., s. 12.

<sup>50</sup> Tamtéž, s. 12.

<sup>51</sup> Tamtéž, s. 13.

<sup>52</sup> Rozsudek Evropského soudního dvora ve věci C-174/12. Dostupné na: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=145908&pageIndex=0&doclang=CS&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=771152>.

Toto rozhodnutí je významné z hlediska toho, že se v něm Evropský soudní dvůr vyjádřil ke slučitelnosti vnitrostátních prostředků soukromoprávní odpovědnosti za prospekt s unijním právem, čímž vymezil jakési mantie pro to, jaké prostředky mohou členské státy zvolit pro provedení výše zmíněného článku 6.2 prospektové směrnice. Nadto je součástí rozhodnutí i rakouská právní úprava, která je oproti té české o něco propracovanější a která výslovně přiznává investorovi, který je spotřebitelem, právo odstoupit od smlouvy o koupi cenných papírů, jestliže se ukáže, že prospekt obsahoval nesprávné či neúplné informace. Z těchto důvodů považuji za vhodné v rámci rozboru daného rozhodnutí uvést jednak samotné právní posouzení, ale i skutkový stav a rakouskou právní úpravu.

#### **3.1.1.1. Předmět posouzení**

Předmětem položení předběžné otázky Evropskému soudnímu dvoru bylo, zda v případě, že investor koupí akcie akciové společnosti na sekundárním trhu (tj. nikoli v rámci navyšování základního kapitálu uvedené společnosti) a dále namítá, že informace v prospektu, z nichž při koupě daných akcií vycházel, byly neúplné a nepravdivé, může soud společnosti nařídít, aby smlouvu zrušila, a vyžadovat tak, aby zpětně nabyla vlastní akcie a investorovi vrátila peníze, i kdyby to vyžadovalo použití čistého obchodního jmění společnosti nebo to mohlo zapříčinit její platební neschopnost, anebo unijní právo<sup>53</sup> takový způsob nápravy neumožňuje? Nadto je zároveň nutné posoudit, za má takový investor nárok na vrácení původní kupní ceny, anebo ceny odpovídající hodnotě akcií k datu podání žaloby, i když by ve druhém případě mohl obdržet cenu nižší, než za kterou akcie nakoupil.

Vnitrostátní soud si tedy nebyl jistý, zda unijní právo nebránilo tomu, aby se na akciovou společnost (emitenta), které vznikne soukromoprávní odpovědnost za porušení informační povinnosti vůči investorovi, vztahoval výše uvedený prostředek nápravy, tedy zrušení smlouvy o úpisu akcií, jež by se mohlo týkat využití upsaného kapitálu a mohl-li by vést k platební neschopnosti této společnosti.

#### **3.1.1.2. Rakouská právní úprava**

Rakouský zákon o cenných papírech (Kapitalmarktgesetz) v § 5 odst. 1 stanoví, že dojde-li k nabídce cenných papírů, ke které musí být vydán prospekt, bez předchozího zveřejnění prospektu nebo údajů podle § 6, mohou tak investoři, kteří jsou spotřebiteli zrušit svou nabídku

---

<sup>53</sup> V této souvislosti jsou relevantní zejména ustanovení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2012/30/EU ze dne 25. října 2012 o koordinaci ochranných opatření (dříve Druhá směrnice Rady 77/91/EHS ze dne 13. prosince 1976 o koordinaci ochranných opatření) omezující právo akciové společnosti rozdělovat svůj kapitál akcionářům a zakazující upisovat vlastní akcie, a také zásada rovného zacházení s akcionáři.

nebo odstoupit od smlouvy. Právo na zrušení nabídky nebo odstoupení od smlouvy zaniká uplynutím týdne po dni, ve kterém byly prospekt nebo údaje podle § 6 zveřejněny (§ 5 odst. 5).

Dle § 6 odst. 1 téhož zákona se každá významná nová skutečnost, podstatná chyba nebo nepřesnost týkající se údajů uvedených v prospektu, které by mohly ovlivnit hodnocení cenných papírů nebo investic a které vyvstaly nebo byly zjištěny od okamžiku, kdy byl prospekt schválen, do konečného uzavření veřejné nabídky, nebo případně dříve do přijetí k obchodování na regulovaném trhu, se uvádějí v dodatku (údaje o změnách nebo doplňující údaje) k prospektu. Tento dodatek (údaje o změnách nebo doplňující údaje) musí předkladatel nabídky neprodleně zveřejnit a evidovat minimálně podle týchž pravidel, která platila pro zveřejnění a evidenci původního prospektu. Investorům, kteří již přislíbili nabytí nebo upsání cenných papírů nebo investic dává odstavec 2 téhož ustanovení právo své sliby odvolat v případě, že po zveřejnění prospektu, avšak před zveřejněním příslušného dodatku, vyšla najevo skutečnost, chyba nebo nepřesnost ve smyslu odstavce 1. Toto právo musí dotčení investoři uplatnit ve lhůtě dvou pracovních dnů po zveřejnění dodatku.

Odpovědnost za prospekt dále řeší ustanovení § 11 odst. 1, které říká, že u každého investora nese odpovědnost za škodu, která mu vznikla v důsledku důvěry v údaje uvedené v prospektu nebo jiné údaje nezbytné podle tohoto spolkového zákona (§ 6), které jsou relevantní pro hodnocení cenných papírů nebo investic, emitent za chybné nebo neúplné údaje, ke kterým došlo jeho vlastním zaviněním nebo zaviněním jeho pracovníků nebo jiných osob, jejichž činnost přispěla k vypracování prospektu. Rozsah odpovědnosti vůči každému jednotlivému investorovi je v případě neúmyslného protiprávního jednání omezen kupní cenou, kterou investor zaplatil, včetně výdajů a úroků od zaplacení kupní ceny (odstavec 6) a nároky dotčených investorů musejí být uplatněny u soudu ve lhůtě deseti let po ukončení nabídky, ke které musí být vydán prospekt, jinak je nelze uplatnit (odstavec 7). Souhrnně řečeno, rakouská právní úprava umožňuje zrušení či odstoupení od smlouvy o koupi cenných papírů, k jejichž nabídce má emitent zákonnou povinnost vyhotovit prospekt, a kupujícímu, který je spotřebitelem a utrpěl škodu v důsledku chybných či chybějících informací v prospektu, dává právo požadovat vrácení kupní ceny.

### **3.1.1.3. Skutkový stav**

Skutkový stav případu projednávaném v původním řízení před Obchodním soudem ve Vídni byl takový, že jistý pan Alfred Hirmann nakoupil prostřednictvím makléře určitý počet akcií akciové společnosti Immofinanz AG, a to v rámci nákupu na sekundárním trhu, tudíž nikoli v rámci navýšení základního kapitálu společnosti. O několik let později podal pan Hirmann žalobu, v níž se domáhal zrušení smlouvy o koupi akcii a vrácení kupní ceny výměnou za zpětný

převod zakoupených akcií. Jako důvodu pro zrušení smlouvy o koupi akcií uvedl, že prospekt k cenným papírům, který byl tehdy dostupný a z něhož vycházel při rozhodnutí nakoupit akcie, byl zavádějící. Navíc, na rozdíl od informací uvedených v prospektu k cenným papírům, byly výnosy z emise použity na nákup akcií společnosti Immofinanz za účelem kurzové manipulace a spekulace, což představovalo větší riziko, než které bylo popsáno v prospektu. Konečně bylo v žalobě tvrzeno, že informace v prospektu k cenným papírům byly celkově neúplné a nepravdivé, nesrozumitelné a obtížně analyzovatelné.

#### 3.1.1.4. Právní posouzení

Generální advokátka ve své stanovisku<sup>54</sup> jednak zdůraznila povinnost emitenta nést odpovědnost za informace obsažené v prospektu s odkazem na článek 6 prospektové směrnice, které jednoznačně požaduje, aby emitent odpovídal za nesprávné či zavádějící informace. Dále připomněla, že prospektová směrnice dává členským státům za podmínky dodržení obecných zásad unijního práva a všech příslušných ustanovení unijních předpisů rozsáhlou diskreční pravomoc co se týče povahy prostředků nápravy v rámci soukromoprávní odpovědnosti. Nakonec uzavřela, že stanoví-li vnitrostátní pravidlo dotčené v původním řízení povinnost vrácení kupní ceny a převodu předmětných akcií zpět na společnost, je *volba tohoto prostředku věci členského státu. Zjevně nezasahuje do dalších možných trestních sankcí či správních opatření nebo sankcí, ani je nepodrývá. Prospektová směrnice jej jednoznačně nezakazuje. Je jasně přiměřené škodě vzniklé investorovi. Není zjevně nepřiměřené porušení informačních povinností. Emitenty patrně odradí od toho, aby neplněním svých informačních povinností naváděli investory ke koupi akcií, a je proto pravděpodobně účinné a odrazující*<sup>55</sup>. S ohledem na uvedené je dle názoru generální advokátky zvolený prostředek soukromoprávní odpovědnosti v souladu s obecnými zásadami unijního práva a má potenciál podpořit cíle sledované prospektovou směrnicí.

Soud navázal na argumentaci generální advokátky a dodal, že v situaci, jako je dána v projednávaném případě, *odpovědnost dané společnosti (emitenta) vůči investorům, kteří jsou po nabytí předmětných akcií zároveň jejími akcionáři, za porušení, jichž se tato společnost dopustila k okamžiku nabytí jejich akcií nebo předtím, nevyplývá ze společenské smlouvy*

---

<sup>54</sup> Stanovisko generální advokátky Eleanor Sharpston ve věci C-174/12, body 53 až 56. Dostupné na: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=140964&pageIndex=0&doclang=CS&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=771152>.

<sup>55</sup> Sharpston opt cit., bod 56.



*a netýká se pouze vztahů uvedené společnosti směrem dovnitř. V takovém případě jde o odpovědnost, jež má základ ve smlouvě o nabytí akcií<sup>56</sup>.*

Dále bylo Evropským soudním dvorem vysvětleno, že tento způsob nápravy neporušuje zásadu rovného zacházení s akcionáři, neboť situace poškozených investorů, kteří se posléze stali taktéž akcionáři emitenta, je rozdílná, a tudíž unijní právo takovou úpravu nevyklučuje<sup>57</sup>. Dané řešení navíc neporušuje ani pravidlo dle článku 20 odst. 1 písm. d) druhé směrnice o nabývání vlastních akcií, neboť účelem takového nápravného opatření není snižování základního kapitálu společnosti nebo naopak umělé zvyšování kurz jejích akcií<sup>58</sup>, přičemž vrácení kupní ceny z vlastního kapitálu společnosti nepředstavuje neoprávněné rozdělení kapitálu ve smyslu článku 15 druhé směrnice<sup>59</sup>. Z těchto důvodů tedy došel Evropský soudní dvůr k závěru, že *„vnitrostátní právní úprava, která stanoví odpovědnost akciové společnosti jakožto emitenta cenných papírů vůči investorovi v případě nesplnění informační povinnosti, kterou je tato společnost vázána, splňuje požadavky stanovené v čl. 6 odst. 1 „směrnice o prospektu“ a článku 7 „směrnice o požadavcích na transparentnost“, přičemž neporušuje zásadu rovného zacházení zakotvenou v čl. 17 odst. 1 posledně jmenované směrnice“<sup>60</sup>.*

Z rozhodnutí dále jednoznačně vyplývá diskrece členských států ohledně výběru občanskoprávních prostředků nápravy, jestliže jsou splněny podmínky odpovědnosti emitenta za prospekt cenného papíru. Proto i výše uvedenou rakouskou právní úpravou shledal soud v projednávaném případě za přiměřený prostředek nápravy za škodu vzniklou investorovi, způsobenou porušení informační povinnosti ze strany emitenta, a to i s ohledem na to, že takový prostředek je s to odradit emitenty od toho, aby investory uváděli v omyl. Tím v podstatě Evropský soudní dvůr zněčně rozšířil hranice přípustných vnitrostátních prostředků nápravy v případě odpovědnosti emitenta za prospekt.

Je také třeba zmínit, že stanoví-li vnitrostátní právní úprava odpovědnost obchodní společnosti emitenta za poskytnutí nepřesných informací v rozporu s právní úpravou kapitálových trhů tak, že emitent je povinen vzhledem k této odpovědnosti odkoupit své akcie nazpět a zaplatit nabyvateli částku odpovídající ceně, za kterou akcie nabyl, je takový prostředek přípustný, ma-li zajistit, že bude poškozená osoba postavena zpět do situace, v níž se nacházela předtím, než došlo k protiprávnímu jednání emitenta spočívající ve vyhotovení vadného

---

<sup>56</sup> Rozsudek Evropského soudního dvora ve věci C-174/12, opt. cit., bod 29.

<sup>57</sup> Tamtéž, bod 30.

<sup>58</sup> Tamtéž, bod 31.

<sup>59</sup> Tamtéž, bod 32.

<sup>60</sup> Tamtéž, bod 38.

prospektu a tím způsobení škody<sup>61</sup>. Rozsah odpovědnosti dle vnitrostátní právní úpravy dotčené původním řízením není v případě společnosti kotované na burze omezena výší hodnoty akcií vypočtené podle jejich kurzu v okamžiku uplatnění nároku<sup>62</sup>.

Na předběžnou otázku tedy odpověděl tak, že „výklad směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/101/ES ze dne 16. září 2009 o koordinaci ochranných opatření nebrání vnitrostátní úpravě, aby stanovila retroaktivní zrušení smlouvy o nabytí akcií, a s tím spojené vrácení kupní ceny původně zaplacené k datu, k němuž došlo k porušení informačních povinností spojených s vyhotovením a uveřejněním prospektu (účinky *ex tunc*)“.

### 3.1.2. Rozhodnutí ve věci Harald Kolassa<sup>63</sup>

Situace v projednávaném případě byla taková, že spotřebitel nakoupil cenné papíry emitované bankou se sídlem v jiném členském státě, než kde má bydliště, a to od prostředníka se sídlem ve třetím členském státě. Konkrétně byla rakouským obchodním soudem položena předběžná otázka v rámci sporu mezi H. Kolassou, bytem ve Vídni (Rakousko), a Barclays Bank plc (dále jen „Barclays Bank“), se sídlem v Londýně (Spojené království), ohledně návrhu na náhradu škody z titulu smluvní, předšmluvní a deliktní odpovědnosti této banky za znehodnocení finanční investice, kterou dotyčný uskutečnil prostřednictvím finančního nástroje emitovaného uvedenou bankou. Situace tedy byla podobná jako v přechozím rozhodnutí Evropského soudního dvora.

Soud se zabývat zejména určení rozhodného práva v souvislosti s nároky vzniklé z odpovědnosti za prospekt. To není úplně téma mé práce, proto ve zkratce uvádím pouze nejvíce relevantní úvahu Evropského soudního dvora, kdy vyložil, že pojem „věci týkající se deliktní nebo kvazideliktní odpovědnosti ve smyslu čl. 5 bodu 3 nařízení č. 44/2001 zahrnuje všechny návrhy, které znějí na určení odpovědnosti žalovaného finančního zprostředkovatele a které nesouvisí se „smlouvou nebo nároky ze smlouvy“ ve smyslu čl. 5 bodu 1 písm. a) tohoto nařízení (rozsudek, *Brogstetter*, C-548/12, EU:C:2014:148, bod 20). Je tedy třeba vycházet z toho, že žaloby znějící na určení odpovědnosti emitenta vyplývající z prospektu a jeho odpovědnosti za porušení dalších zákonných informačních povinností ve vztahu k investorům patří mezi věci týkající se deliktní nebo kvazideliktní odpovědnosti, pokud nespadají pod pojem „smlouva nebo nároky ze smlouvy“, tak jak je definován v bodě 39 tohoto rozsudku (použití

<sup>61</sup> Tamtéž, body 52 a 53.

<sup>62</sup> Tamtéž, bod 70.

<sup>63</sup> Rozsudek Evropského soudního dvora ve věci C-375/13. Dostupné na: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=9ea7d2dc30dd1289c0a5b1e2451da3caa72d52271e60.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxyNch10?text=&docid=161845&pageIndex=0&doclang=CS&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=218479>.

*pravidla o zvláštní příslušnosti stanoveného ve věcech týkajících se smlouvy nebo nároků ze smlouvy v uvedeném ustanovení tak předpokládá určení právního závazku svobodně přijatého jednou osobou vůči jiné osobě, o který se opírá žalobcova žaloba)*<sup>64</sup>.

Dále je v rozhodnutí rozebrána zejména povaha nároků z odpovědnosti za prospekt s ohledem na rozhodné právo. Přesto stojí za zmínku úvahu soud, „že čl. 5 bod 3 nařízení č. 44/2001 musí být vykládán v tom smyslu, že se použije na žalobu znějící na určení odpovědnosti emitenta certifikátu vyplývající z prospektu k takovému certifikátu a jeho odpovědnosti za porušení dalších informačních povinností, pokud tato odpovědnost nespadá do oblasti smluv nebo nároků ze smluv ve smyslu čl. 5 bodu 1 uvedeného nařízení. Na základě bodu 3 téhož článku 5 jsou soudy místa, kde má žalobce bydliště, příslušné z titulu vzniku újmy k rozhodnutí o takové žalobě, zejména když tvrzená újma nastane přímo na bankovním účtu žalobce u banky mající sídlo v obvodu těchto soudů“<sup>65</sup>.

Mimo výše uvedeného závěru, že nároky z odpovědnosti za prospektu jsou v zásadě nároku smluvní, došel soud též k dosti kontroverznímu závěru ohledně určování rozhodného práva v případě nároků z odpovědnosti emitenta za obsah prospektu, kdy příslušnost soudu pro tento typ nároků může být založen i místem, kde má sídlo banka, z jejíhož účtu byly předmětné cenné papíry zaplacený<sup>66</sup>. Tento závěr však dle mého názoru naráží na problém spočívající v tom, že kapitálové trhy jsou globalizované a pro své fungování využívají ve velkém měřítku moderních technologií zajišťující možnost upsání cenných papírů a koupi ostatních investičních nástrojů téměř odkudkoliv na světě<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> Tamtéž, bod 56.

<sup>65</sup> Tamtéž, bod 57.

<sup>66</sup> Blíže například LEHMANN, Matthias. Prospectus Liability and Private International Law – Assessing the Landscape After the CJEU Kolassa Ruling (Case C-375/13). *Journal of Private International Law*. August 2016, vol 12, no. 2.

<sup>67</sup> Mazanec, L., K některým aspektům upsání akcií na základě veřejné nabídky. *Obchodní právo* 11/2016.

## 5. Soukromoprávní odpovědnost za prospekt cenného papíru a její důsledky v české právní úpravě

Obsah a rozsah soukromoprávní odpovědnosti za prospekt není v české právní úpravě zdaleka vyjasněn. Základní otázkou je, zda se jedná o odpovědnost za vady nebo odpovědnost za škodu<sup>68</sup>. V souladu s požadavkem čl. 6.2. prospektové směrnice bylo do českého právního řádu přijato speciální ustanovení o odpovědnosti za prospekt. Konkrétně jde o ustanovení § 36b ZPKT. Podle odstavce 1 tohoto ustanovení odpovídá za správnost a úplnost údajů uvedených v prospektu jeho zpracovatel (§ 36 odst. 6 ZPKT) a ručitel, pokud je uveden v prospektu a zaručil se za správnost údajů, přičemž vyhotovilo-li prospekt více osob společně, odpovídá každá z těchto osob za obsah prospektu. Dále musí prospekt obsahovat údaje o osobách odpovědných za správné vyhotovení prospektu a jejich prohlášení, že podle jejich nejlepšího vědomí jsou údaje obsažené v prospektu správné a že v něm nebyly zamlčeny žádné skutečnosti, které by mohly změnit význam prospektu. Odstavec druhý ustanovení § 36b ZPKT upravuje omezenou odpovědnost za shrnutí prospektu, neboť za správnost údajů uvedených ve shrnutí prospektu odpovídá zpracovatel prospektu dle § 36 odst. 6 ZPKT pouze v případě, že je shrnutí prospektu zavádějící nebo nepřesné při společném výkladu s ostatními částmi prospektu, nebo pokud shrnutí prospektu při společném výkladu s ostatními částmi prospektu neobsahuje taxativně vypočtený okruh informací dle § 36 odst. 5 písm. b) ZPKT.

Z jazykového výkladu ustanovení § 36b ZPKT vyčteme pouze to, kdo jsou odpovědné osoby, za co jsou v hrubých rysech odpovědní a že odpovědnost za shrnutí prospektu je přípustná pouze za splnění určitých podmínek. Co však z daného ustanovení nevyčteme je, zda se jedná o odpovědnost za vady či odpovědnost deliktní. Toto určení je stěžejní, neboť nám dává odpověď na to, kdo a z jakého titulu se může obracet se svými nároky na odpovědné osoby v případě, že obsah prospektu nevyhovuje zákonným imperativům, a čeho se taková oprávněná osoba může domáhat. Abychom toto mohli určit, je zapotřebí ponořit se hlouběji do tajů a zákoutí naší soukromoprávní úpravy.

Obecně lze říci, že pro regulaci finančněprávních vztahů je typické, že i když určují přesné a závazné podmínky pro poskytování informací (v našem případě údajů v prospektu) při regulované činnosti anebo v souvislosti s ní, včetně veřejnoprávních sankcí v případě porušení těchto pravidel, neurčují v zásadě obsah soukromoprávního vztahu mezi poskytovatelem vadných informací (zpracovatelem prospektu), který je regulovaným subjektem, a jejich příjemcem (investorem)<sup>69</sup>. Je tedy vždy nutné posoudit, zda se v případě porušení norem

---

<sup>68</sup> Viz Smutný in Zahusták a kol., opt. cit. s. 385.

<sup>69</sup> Hobza, opt. cit.

kapitálového trhu týkající se obsahu prospektu uplatní vedle veřejnoprávních sankcí též soukromoprávní sankce. To se pokusím vysvětlit a demonstrovat v další části své práce, ve které se zaměřím na analýzu toho, které soukromoprávní institutu a za jakých podmínek lze aplikovat v souvislosti s vyhotovením vadného prospektu. Před tím, než tak učiním, bych si dovolil dvě poznámky. Zprvu, i když jsem si vědom, že na základě ustanovení § 36b odst. 1 ZPKT ve spojení s § 36 odst. 6 ZPKT může být za obsah prospektu odpovědnost více osob (zpracovatelů), budu pro účely této práce pracovat s odpovědností pouze emitenta, neboť je to právě on, kdo je primárně odpovědný za obsah prospektu. Druhá poznámka se týká obecného vymezení rozsahu odpovědnosti. Ustanovení § 36b odst. 1 ZPKT hovoří o „správnosti“ a „úplnosti“ údajů v prospektu. Míním však, že s ohledem na to, že emitent jedná v pozici odborníka ve smyslu ustanovení § 5 odst. 1 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen „občanský zákoník“ či „Noz“) a jedná s povinností jednat s odbornou péčí, je potřeba dané ustanovení vykládat extenzivně a dojít k závěru, že prospekt nesmí vedle nesprávných a neúplných údajů obsahovat ani zavádějící nebo klamavé informace (viz § 15a odst. 1 věta první ZPKT.)<sup>70</sup>. Nadto ani nesprávnost a neúplnost nelze vykládat v obecném slova smyslu. K soukromoprávní odpovědnosti emitenta (zpracovatele) tedy nebude postačovat jakákoli nesprávnost či neúplnost kterékoli informace obsažené v prospektu, ale bude zapotřebí určité kvalifikované nesprávnosti či neúplnosti, tedy takové, která je způsobilá vyvolat škodu<sup>71</sup>. Příkladem takovéto neúplné informace bude i absence údaje v prospektu, například informace o rizicích či výnosech, jejichž smyslem a účelem je poskytnout investorovi relevantní podklady pro kvalifikované rozhodnutí o to, zda konkrétní cenný papír nakoupí<sup>72</sup>.

### **5.1. Aplikovatelnost právní úpravy odpovědnosti za vady v souvislosti s vadným prospektem**

Na začátku této kapitoly, ve které se budu věnovat konkrétní teoretické aplikaci soukromoprávního institutu odpovědnosti za vady na porušení povinností spojených se zpracováním prospektu, je nezbytné, abychom si nejdříve stručně osvětlili základní předpoklady obecné úpravy odpovědnosti za vady dle občanského zákoníku a srovnaly je se situací, kdy investor nakoupí cenné papíry, ke kterým byl vydán prospekt nevyhovující zákonným předpokladům, v důsledku čehož utrpí daný investor škodu. To nám umožní posoudit, zda je

---

<sup>70</sup> Hobza, opt. cit.

<sup>71</sup> Srov. Švestka, J. et al. Občanský zákoník. Komentář. Sv. 6. (§ 2521 až 3081). Praha: Wolters Kluwer ČR, 2014, s. 1081.

<sup>72</sup> Hobza, opt. cit.

taková aplikace vůbec možná, a jaké má případné právní důsledky pro odpovědné osoby za prospekt (zejména emitenta) a poškozené investory.

### **5.1.1. Bezvadného plnění**

Obecné ustanovení o řádném plnění obsahuje občanský zákoník v § 1914 odst. 1, které pro úplné plnění stanoví podmínky spočívající v tom, že dlužník je povinen plnit bez vad s vlastnostmi vymíněnými nebo obvyklými a to tím způsobem, aby bylo možné použít předmět plnění podle smlouvy, a je-li stranám znám, i podle účelu smlouvy. Neplní-li dlužník tímto způsobem, vzniká věřiteli právo z vadného plnění (§ 1914 odst. 1 Noz). Podstatou právní úpravy je tedy to, aby dlužník splnil předmět s takovými vlastnostmi, o kterých věřitele ujistil, nebo odpovídající takové potřebě věřitele, o níž dlužník má nebo musí vědět<sup>73</sup>. Je třeba poznamenat, že ustanovení § 1914 týkající se řádného plnění představuje úpravu obecnou, jež se použije, nestanoví-li speciální úprava něco jiného. V souvislosti s prospektem připadá v úvahu zásadně smlouva kupní (případně též smlouva směnná). Konkrétně bude relevantní aplikace ustanovení § 2085 a násled. Noz upravující koupi movité věci jakožto úpravy speciální obsahující určité odchylky od obecné úpravy, a to i co se týče vadného plnění a práv z něj vyplývajících. Z obecných ustanovení § 2079 Noz o koupi je třeba zmínit zejména § 2084 stanovující povinnost prodávajícího upozornit kupujícího při ujednávání kupní smlouvy na vady věci, o nichž ví. Tím, že emitent vyhotoví prospekt v souladu se zákonnými požavky, vyhoví i požadavku dle § 2084 Noz.

### **5.1.2. Předpoklady vzniku smluvní odpovědnosti a práva na vadné plnění za prospekt nevyhovující zákonným požadavkům**

Zákonná úprava odpovědnosti za vady při koupi movité věci stanoví řadu podmínek, které je třeba splnit, aby věřiteli vzniklo právo z vadného plnění. Níže se pokusím rozebrat ty z nich, které považuji za relevantní v souvislosti s odpovědností za prospekt. Smluvní odpovědnost je v souladu s ustanovením § 2913 odst. 1 Noz koncipována jako objektivní, tudíž se nevyžaduje zavinění smluvních stran<sup>74</sup>. Odstavec 2 § 2913 Noz uvádí obecné liberační důvody, které škůdci umožňují zprostit se povinnosti k náhradě škody. Škůdce se tedy zproští povinnosti k náhradě škody, podaří-li se mu prokázat, že mu ve splnění povinnosti ze smlouvy dočasně nebo trvale zabránila mimořádná nepředvídatelná a nepřekonatelná překážka vzniklá nezávisle na jeho vůli. Osoby odpovědné za prospekt se zbaví své odpovědnosti, jestliže prokáží,

<sup>73</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012. Sb., občanský zákoník, s. 460, Dostupná na: <http://obcanskyzakonik.justice.cz/images/pdf/Duvodova-zprava-NOZ-konsolidovana-verze.pdf>

<sup>74</sup> Dědič, J. a kol. Obchodní zákoník – Komentář, Díl IV. Praha: POLYGON, 2002. ISBN 80-7273-071-1, s. 3439.

že měli důvodně za to, že informace obsažené v prospektu jsou pravdivé a úplné a nejsou zavádějící nebo klamavé, přičemž u opomenutí některé materiální informace musejí odpovědné osoby prokázat též to, že šlo o opomenutí ospravedlnitelné<sup>75</sup>.

#### **5.1.2.1. Je prospekt obsahující neúplné, nepravdivé, zavádějící nebo klamavé informace zároveň vadným plněním?**

Pro vznik smluvní odpovědnosti za prospekt, jakožto i pro vznik práv z vadného plnění, je podmínkou, aby prodávající (emitent či zprostředkovatel) plnil vadně. V souvislosti s kupní smlouvou, jejímž předmětem je movitá věc (i cenný papír), vyplývá pro prodávajícího základní povinnosti (vedle povinnosti odevzdat kupujícímu předmět koupě a umožnit mu nabytí vlastnického práva) spočívající v řádném plnění, tedy odevzdání předmětu koupě kupujícímu v ujednaném množství, jakosti a provedení. V případě, že nejsou jakost ani provedení ujednány, je povinností prodávajícího plnit v jakosti a provedení vhodných pro účel patrný ze smlouvy, jinak pro účel obvyklý (§ 2095 věta druhá Noz). V souvislosti s prospektem bude možné uvažovat tolik o porušení povinnosti prodávajícího plnit ve stanovené jakosti, neboť pod tímto rozumíme zejména kvalitu z hlediska užitných vlastností předmětu koupě<sup>76</sup>. Povinnost plnit ve stanovené jakosti se přitom netýká pouze převáděných cenných papírů, ale přeneseně i vlastností emitenta samotného, které byly v prospektu uvedeny<sup>77</sup>.

Důležité je upozornit, že jakost předmětu koupě nemá jen význam soukromoprávní, jakožto jeden z předpokladů pro případný vznik práv z vadného plnění, ale je i důležitým kritériem pro stanovení požadavků na různé zboží či výrobky z hlediska veřejnoprávní úpravy (zejména z hlediska jejich bezpečí a ochrany spotřebitele), která za porušení jakosti daných výrobků či služeb stanoví veřejnoprávní sankce<sup>78</sup>. Ujednání o jakosti může být obsaženo přímo v textu kupní smlouvy nebo i v dokumentech, na něž smlouva odkazuje (obchodní podmínky či technické normy)<sup>79</sup>. Je tedy zřejmé, že určí-li kupující a prodávající jakost odkazem na prospekt, nebude pochyb, že bude plněno vadně, bude-li prospekt obsahovat informace neúplné, nepravdivé, zavádějící nebo klamavé. Bude tomu stejně i v případě, že smluvní strany určí jakost

---

<sup>75</sup> Gullifer, L. a Payne, J. *Corporate Finance Law Principles and Policy*. Oxford and Portland, Oregon 2011, Hart Publishing. ISBN 978-1-84946-004-0, s. 463.

<sup>76</sup> Bednář/Kasík, P. in Hulmák, M. a kol. *Občanský zákoník VI. Závazkové právo. Zvláštní část (§2055-3014). Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2014, ISBN 978-80-7400-287-8. s. 58.

<sup>77</sup> Tento závěr dovozují z toho, že Nejvyšší soud ČR opakovaně ve své rozhodovací praxi (např. v usnesení ze dne 26. října 2010, sp. zn. 29 Cdo 5452/2008 či usnesení ze dne 9. září 2015, sp. zn. 29 Cdo 1109/2015) dovodil, že režim odpovědnosti za vady je možný aplikovat i ve vztahu ke sjednaným vlastnostem obchodního podílu či akcií, i když se jedná spíše o vlastnosti (závodu) společnosti, o jejíž podíl či akcie jde.

<sup>78</sup> Bednář/Kasík, P. in Hulmák a kol., opt. cit., s. 58.

<sup>79</sup> Určení jakosti odkazem na veřejnoprávní technické normy a tím vymezení obsahu předmětu kupní smlouvy potvrdil i Nejvyšší soud ČR v usnesení ze dne 31. března 2010, sp. zn. NS 23 Cdo 880/2010.

(vlastnosti cenných papírů) pouze v kupní smlouvě, a to užším způsobem oproti požadavkům na údaje, které prospekt musí obsahovat? Mám za to, že ano. Opačný názor by ve svém důsledku vedl k tomu, že by prodávající (zejména emitent) mohl svou odpovědnost za informace obsažené v prospektu omezit či zcela vyloučit, což by zcela popřelo smyslu prospektu jako informativního dokumentu. Proto považuji smluvní omezení jakosti v rozporu s požadavky na prospekt za nepřijatelné<sup>80</sup>.

Pro podporu tohoto názoru svědčí i skutečnost, že samotná právní úprava kupní smlouvy na určitém místě požaduje, aby jakost předmětu koupě byla v souladu s požadavky právních předpisů. Konkrétně jde o právní úprava tzv. spotřebitelské kupní smlouvy (prodej zboží v obchodě), které v § 2161 odst. 1 písm. e) Noz hovoří výslovně o tom, že prodávající odpovídá kupujícímu za to, že věc při převzetí vyhovuje požadavkům právních předpisů. Dané se uplatní i na koupi cenných papírů v souvislosti s prospektem, a to tím způsobem, že není-li prospekt vyhotoven v souladu s požadavky právních předpisů, tj. obsahuje-li informace nejasné, nepravdivé, zavádějící nebo klamavé, bude mít investor – spotřebitel, který v souvislosti s prospektem nakoupil cenné papíry a utrpěl v důsledku toho škodu, práva z vadného plnění. Již předchozí právní úprava obsažená v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „obchodní zákoník“ či „ObchZ“) stanovila v § 759 ObchZ pravidlo, že byla-li jakost stanovena v rozporu s právními předpisy, platila jakost dle právních předpisů o jakosti přípustné k užívání. Jestliže smluvní určení jakosti těmito předpisy neodpovídalo a smlouva byla s takovými předpisy v rozporu, nebyla by sice taková smlouva neplatná, ale ex lege platilo ustanovení příslušných předpisů o jakosti přípustné k užívání<sup>81</sup>.

Je také otázkou, zda vadný prospekt může způsobit plnění něčeho jiného, než bylo smlouveno, tedy tzv. *alliid*. V takovém případě nedochází ke splnění závazku, nejde tedy ani o plnění vadné, přičemž závazek zůstává nesplněn a dlužník je i nadále povinen plnit<sup>82</sup>. Nemyslím si, že by nesprávné, neúplné, zavádějící či klamavé informace v prospektu mohl nabýt takové intenzity, že by to vedlo až ke splnění něčeho jiného. Investor v důsledku vadného prospektu pouze nakoupí cenné papíry, které nebudou co do kvality odpovídat jeho představám, budou to však stále ty samé cenné papíry, které měl v úmyslu nakoupit.

### 5.1.2.2. Příčinná souvislost a vzniklá škoda

---

<sup>80</sup> Wood, opt. cit., s. 171.

<sup>81</sup> Tomsa in Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář. 13. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, ISBN 978-80-7400-354-7, s. 1098., s. 1081.

<sup>82</sup> Banyaiová in Švestka, J., Dvořák, J., Fiala, J. a kol. Občanský zákoník. Komentář. Svazek V., Praha: Wolters Kluwer, a. s.. 2014, s. 1700. ISBN 978-80-7478-638-9, s. 386.



Ke vzniku smluvní odpovědnosti za prospekt je dále zapotřebí příčinná souvislost mezi porušením smluvního závazku emitenta dodat cenné papíry s vlastnostmi odpovídajícími prospektu a škodou z toho vzniklou dotčeným investorům. Není sporu, že příčinná souvislost bude dána, jestliže poškození investoři spoléhali na informace obsažené v prospektu a na základě toho se rozhodli pro koupi cenných papírů. Mám za to, že příčinná souvislosti by měla být dána i v případě, že investoři prospekt vůbec nečetli a řídili se pouze tržní cenou nabízených investičních cenných papírů stanovenou na základě informací obsažených v prospektu<sup>83</sup>. Dané řešení lépe odráží realitu kapitálových trhů, kde informace obsažené v prospektu determinují tržní cenu, za kterou jsou investičních cenné papíry nabízeny<sup>84</sup>, a na kterou investoři při svém rozhodování spoléhají<sup>85</sup>. Nesouhlasím tedy s názorem, že žalovat na porušení smlouvy o koupi cenných papírů, ke kterým byl vydán prospekt, lze pouze v případě, že je informace obsažená v prospektu neúplná, nepravdivá, zavádějící či klamavá a která se současně týká výslovného prohlášení prodávajícího v kupní smlouvě o vlastnostech prodávaných cenných papírů<sup>86</sup>. Tím však není dotčena povinnost investora postupovat obezřetně, tj. investovat způsobem, který odpovídá zákonným požadavkům, a prostřednictvím subjektů, o kterých se přesvědčí, že svoji činnost vykonávají řádně a podléhají příslušnému dozoru<sup>87</sup>. Daný závěr lze obdobně použít i pro dovození příčinné souvislosti v případě porušení zákonné předšmluvní informační povinnosti<sup>88</sup>.

K vyvození smluvní odpovědnosti za prospekt je tedy ještě zapotřebí určit škodu, která poškozenému investorovi může v této souvislosti vzniknout. Mám za to, že do úvahy připadá v zásadě pouze škoda spočívající ve snížení hodnoty předmětných cenných papírů, které investor nabyt v důvěře v údaje obsažené v prospektu, a ke které došlo z důvodu toho, že se informace v prospektu ukázali jako neúplné, nepravdivé, zavádějící či klamavé<sup>89</sup>. Jako příklad lze uvést situaci, kdy se po prodeji kapitálových cenných papírů, k nimž byl vydán prospekt, ukáže informace o závazcích emitenta obsažená v daném prospektu jako nepravdivá v tom smyslu, že skutečná finanční situace emitenta je mnohem horší, než původně uváděl v prospektu. To způsobí pokles ceny předmětných kapitálových cenných papírů, čímž vznikne investorovi, který dané cenné papíry nakoupil, škoda.

---

<sup>83</sup> Rozhodnutí švýcarského federálního soudu (Bundesgericht) ze dne 28. srpna 2006 sp. zn. Nr. 4C.136/2006, uveřejněné pod č. ATF 132 III 715.

<sup>84</sup> Typicky obchodní s cennými papíry či investičními zprostředkovateli.

<sup>85</sup> Carbonare, M., Harrer, H., Spillmann, T., Wirth, F. Liability and Due Diligence in connection with Equity Securities Offering, Str. 129. Dostupné na: [https://www.baerkarrer.ch/publications/19\\_51\\_00Spillmann.pdf](https://www.baerkarrer.ch/publications/19_51_00Spillmann.pdf).

<sup>86</sup> Gullifer/Payne, opt. cit., s. 437.

<sup>87</sup> Zoufalý, V. K otázce odpovědnosti v oblasti finančních investic. Bulletin advokacie 1/2006, s. 11.

<sup>88</sup> k tomu blíže v další kapitole.

<sup>89</sup> Smutný in Zahusták a kol., opt. cit., s. 384.

Dojde-li ke splnění výše uvedených předpokladů v podobě vadného plnění, vzniku škody a příčinné mezi nimi, je poškozený investor oprávněn domáhat se náhrady škody z titulu smluvní odpovědnosti. K té, jak bude vysvětleno níže, primárně slouží instrument v podobě práv z vadného plnění.

Konečně, je-li tu vztah příčinné souvislosti mezi porušením smluvního závazku emitenta spočívající ve vadně zpracovaném prospektu a škodným následkem spočívající v dodání cenného papíru, který nemá vlastnosti stanovené v prospektu, konečnému zákazníkovi, pak je tu též příčinná souvislost mezi porušením tohoto smluvního závazku a škodou vzniklou zprostředkovateli, který cenný papír prodal svému klientovi<sup>90</sup>. V takovém případě bude mít zprostředkovatel k dispozici regres vůči emitentovi, který vadný prospekt zpracoval<sup>91</sup>.

### **5.1.2.3. Další předpoklady vzniku práv z vadného plnění**

Výše jsem ilustroval, že vypracování a uveřejnění vadného prospektu může za splnění určitých předpokladů vést nejen k vadnému plnění, ale i ke smluvní odpovědnosti emitenta. Podmínky vadného plnění a smluvní odpovědnosti jsem již uvedl. Přikročím proto v následující část k vymezení některých dalších hypotéz, které musejí být naplněny, aby poškozenému investorovi vznikla práva z vadného plnění.

V souladu s § 2100 Noz práva kupujícího zakládá vada, kterou má věc při přechodu nebezpečí na kupujícího. To v případě prospektu znamená kdykoli po uzavření smlouvy o koupi cenného papíru, kdy se ukáží některé informace obsažené v prospektu jako neúplné, chybějící, zavádějící či klamavé, neboť taková vada tu je od samého počátku, kdy byl prospekt zpracován a uveřejněn zákonem předepsaným způsobem.

Dle § 2103 věty první Noz nemůže kupující využít práv z vadného plnění, jde-li se o vadu, kterou musel s vynaložením obvyklé pozornosti poznat již při uzavření smlouvy. To se však v případě cenných papírů, k nimž byl vydán prospekt, neuplatní, neboť vyhotovením prospektu jeho zpracovatel budoucí zájemce o cenné papíry výslovně ujistil, že jsou takové cenné papíry bez vad (§ 2103 věty druhá Noz).

Nakonec musí investor pro to, aby se mu dostalo práv z vadného plnění, oznámit prodávajícímu vadu včas. To však neplatí v případě, že zpracovatel vědomě vytvořil vadný prospekt, tj. o jeho vadách věděl nebo musel vědět. V takovém případě totiž prodávající nemá právo uplatnit námitku, že mu vady nebyly kupujícím oznámeny včas<sup>92</sup>.

---

<sup>90</sup> Porod, J. in Petrov, J., Výtisk, M., Beran, V. a kol. Občanský zákoník. Komentář. 1. Vydání, Praha: C. H. Beck, 2017. ISBN 978-80-7400-653-1, s. 1924.

<sup>91</sup> Wood, opt. cit.

<sup>92</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 29. března 2007 sp. zn. 32 Odo 1387/2005.

### 5.1.3. Práva z vadného plnění náležející poškozenému investorovi

Z hlediska toho, jaká konkrétní práva z vadného plnění bude mít poškozený investor k dispozici, bude záležet zejména na to, zda bude vadnost prospekt možnost posoudit jako podstatné či jako nepodstatné porušení smlouvy.

V případě, že se vadné plnění ukáže jako podstatné porušení smlouvy, bude mít poškozený investor práva dle ustanovení § 2106 Noz, přičemž nestanoví-li smlouva něco jiného<sup>93</sup>, bude si moci investor zvolit kterýkoli z nároků, není však vázán pořadím nároků uvedených v zákoně<sup>94</sup>. Stojí si však za názor, že investor bude moci využít pouze přiměřenou slevu z kupní ceny či odstoupení od smlouvy. Dodání nového cenného papíru či jeho oprava nepřipadají v úvahu, neboť škodou je právě snížení jejich hodnoty, což dodání nového cenného papíru či jeho oprava nemůže ze své podstaty zhojit. Při vadném plnění způsobující nepodstatné porušení smlouva může v souladu s § 2107 odst. 1 Noz žádat poškozený investor odstranění vady nebo přiměřenou slevu z kupní ceny. Odstranění vady není opět ze své podstaty možné.

Zdali se v případě koupě cenných papírů bude jednat o podstatné či nepodstatné porušení smlouvy je třeba vykládat dle obecné úpravy závazkového práva. Dle § 2002 Noz je tedy vadou, která způsobuje podstatné porušení smlouvy, přičemž podstatné je takové porušení povinnosti, o němž strana porušující smlouvu již při uzavření smlouvy věděla nebo musela vědět, že by druhá strana smlouvu neuzavřela, pokud by toto porušení předvíдалa. Rozhodné pro určení, zda v konkrétním případě půjde o podstatné či nepodstatné porušení smlouvy, bude zejména intenzita zásahu do rozumného očekávání kupujícího ohledně bezvadnosti věci s ohledem na očekávané upotřebení věci<sup>95</sup> a také rozsah vad a jejich charakter<sup>96</sup>. S ohledem na rozsah a komplexnost informací povinně uveřejňovaným v prospektu lze jen těžko předjímat a odhadovat, co ještě bude nepodstatné porušení a co už porušení podstatné. Základním hlediskem by to dle mého názoru mělo být to, zda a do jaké míry je vadnost prospektu schopna ovlivnit tržní cenu prodaných cenných papírů.

Za zmínku stojí také úvést zvláštní režim pro oblast finančních služeb uzavíraných mezi podnikatelem a spotřebitelem dle § 1841 a násled. Noz. Tato úprava dává spotřebiteli, kterému podnikatel poskytl v rámci finančních služeb klamavý údaj, právo od smlouvy odstoupit do tří měsíců ode dne, kdy se o poskytnutí klamavého údaje dozvěděl nebo dozvědět měl a mohl. Tak

---

<sup>93</sup> Modifikace dispozitivní úpravy vypořádání práv z vadného plnění je možná například tak, že si prodávající a kupující vyloučí možnost odstoupení od smlouvy v případě vadného plnění, přičemž kupujícímu zůstanou zbylá práva z vadného plnění uvedené v zákoně (viz Usnesení NS ze dne 4. 12. 2007, sp. zn. 29 Odo 564/2006 ve věci odpovědnosti za vady akcií).

<sup>94</sup> Dědič a kol., opt. cit., 3450.

<sup>95</sup> Bednář/Kasík, P. in Hulmák a kol., opt. cit., s. 74.

<sup>96</sup> Dědič a kol., opt. cit., 3450.

tomu bude i v případě poskytnutí klamavých údajů emitentem investorovi - spotřebiteli v rámci prospektu.

#### 5.1.4. Přednostní použitelnost smluvní odpovědnosti před deliktní odpovědností

Odpověď na otázku, zda je odpovědnost za prospekt spíše smluvní či deliktní odpovědností, je velmi složitá a komplexní. I když je to zejména v oblasti teorie, zástávám názor, že odpovědnost za prospekt má povahu smluvní odpovědnosti. Tento názor obhajují následujícími argumenty.

Předně je třeba poznamenat, že prospekt je vydáván za účelem veřejné nabídky cenných papírů či jejich přijetím k obchodování na regulovaném trhu, v rámci nichž pak dochází k úpisu předmětných cenných papírů ať už cílovými zákazníky nebo zprostředkovateli, přičemž řádným zápisem do listiny upisovatelů je mezi emitentem a upisovatelem uzavřen smluvní vztah<sup>97</sup>. Prospekt je tedy v podstatě vydáván za účelem uzavření smluvního vztahu, a proto i odpovědnost za něj by měla mít smluvní základ.

Zadruhé je třeba pamatovat na vztah náhrady škody a práv z vadného plnění, když právní úprava v ustanovení § 1925 Noz jasně preferuje uplatnění práv z vadného plnění před náhradou škody. Vyjádřeno slovy Nejvyššího soudu<sup>98</sup> „*uplatněním práva z odpovědnosti za vady není dotčeno právo na náhradu škody. Jako škodu však nelze uplatit to, co odpovídá právům z odpovědnosti za vadu věci (např. částku, o kterou je nižší hodnota prodané věci namísto slevy z kupní smlouvy), jestliže došlo k zániku práv z odpovědnosti za vady pro nesplnění včasné notifikace vad.*“ Jinými slovy kupující má právo jen na náhradu škody další, tedy škody, která z vadného plnění vzešla<sup>99</sup>. I když je tedy právní úprava založena na principu úplné reparace způsobené újmy<sup>100</sup>, nepřipadá zřejmě v případě koupě cenných papírů v souvislosti s vadným prospektem taková „jiná“ škoda v úvahu. Není-li tedy jiné škody než té, kterou lze nahradit uplatněním práv z vadného plnění, měl by investor uplatnit práva z vadného plnění namísto náhrady škody. Tento argument podporují i závěry Evropského soudního dvora ve výše zmíněné věci Harald Kolassa, kde soud došel ke stejnému závěru, že odpovědnost za prospekt je primárně smluvní, a pouze v případě nároků, které nesouvisejí se smlouvou o úpisu cenných papírů, je možné uvažovat o deliktní odpovědnosti.

---

<sup>97</sup> Mazanec, opt. cit.

<sup>98</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 26. dubna 2007 sp. zn. 33 Odo 320/2005.

<sup>99</sup> Tomsa in Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář. 13. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, ISBN 978-80-7400-354-7, s. 1098.

<sup>100</sup> Viz Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 30. března 2016 sp. zn. 32 Cdo 4980/2014.

Konečně smluvní odpovědnost a nároky z vadného plnění dávají investorům do ruky silnější nástroj k ochraně svých zájmů, nežli by tomu bylo v případě deliktní odpovědnosti, zejména co se týče eventuální důkazního postavení investorů. To je plně v souladu s cíli, které právní úprava prospektu sleduje, tedy zvýšenou ochranu investorů a přednostní uplatňování jejich zájmů před zájmy emitentů<sup>101</sup>.

## 5.2. Předšmluvní odpovědnost jakožto porušení zákonné informační povinnosti

Předšmluvní odpovědnost upravuje občanský zákoník v ustanoveních § 1728 a 1729, která vymezuje celkem tři skutkové podstaty předšmluvní odpovědnosti. Pro účely této práce bude pojednáno pouze o jedné z těchto skutkových podstat, a to konkrétně o té popsané v § 1728 odst. 2 Noz. Dané ustanovení stanoví povinnost smluvních stran při jednání o uzavření smlouvy vzájemně si sdělit všechny skutkové a právní okolnosti, o nichž ví nebo vědět musí, a to tím způsobem, aby se každá ze stran mohla přesvědčit o možnosti uzavřít platnou smlouvu a aby byl každé ze stran zřejmý její zájem smlouvu uzavřít. Jde tedy o to, že v tomto ustanovení stanoví zákonodárce předšmluvní informační povinnost stran účastnící se kontraktace spočívající v povinnosti těchto stran informovat se dostatečně a nezkresleně o všech relevantních okolnostech týkající se sjednávání smlouvy<sup>102</sup>. Za pozornost stojí i rozsah informací, které se smluvní strany při jednání o uzavření smlouvy mají sdělit. Zákon požaduje sdělení všech podstatných skutkových a právních okolností tak, aby se druhé straně dostalo takových informací, aby mohla posoudit, zda je dán jejím zájem na uzavření smlouvy<sup>103</sup>. Smluvní strany jsou povinny sdělit si informace dle své subjektivní znalosti, ty informace, o nichž ví, a informace objektivní znalosti, tedy ty informace, o nichž strany vědět musely (hodnoceno dle standardu průměrně rozumné osoby dle § 4 odst. 2 Noz). Stejný standard se dle mého uplatní též v souvislosti s prospektem, i když v obecné rovině jde o užší vymezení informační povinnosti, než je tomu v případě plnění informační povinnosti v podobě prospektu.

Takto vymezená předšmluvní informační povinnost v § 1728 odst. 2 Noz navazuje na účel prospektu, jenž slouží jako informační dokument pro informované rozhodnutí investorů o koupi cenných papírů. Že lze o předšmluvní odpovědnosti uvažovat v souvislosti s prospektem potvrzuje například Smutný<sup>104</sup>. Z tohoto důvodu dovozují, že právní úprava prospektu obsahuje zvláštní úpravu předšmluvní informační povinnosti, která je *lex specialis* k obecné úpravě obsažené v ustanovení § 1728 Noz. Je sice pravdou, že předšmluvní informační povinnost dle §

---

<sup>101</sup> Davies, P., opt. cit., s 657.

<sup>102</sup> Pelikánová/Pelikán, opt. cit., s. 23.

<sup>103</sup> Tamtéž.

<sup>104</sup> Smutný in Zahusták a kol., opt. cit..s. 384.

1728 odst. 2 Noz zatěžuje obě strany, na rozdíl od prospektu, kde informační povinnost stíhá pouze zpracovatele. Na druhou stranu i v obecném režimu bude informační povinnost stíhat větší měrou tu stranu, který poskytuje charakteristické plnění pro smlouvu<sup>105</sup>, tedy v našem případě prodávající cenných papírů, v souvislosti s nimiž byl vydán prospekt. V tomto ohledu se tedy obecná předmluvní informační povinnost blíží speciální informační povinnosti vtělené do prospektu.

### **5.2.1. Je možné smluvě omezit či vyloučit předmluvní informační povinnost v souvislosti s prospektem?**

Mezi základní zásady soukromého práva patří zásada poctivého jednání v právním styku<sup>106</sup>. Je tedy nepochybné, že smluvní strany jsou povinny dodržovat zásady poctivého jednání i při vyjednávání a uzavírání smluv a pakliže jednají v rámci procesu kontraktace nepoctivě, měly by nahradit škodu z toho vzniklou<sup>107</sup>. Zakotvení předmluvní informační povinnosti § 1728 odst. 2 Noz ve své podstatě znamená provedení principu dobré víry a poctivosti jednání do konkrétnější podoby umožňující založit za její porušení deliktní odpovědnost, čímž přispívá k zajištění právní jistoty smluvních stran a umožňuje lehčí proces kontraktace<sup>108</sup>. Jestliže je tedy obecná předmluvní odpovědnost založena na jednom ze základních principů soukromého práva, tedy poctivosti jednání, je třeba dovodit, že ani speciální předmluvní odpovědnost nelze platně vyloučit na základě smluvního ujednání<sup>109</sup>. To by ve svém důsledku popíráno smyslu prospektu, jestliže bylo možné na základě smluvního ujednání omezit rozsah poskytovaných informací v prospektu stanovený veřejnoprávním předpisem, a tím snížit ochranu potenciálních investic.

### **5.2.2. Důsledky porušení předmluvní informační povinnosti**

Předně je třeba uvést, že ani ustanoví § 1728 odst. 2 Noz ani § 36b ZPKT nestanoví důsledky porušení předmluvní odpovědnosti, ať už té obecné nebo zvláštní. Absentuje-li zvláštní právní úprava, je třeba výjít z obecné úpravy porušení zákonné povinnosti dle § 2910 Noz. Deliktní povahu porušení povinnosti dle § 1728 odst. 2 Noz potvrzuje například Pelikánová s Pelikánem<sup>110</sup>.

---

<sup>105</sup> Bříza P./Pavelka T. in Komentář/Beck, s. 1663.

<sup>106</sup> Viz § 6 odst. 1 Noz.

<sup>107</sup> Viz důvodová zpráva k § 1728 až 1730 Noz.

<sup>108</sup> Pelikánová/Pelikán in Komentář, s. 23.

<sup>109</sup> Wood, s. 171.

<sup>110</sup> Pelikánová/Pelikán in Komentář, s. 24.

Co se týče delikt ní odpovědnosti za prospekt, narazíme při čtení § 2910 Noz na jeden zásadní problém, který takovou aplikaci v podstatě vylučuje. Náhrada škody je na základě § 2910 Noz možná pouze v případě naplnění jedné ze dvou skutkových podstat tam uvedených. Prvních z nich uvádí, že škůdce je povinen k náhradě škody v případě, poruší-li vlastním zaviněním zákonem stanovenou povinnost a zasáhne tak do absolutního práva poškozeného (§ 2910 věta první Noz). Dle druhé skutkové podstaty je poškozený oprávněn domáhat se náhrady škody po škůdci, jenž zasáhne do jiného (než absolutního) práva poškozeného zaviněným porušením zákonné povinnosti stanovené na ochranu takového práva (§ 2910 věta druhá Noz). Mním však, že nakoupí-li investor cenné papíry v souvislosti s vadně vyhotoveným prospektem a utrpí tak škodu, nedojde k naplnění ani jedné z výše uvedených skutkových podstat ustanovení § 2910 Noz. V takovém případě totiž investor utrpí tzv. čistou ekonomickou škodu, která se projeví jen v ekonomické sféře poškozeného investora v tom smyslu, že dojde ke snížení hodnoty jeho majetku, aniž by zároveň bylo zasaženo do jeho absolutního práva nebo jiného právem chráněného statku<sup>111</sup>. Náhrada čisté majetkové újmy v rámci delikt ní odpovědnosti není sice kategoricky vyloučena bez dalšího, ale měla být nahrazena pouze v případě, že poškozený investor nedisponuje nároky ze smluvní odpovědnosti, neboť ta by měla primárně sloužit pro účely náhrady čisté majetkové škody<sup>112</sup>.

Co se týče formy zavinění za porušení zákonné povinnosti, je potřeba v souladu s § 2910 Noz zapotřebí alespoň nedbalost. Osoby odpovědné za prospekt se zbaví své odpovědnosti, jestliže prokáží, že měli důvodně za to, že informace obsažené v prospektu byly úplné a pravdivé a nebyly zavádějící ani klamavé<sup>113</sup>.

Kromě porušení zákonné povinnosti dle § 2910 Noz může mít jednání smluvní strany porušující pravidlo podle ustanov ní § 1728 odst. 2 Noz i další právní konsekvence, meze které lze zařadit jednání v omylu (viz kapitola níže), neúměrné zkrácení dle § 1792 a násled či může způsobit vadné plnění<sup>114</sup>. Důsledky plynoucí z právní úpravy omylu nelze na porušeni informační povinnosti použít, neboť tím by fakticky právní úprava omylu ztratila na významu, a proto je třeba dojít k závěru, že proušení informační povinnosti podle § 1728 odst. 2 Noz samo o sobě nezpůsobuje neplatnost uzavřené smlouvy<sup>115</sup>. To však nebrání druhé straně domáhat se náhrady škody způsobené tímto jednáním, i když taková možnost náhrady bude s ohledem na

---

<sup>111</sup> Janoušková, A., Čisté majetková újma a její náhrada v novém civilním právu. *Rekodifikace & praxe*. 1/2016.

<sup>112</sup> *Ibid.*

<sup>113</sup> Louise Gullifer and Jennifer Payne, *opt. cit.*, s. 437.

<sup>114</sup> Břiza/Pavelka in Petrov, J., Výtisk, M., Beran, V. a kol. *Občanský zákoník. Komentář*. 1. Vydání, Praha: C. H. Beck, 2017. ISBN 978-80-7400-653-1, s. 1664.

<sup>115</sup> *Ibid.*

přednostní uplatnění práv z vad před náhradou škody dle ustanovení § 1925 Noz velmi omezená, v případě prospektu spíše žádná.

Chápeme-li informační povinnost související s prospektem jakožto zvláštní informační povinnost, není tím dotčena obecná informační povinnost dle § 1728 odst. 2 Noz. Z toho vyplývá, že emitenta bude odpovědný za informace obsažené v prospektu, přičemž prodávající (což může být sám emitent či v praxi pravděpodobněji zprostředkovatel) cenných papírů bude odpovědný dle obecné úpravy za poskytnutí všech ostatních relevantních informací, které nejsou obsaženy v prospektu, ale jsou pro uzavření smlouvy důležité<sup>116</sup>.

### 5.2.3. Jakou škodu nahrazovat?

Přestože bylo výše uvedeno, že náhrada škody způsobené porušením zákonné povinnosti vyhotovením vadného prospektu bude s ohledem na charakter takové škody velmi omezená, považují i tak za účelné uvést možné způsoby náhrady takové případné škody. Občanský zákoník sice v ustanovení § 1729 odst. 2 vymezuje rozsah škody, která se při porušení předšmluvní odpovědnosti nahrazuje, činí tak však pouze pro skutkové podstaty předšmluvní odpovědnosti uvedené v § 1728 odst. 1 a 1729 odst. 1 Noz, nikolovi tedy pro předšmluvní informační povinnost dle § 1728 odst. 1 Noz. Jakou náhradu škody tedy za porušení zákonné předšmluvní informační povinnosti přiznat? Jak uvádí Hobza<sup>117</sup>, lze při určení výše škody způsobené poskytnutím vadné informace v rámci prospektu vycházet ze dvou přístupů. První z těchto přístupů počítá s konečným stavem po hypotetickém poskytnutí bezvadných informací v prospektu s tím, že škoda by měla být nahrazena tak, aby konečný stav odpovídal situaci, která by nastala po hypotetickém poskytnutí bezvadných informací v prospektu<sup>118</sup>. Druhá vychází z ustanovení § 2951 odst. 1 Noz upřednostňující naturální restituci před peněžitou náhradou, což znamená, že se sleduje dosažení takového stavu, jako kdyby k poskytnutí vadné informace v prospektu vůbec nedošlo. Lze doporučit spíše první z uvedených přístupů, neboť, i když jeho aplikace v konkrétní situaci bude složitější s ohledem na to, že k výpočtu škody či náhrady předpokládá stanovení hypotetického průběhu poskytnutí bezvadných informací, lépe umožňuje zohlednit situaci poškozeného investora<sup>119</sup>.

Je třeba upozornit na to, že obecně aplikace povinnosti nahradit škodu způsobenou informací na finančním trhu v sobě skýtá úskalí složité důkazní situaci poškozeného investora,

---

<sup>116</sup> Bříza P./Pavelka T. in Petrov, J., Výtisk, M., Beran, V. a kol., opt. cit. s. 1663.

<sup>117</sup> Hobza, M., Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství. Obchodněprávní revue 11-12/2015.

<sup>118</sup> Hobza, opt. cit.

<sup>119</sup> Hobza, opt. cit.



zejména s ohledem na povahu poskytovaných informací<sup>120</sup>. To však dle mého názor úplně neplatí v případě způsobení škody informací obsaženou v prospektu, neboť informace v něm obsažené jsou veřejně dostupné a také podrobeny kontrole ze strany regulátora trhu. V tomto smyslu bude důkazní postavení poškozeného investora značně příznivější, informace v prospektu jsou zákonným způsobem uveřejněny a není tudíž složité prokázat, s jakým obsahem byly investořům poskytnuty.

### 5.3. Může být vadný prospekt předpokladem omylu v právním jednání?

V obecném slovo smyslu k omylu (mylné představě) dochází tehdy, je-li subjektivní představa určité osoby v rozporu s objektivní skutečností<sup>121</sup>. V souvislosti s finačněprávními vztahy týkající se investic omyl znamená „*ovlivnění osoby prostřednictvím lživých nebo klamavých informací, aby provedla investici, kterou by tato osoba neprovedla, kdyby měla správné informace*“<sup>122</sup>. Z hlediska teorie lze omyl dělit dle různých hledisek. Rozeznáváme omyl skutkový a právní, podstatný a nepodstatný či omyl při tvorbě vůle nebo jejím projevu<sup>123</sup>. Omyl může mít souvislost s jakoukoli skutečností významnou pro uskutečnění právního jednání. V tomto smyslu může omyl spočívat v právním důvodu (*error in negotio*), osobě, s níž jednajícím právně jedná (*error in persona*), či předmětu právního jednání (*error in corpore*)<sup>124</sup>. V následující části se pokusím nastít, za jakých podmínek a s jakými důsledky lze uvažovat o omylu v situaci, kdy investor nakoupí cenné papíry na základě vadného prospektu cenného papíru.

#### 5.3.1. Mylná představa investora o informacích obsažených v prospektu

Nejprve si je nutné vymezit, v čem vlastně omyl v této situaci spočívá tj., jaký druh omylu připadá v úvahu. Nepochybně půjde o omyl skutkový, neboť se mylná představa investora týká skutkových okolností jeho rozhodování, nikoliv právních následků jeho jednání. Z hlediska časové posloupnosti dochází k odchýlení subjektivní představy investora, tedy jeho nesprávné představě o vlastnostech či vadách cenného papíru nebo emitenta, již ve fázi tvorby jeho vůle daný cenný papír nakoupit. K omylu v osobě či právním důvodu může jistě při koupi cenného

---

<sup>120</sup> Hobza, opt. cit.

<sup>121</sup> Melzer in MELZER, F., Tégl, P. a kolektiv: Občanský zákoník: velký komentář. Svazek III. § 419-654. Praha: Leges, 2014. ISBN 978-80-7502-003-1, s. 755.

<sup>122</sup> Srov. stanovisko generálního advokáta Bobka ze dne 8. května 2018, věc č. C-304/17, Dostupné na: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=201825&pageIndex=0&doclang=CS&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=795456>, bod 51.

<sup>123</sup> Srov. Mach, T. Úskalí nové právní úpravy omylu. Předneseno na výjezdním semináři z obchodního práva – OZ a ZOK stále jako nové, s. 2, 3.

<sup>124</sup> Melzer in MELZER, F., Tégl, P. a kol., opt. cit., s. 755.

papíru dojít, nemá to však souvislost s prospektem cenného papíru, jakožto informačním dokumentem. Naopak vysokou relevanci má to, zda dle subjektivní představy dotčeného investora odpovídají vlastnosti předmětu právního jednání (smlouvy o koupi cenného papíru) objektivní realitě. Je tomu tak proto, že investor nabývá svou subjektivní představu o předmětu právního jednání právě z prospektu cenného papíru. Daná představa se může týkat buďto přímo cenného papíru nebo emitenta samotného. Jako příklad omylu v předmětu smlouvy o koupi cenného papíru lze uvést mylnou představu investora o rozsahu a obsahu obchodního jmění emitenta<sup>125</sup>. Nezbyvá proto než uzavřít, že investor bude jednat v omylu vždy, bude-li při koupi cenného papíru spoléhat na informace obsažené v prospektu cenného papíru, které se později ukáží jako neúplné, nepravdivé či zavádějící. To bude platit i v případě, že prospekt cenného papíru nebude obsahovat některou z předepsaných informací. Pro relevantnost právní úpravy omylu hovoří i výše zmíněné rozhodnutí ve věci Alfred Hirmann, kde Evropský soudní dvůr zdůraznil, že vnitrostátní prostředky občanskoprávní odpovědnosti mají, mimo jiné, odradit emitenty od jednání, kterým by uváděli investory v omyl<sup>126</sup>. Zda-li půjde o omyl s právní relevancí ve smyslu ustanovení § 583 až 585 Noz, se všemi důsledky z toho plynoucími, záleží na dalších faktorech, jež uvádím níže.

### 5.3.2. Podmínky uplatnění omylu

Pro to, aby skutkový omyl investora v předmětu právního jednání měl kvalitu právního omylu ve smyslu ustanovení § 583 až 585 Noz, je zapotřebí naplnění dvou předpokladů. Prvním z těchto předpokladů je účast druhé strany na omylu. Druhým kritériem je omluvitelnost omylu. Níže jsou tedy nastíněny případy, kdy je dána účast druhé strany na omylu jednajících a kdy je omyl omluvitelný.

#### 5.3.2.1. Účast druhé strany

Účast druhé strany na omylu jednajících může spočívat buďto v tom, že druhá strana omyl přímo vyvolá, nebo musel-li jí být omyl dle okolností daného případu znám<sup>127</sup>. Jednání druhé strany, jež je způsobilé vyvolat omyl jednajících strany, je nutné posoudit objektivně, tedy tak, že takové jednání druhé strany nemusí být učiněno zaviněně<sup>128</sup>. Z daného vyplývá, že druhá

---

<sup>125</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 22. 4. 1998, sp. zn. 1 Odon 150/97. Publikováno v Dědič, J.; Lasák, J. *Právo kapitálových obchodních společností*. 2. díl. Praha: Linde, 2010. ISBN 978-80-7201-781-2, s. 1721 a násled.

<sup>126</sup> Bod 43 rozhodnutí.

<sup>127</sup> Mach, T., opt. cit., s. 6.

<sup>128</sup> Řečeno slovy profesora Roučka: „Stačí, že předpokládáte jest činnost, resp. chování, kteréž třeba jest všeho zavinění prosto, nicméně již objektivní povahou svou vzbudilo nepravou představu o momentech pro protikontrahenta rozhodných.“ Sedláček in ROUČEK, F., SEDLÁČEK, J. a kruh spolupracovníků: *Komentář*

strana vyvolá svým jednáním omyl druhé strany vždy, je-li její jednání v příčinné souvislosti s mylnou představou druhé strany. Tak tomu typicky bude v případě faktického pozitivního jednání (uvedením nepřesných či zavádějících informací v prospektu cenného papíru), do úvahy připadá taktéž i nečinnost druhé strany, pakliže byla druhé straně v souvislosti s uskutečněním právního jednání k určité činnosti dána povinnost přímo ze zákona (neuvedení jakékoli informace v prospektu cenného papíru, která tam dle právní úprava být obsažena má)<sup>129</sup>. Uvedená podmínka účasti druhé strany na omylu jednajícího investora však bude naplněna bezesbytku pouze v případě, že investor nakoupí cenné papíry přímo od emitenta, kterého jediného stíhá povinnosti uveřejnit prospekt cenného papíru a uvést v něm všechny požadované informace, které jsou pravdivé a nejsou zavádějící. Jaká však bude situace, jestliže investor nakoupí cenné papíry od obchodníka s cennými papíry či od investičního zprostředkovatele? Lze po něm spravedlivě požadovat, že mu musel být omyl, tedy vady prospektu, znám? I když je pravda, že jak obchodníka s cennými papíry, tak i investičního zprostředkovatele stíhá stejná povinnost odborné péče jako emitenta<sup>130</sup>, uplatní se dle mého názoru pravidlo obsažené v ustanovení § 585 Noz tj., půjde o omyl jednajícího vyvolaný třetí osobou (emitentem), přičemž smlouva o koupi cenného papíru uzavřená mezi zprostředkovatelem a investorem bude platná. Tím není vyloučeno, že zprostředkovatel o vadnosti prospektu cenného papíru skutečně věděl. V takovém případě bude zprostředkovatel původce omylu, neboť poskytl investorovi informace, které založily jeho omyl<sup>131</sup>, a dotčený investor se proti němu bude moci domáhat neplatnost uzavřené smlouvy nebo přiměřené náhrady dle toho, zda půjde o omyl podstatný nebo nepodstatný.

### 5.3.2.2. Omluvitelnost

Druhým předpokladem, který musí být naplněn, aby jednající osoba mohla proti druhé straně namítnout svůj omyl, je omluvitelnost takového omylu. Stejný přístup byl dovozován již za prvorepublikové právní úpravy, kdy omyl byl omluvitelný pouze tehdy „*byl-li smluvník na omylu, ač jednal s náležitou opatrností*“<sup>132</sup>. Stejnou optikou nahlíží na omluvitelnost omylu i Nejvyšší soud ČR, který ve své rozhodovací praxi stanovil pravidlo, že „*omluvitelný je jen takový omyl, k němuž došlo přesto, jednající (mýlící se) osoba postupovala s obvyklou mírou*

---

k Československému obecnému zákoníku občanskému a občanské právo platné na Slovensku a v Podkarpatské Rusi. Díl IV. § 859 – 1089. CODEX Bohemia, Praha 1998, s. 92.

<sup>129</sup> Handlar in Lavický, P. a kol. Občanský zákoník I. Obecná část (§ 1-654). Komentář. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2014, str. 2105.

<sup>130</sup> Úřední sdělení ČNB ze dne 27. srpna 2010 č. 21710580, str. 3. Dostupné na [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz).

<sup>131</sup> Beran in Petrov, J., Výtisk, M., Beran, V. a kol. Občanský zákoník. Komentář. 1. Vydání, Praha: C. H. Beck, 2017. ISBN 978-80-7400-653-1, s. 624.

<sup>132</sup> Rouček opt. cit., s. 90.

*opatrnosti, kterou lze se zřetelem k okolnostem konkrétního případu po každém požadovat k tomu, aby se takovému omylu vyhnul*<sup>133</sup>. Omylu se tedy nemůže dovolávat ten, kdo si přes svou nedbalost neověří rozhodné skutečnosti pro uskutečnění zamýšleného právního jednání, ač takovou možnost měl<sup>134</sup>. Znamená to tedy, že investor, který zamýšlí nakoupit cenné papíry, k nimž je vydáván prospekt cenného papíru, musí ověřit rozhodné skutečnosti pro takové právní jednání, tedy zkontrolovat pravdivost a úplnost informací obsažených v prospektu cenného papíru? Takový závěr považuji za absurdní, neboť, jak bylo vysvětleno výše, účelem prospektu cenného papíru je právě to, že má sloužit jako podklad pro informované rozhodnutí investorů o nákupu cenných papírů. Emitent tu vystupuje jako jakýsi garant pravdivosti a úplnosti informací obsažených v prospektu. Z toho vyplývá, že by na investory neměla být přenášena povinnost takové informace ověřovat. Dokonce sdílím názor, že ani pro uplatnění omylu není potřeba, aby investoři prospekt cenného papíru museli pročitat, ale postačí, že se řídili tržní cenou nabízených cenných papírů stanovenou na základě informací obsažených v prospektu<sup>135</sup>.

### **5.3.3. Důsledky jednání v omylu**

Nakonec je třeba vymezit právní důsledky jednání investora, který nakoupil cenné papíry v omylu, který byl způsoben vadností prospektu. Pro toto vymezení je nezbytné určit, zda v konkrétní situaci půjde o omyl podstatný či nepodstatný.

Podle ustanovení § 583 Noz půjde o omyl podstatný, jednal-li investor v omylu o rozhodující okolnosti. Co je však rozhodující okolností z textu zákona nevyčteneme. Obecně můžeme vyjít z premisy, že rozhodující okolností bude taková skutečnost, která je pro učiněné právní jednání rozhodující a bez které by k právnímu jednání, jak bylo uzavřeno, nedošlo<sup>136</sup>. Jinými slovy půjde o takové okolnosti, které jsou pro dané právní jednání nepostradatelné ze své podstaty, nebo pro to, že je za rozhodující prohlásily strany právního jednání<sup>137</sup>. V případě prospektu bude posouzení, zda konkrétní chybějící, nepravdivá či zavádějící informace obsažená v prospektu představuje rozhodující okolnost, velmi obtížné. Jako příklad rozhodující okolnosti lze uvést omyl o rozsahu a obsahu obchodního jmění emitenta, neboť to přímo ovlivňuje cenu nabízeného cenného papíru<sup>138</sup>. Bude-li tedy v konkrétní situaci investor při uzavření smlouvy o

---

<sup>133</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 2. března 2010, sp. zn. 32 Cdo 29/2009.

<sup>134</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 19. prosince 2002, sp. zn. 30 Cdo 1251/2002.

<sup>135</sup> Rozsudek švýcarského federálního soudu ze dne 28. srpna 2006 sp. zn. Nr. 4C.136/2006 uveřejněné pod č. ATF 132 III 715.

<sup>136</sup> Švestka in Jehlička, O., Švestka, J., Škvárová, M. a kol. Občanský zákoník. Komentář. 8. vydání. Praha: C. H. Beck, 2003, str. 246.

<sup>137</sup> Mach, T., opt. cit., s. 3.

<sup>138</sup> NS, sp. zn. 1 Odon 150/97, opt. cit.

koupi cenného papíru uveden v omyl o rozhodující okolnosti druhou stranou, může se domáhat určení neplatnosti takové smlouvy<sup>139</sup>.

Může však nastat i taková situace, kdy se omyl investora bude týkat okolnosti vedlejší, kterou ani s druhou stranou neprohlásil za rozhodující. Za vedlejší okolnost lze považovat každou skutečnost, která není pro uskutečnění právního jednání rozhodující v tom smyslu, že by na právním jednání měla mylící se strana zájem i v případě pozměněné vedlejší okolnosti, přičemž vždy musí jít o právně relevantní okolnost, ze které investor při svém rozhodování nakoupit cenný papír vycházel<sup>140</sup>. V takovém případě bude mít investor uvedený v omyl dle § 584 odst. 1 Noz nárok žádat po původci omylu přiměřenou náhradu. Zvláštní případ představuje omyl vyvolaný lstí spočívající typicky v tom, že druhá strana úmyslně předstírá něco, co neexistuje, nebo naopak zastírá něco, co existuje<sup>141</sup>. V takovém případě je irelevantní, zda půjde o omyl podstatný nebo nepodstatný, investor bude mít v každém případě nárok domáhat se neplatnosti smlouvy o koupi cenného papíru z důvodu omylu vyvolaného lstí<sup>142</sup>.

Konečně dojde-li v důsledku porušení informační povinnosti k naplnění skutkové podstaty omylu, jež bude mít za následek neplatnost smlouvy o koupi cenného papíru<sup>143</sup>, bude poškozený investor oprávněn po druhé straně požadovat škodu vzniklou jako důsledek neplatnosti předmětné smlouvy ve smyslu ustanovení § 579 odst. 2 Noz. V takovém případě protiprávního jednání emitenta, který uveřejněním vadného prospektu uvedl investory v omyl, bude škoda (újma) spočívat v tom, že by dotčení investoři neučinili investiční rozhodnutí nakoupit cenné papíry, kdyby měli k dispozici správné a úplné informace o předmětných cenných papírech<sup>144</sup>.

#### **5.4. Nekalosoutěžní jednání spočívající v uveřejnění vadného prospektu**

Jestliže v přechodzích částech této kapitoly bylo argumentačně složité dovést odpovědnost za prospekt, tak v této části je to ještě složitější. Lze alespoň teoreticky uvažovat o použití právní úpravy nekalé soutěže na porušení informační povinnosti v souvislosti s prospektem? Je-li tomu tak, lze porušení informační povinnosti pořadit pod generální klauzuli nekalé soutěže obsažené v ustanovení § 2976 odst. 1 Noz, nebo je spíše vhodné použít některou ze zvláštních skutkových podstat nekalé soutěže vyjmenovaných v odstavci druhém ustanovení § 2976 Noz? A jaké důsledky by takové vymezení odpovědnosti za nekalosoutěžní jednání

---

<sup>139</sup> Srov. ustanovení § 583 Noz.

<sup>140</sup> Mach opt. cit., s. 4.

<sup>141</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 1. února 2001, sp. zn. 26 Cdo 2828/2000.

<sup>142</sup> Srov. ustanovení § 584 odst. 2 Noz.

<sup>143</sup> Tak tomu bude v případě omylu podstatného dle § 583 Noz či omylu vyvolaného lstí podle § 584 odst. 2 Noz.

<sup>144</sup> Bobek, opt. cit.

emitenta mělo nejen pro dotčené investory, ale i pro ostatní soutěžitele? To vše jsou stěžijní otázky, které se pokusím v závěrečné části této kapitoly zodpovědět.

#### **5.4.1. Důvody pro použití právní úpravy nekalé soutěže v souvislosti s prospektem**

Jak již bylo osvětleno výše, právní úprava prospektu sleduje hlavní dva cíle, kterými jsou ochrana investorů a efektivnost kapitálových trhů. V souladu s těmito cíli je proto dle mého názoru vhodné kumulativní uplatnění sankčních mechanismů závazkového práva<sup>145</sup> a pravidel na ochranu před nekalostoutěžním jednáním v podobě odpovědnosti za civilní delikt nekalé soutěže. Dané řešení jednak lépe chrání investory tím, že jim dává (další) možnost přímého uspokojení<sup>146</sup>, dále zajišťuje větší efektivnost kapitálových trhů tím, že přispívá k větší motivaci emitentů vyhotovovat bezvadné prospekty<sup>147</sup>. V končeném důsledku navržené řešení povede k rozsáhlejší prevenci dodržování dohodnutých závazků ze strany emitenta, ale také k efektivnějšímu uplatňování práv spotřebitele, a tím i k ochraně celé společnosti<sup>148</sup>. Nakonec klamavá reklama není v oblasti finančního trhu žádnou novinkou. Dochází k případům, kdy spotřebitelům hrozí či je způsobena újma tím, že dostanou nepřesné nebo nesprávné informace o charakteristických vlastnostech finančních produktů, zejména o jejich výkonnosti, výnosech a rizicích<sup>149</sup>.

#### **5.4.2. Lze prospekt považovat za reklamní sdělení?**

Právní úprava nekalé soutěže je dle mého přesvědčení vhodná aplikovat především v případě, že jsou údaje v prospektu způsobily vyvolat nesprávnou (klamavou) představu současných i potencialních investorů. V takovém případě by připadalo v úvahu považovat prospekt za klamavou reklamu. Pro tento závěr hovoří zejména skutečnost, že prospekt je informačním dokumentem, ve kterém emitent uvádí údaje o svém závodu, jeho výkonech a nabízených cenných papírech. Od obecného vymezení reklamy (viz níže) se prospekt vlastně liší pouze tím, že „reklama“ ve formě prospektu má přesně stanovena právní pravidla dle příslušných právních předpisů, zejména podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu<sup>150</sup>. Je sice pravdou, že k propagaci veřejné nabídky cenných papírů či přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, při kterých platí povinnost vyhotovit prospekt, slouží primárně propagační

---

<sup>145</sup> Zde mám na mysli výše nastíněnou právní úpravu odpovědnosti za vady, předmluvní odpovědnosti a omylu.

<sup>146</sup> Ondřejová, D. *Porušení závazkového práva jako nekalá obchodní praktika nebo nekalá soutěž*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, s. 9.

<sup>147</sup> Je dle mého názoru evidentní, že budou-li emitentům hrozit vedle sankcí závazkového práva i sankce za nekalostoutěžní jednání, zpracování prospektu z jejich strany bude uvážlivější a pečlivější.

<sup>148</sup> Ondřejová, opt. cit., s. 10.

<sup>149</sup> Husták, Z. Klamavá reklama v oblasti finančních služeb – poznámky k aktuálním nástrojům ochrany spotřebitele. *Obchodněprávní revue* 5/2012, s. 130.

<sup>150</sup> K tomu shodně viz Dědič J. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*, Praha: PROSPEKTRUM, 1999, isbn 80-7175-084-0, s. 233.

a jiná sdělení ve smyslu ustanovení § 36k ZPKT, ty však musejí být s prospektem v souladu a odkazovat na něj, nesmějí být klamavá a musí vyjadřovat, že jde o propagaci<sup>151</sup>. Z toho lze dovodit, že bude-li prospekt obsahovat neúplné, nepravdivé či zavádějící informace, bude i propagační sdělení nepřesné či zavádějící. Otázkou je tedy zejména to, zda v případě, že konkrétní prospekt obsahuje neúplné, nepravdivé či zavádějící informace, jsou takové informace objektivně způsobilé vyvolat klamavou představu investorů o veřejné nabídce cenných papírů či o přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu<sup>152</sup>.

#### 5.4.3. Obecné vymezení reklamy

Občanský zákoník reklamu nedefinuje, vymezuje pouze, co se rozumí klamavou reklamou. Naopak v unijní regulaci je reklama vymezena jako „každé předvedení související s obchodem, živností, řemeslem nebo svobodným povoláním, jehož cílem je podpora odbytu zboží nebo poskytnutí služeb, včetně nemovitostí, práv a závazků“<sup>153</sup>. Podobnou formulaci obsahuje i česká právní úprava, která pod pojem reklama řadí jakékoli „oznámení, předvedení či jiná prezentace šířené zejména komunikačními médii, mající za cíl podporu podnikatelské činnosti, zejména podporu spotřeby nebo prodeje zboží, výstavby, pronájmu nebo prodeje nemovitostí, prodeje nebo využití práv nebo závazků, podporu poskytování služeb, propagaci ochranné známky“<sup>154</sup>. Z obou uvedených definic reklamy je patrné, že se akcentuje podpora podnikatelské činnosti, přičemž forma prezentace reklamy je v podstatě nerozhodná<sup>155</sup>. Potud tedy nevidím úskalí v podřazení uveřejnění prospektu a s ním souvisejících propagačních a jiných sdělení pod výše uvedené definiční znaky reklamy.

#### 5.4.4. Klamavá reklama dle občanského zákoníku a její aplikovatelnost na prospekt

Poté, co byl vysvětleno, že prospekt je vlastně určitou formou reklamy, lze přistoupit ke druhému kroku v argumentačním postupu. Tímto krokem je srovnání jednání emitenta, který vyhotoví prospekt obsahující neúplné, nepravdivé či zavádějící informace, a klamavé reklamy s cílem zjistit, zda takové jednání emitenta může naplnit skutkovou podstatu klamavé reklamy dle občanského zákoníku.

Podle ustanovení § 2977 Noz je klamavou reklamou taková reklama, která (i) souvisí s podnikáním nebo povoláním, (ii) sleduje podpořit odbyt movitých nebo nemovitých věcí nebo

<sup>151</sup> Smutný in Zahusták a kol., opt. cit..s. 385.

<sup>152</sup> Munková in Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář. 13. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, ISBN 978-80-7400-354-7, s. 176.

<sup>153</sup> Viz článek 2 písm. a) směrnice Evropské parlamentu a Rady 2006/114/ES ze dne 12. prosince 2006 o klamavé a srovnávací reklamě.

<sup>154</sup> Viz ustanovení § 1 odstavce 2 zákona č. 40/1995 Sb., zákon o regulaci reklamy.

<sup>155</sup> Husták opt. cit., s. 131.

poskytování služeb, včetně práv a povinností, (iii) klame nebo je způsobilá klamat podáním nebo jakýmkoli jiným způsobem (iv) klame nebo je způsobilá klamat osoby, jimž je určena nebo k nimž dospěje a (v) je zřejmě způsobilá ovlivnit hospodářské chování osob, jimž je určena nebo k nimž dospěje.

#### **5.4.4.1. Reklama související s podnikáním nebo povoláním sledující podporu odbytu**

Prvním kvalifikačním předpokladem pro to, abychom reklamu mohli označit za klamavou, je to, že musí souviset s podnikáním nebo povoláním a sledovat podporu odbytu movitých nebo nemovitých věcí nebo poskytování služeb, včetně práv a povinností. Tento znak klamavé reklamy akcentuje skutečnost, že klamavá reklama musí sledovat komerční cíle<sup>156</sup>. Přestože prospekt vyhotovuje emitent primárně z důvodu toho, že mu to ukládají příslušné právní předpisy, je evidentní, že tím emitent sleduje komerční cíl v podobě snahy prodat cenné papíry. Již v úvodní kapitole bylo vysvětleno, že prospekt plní, mimo jiné, i funkci „směnou“, tedy umožňuje směnu určitých druhů cenných papírů. Mám za to, že právě s ohledem na tuto funkci prospětku, nelze dospět k jinému závěru, než že prospekt sleduje komerční cíl a tím i souvisí s podnikáním emitenta a sleduje podporu prodeje konkrétních cenných papírů<sup>157</sup>.

#### **5.4.4.2. Prostředky klamavé reklamy**

Za prostředky, kterými dochází k šíření klamavých informací, lze považovat širokou škálu sdělení bez ohledu na jejich formát, přičemž publikace ve sdělovacích prostředcích není podmínkou<sup>158</sup>. Tento závěr opět potvrzuje tezi, že prospekt je formou reklamní sdělení, neboť hlavním kritériem je účel takového sdělení. Forma je až druhořadé kritérium. Jinými slovy jde o to, že musí jít o libovolný způsob sdělení či komunikace reklamního sdělení směrem od obchodníka k zákazníkovi<sup>159</sup>. Nemůže být pochyb, že tak tomu je i v případě prospětku. Ten vyhotovuje emitent, protože je to jeho zákonná povinnost, a je určen všem potenciálním investorům.

#### **5.4.4.3. Klavamost či způsobilost klamat osoby, jimž je určena nebo k nimž dospěje**

---

<sup>156</sup> Hejn, P. in Švestka, J., Dvořák, J., Fiala, J. a kol. Občanský zákoník. Komentář. Svazek VI., Praha: Wolters Kluwer, a. s. 2014., s. 1516. ISBN 978-80-7478-630-3, s. 1177.

<sup>157</sup> Pochybnosti o tom, zda prospekt souvisí s podnikáním, vyjadřuje například Smutný in Zahusták a kol., opt. cit..s. 384.

<sup>158</sup> Munková in Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol., opt. cit., s. 176.

<sup>159</sup> Ondřejová, D., Sehnálek, D.: *Nekalosoutěžní reklama a nekalé obchodní praktiky v české i evropské právní úpravě a judikatuře*. Praha: Leges, 2018, s. 58.



Obchodní zákoník vymezoval klamavost informace jako způsobilost uvést příjemce takové informace v omyl<sup>160</sup>. Bylo-li tedy vysvětleno, že investor bude jednat v omylu vždy, bude-li při koupi cenného papíru spoléhat na informace obsažené v prospektu cenného papíru, které se později ukáží jako nepravdivé, neúplné či zavádějícím, mělo by být logickým důsledkem, že v takovém případě bude i „obětí“ klamavé reklamy. Souhlasím, že pravdivost/nepravdivost poskytnuté informace nemůže být jediným kritériem při posuzování způsobilosti takové informace klamat<sup>161</sup>, ale měřítkem klamavosti musí být celkový dojem, který v dané situaci informace způsobí<sup>162</sup>. Na druhé straně nepovažuji za přijatelné, aby nepravdivé či zavádějící informace v prospektu mohly být hodnoceny jako nadsázka nebo tzv. reklamní přehánění<sup>163</sup>. Je sice pravdou, že klamavost reklamvy je dána i povahou produktů a služeb, ke kterým se vztahuje, čímž u určitých produktů či služeb zvyšuje požadavky na pozornost cílových zákazníků<sup>164</sup>. Takovými „náročnějšími“ produkty či službami zřejmě budou i investiční služby či finanční produkty. Jen stěží však lze učinit závěr, že by investor nemohl rozumně předpokládat, že informace v prospektu odpovídají skutečnosti<sup>165</sup>. Při rozhodování nakoupit cenné papíry vychází investor z informací obsažených v prospektu a není jeho povinností takové informace ověřovat. Rozhodné též není ani to, zda je adresátem investor, který již v minulosti nakoupil cenné papíry při veřejné nabídce nebo na regulovaném trhu, ke kterým byl vydán prospekt, nebo je investorem potenciálním, který se teprve rozhoduje o tom, zda cenné papíry nakoupí<sup>166</sup>.

#### 5.4.4.4. Způsobilost ovlivnit hospodářské chování

Dle tohoto posledního kritéria se klamavost reklamy posuzuje dle okruhu osob, kterým je určena nebo k nimž dospěje a jejichž chování je způsobilá zřejmě ovlivnit. Z toho vyplývá, že úroveň klamavosti reklamy je nutné posuzovat rozdílně v případě, že je určena nebo dospěje k profesionálům, a rozdílně v případě, že je určena nebo dospěje je spotřebitelům, kde se uplatní koncepce tzv. průměrného spotřebitele<sup>167</sup>. Dle okolností daného případu bude tedy nutné vždy individuálně posoudit, zda klamavost reklamy mohla mít za následek, že by investor (při znalosti skutečného stavu věci) dané cenné papíry nenakoupit vůbec nebo by je sice nakoupil, ale za

---

<sup>160</sup> Ustanovení § 45 odst. 3 ObchZ.

<sup>161</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 16. prosince 2015, sp. zn. 23 Cdo 3244/2015.

<sup>162</sup> Husták opt. cit., s. 130.

<sup>163</sup> Viz například rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 16. prosince 2015, sp. zn. 32 Odo 229/2006.

<sup>164</sup> Hejn, P. in Švestka, J., Dvořák, J., Fiala, J. a kol., opt. cit., s. 1178.

<sup>165</sup> Pipková in Petrov, J., Výtisk, M., Beran, V. a kol. Občanský zákoník. Komentář. 1. Vydání, Praha: C. H. Beck, 2017. ISBN 978-80-7400-653-1, s. 2936.

<sup>166</sup> Husták opt. cit., s. 129.

<sup>167</sup> Hejn, P. in Švestka, J., Dvořák, J., Fiala, J. a kol., opt. cit., s. 1178.

rozdílných podmínek<sup>168</sup>. K naplnění skutkové podstaty klamavé reklamy není však zapotřebí, aby investor skutečně cenné papíry nakoupil, ale postačí, že vadný prospekt je způsobilý ovlivnit chování investorů výše uvedeným způsobem<sup>169</sup>.

#### **5.4.5. Důsledky porušení nekalousotěžního jednání v podobě klamavé reklamy**

Důsledné postihování klamavé reklamy je velice žádoucí, neboť klamavá reklama často ovlivňuje chování ekonomický subjektů, kteří v důsledku takového ovlivnění činí pro ně škodlivá rozhodnutí. Proto právo na tento fenomén reaguje, a to tím, že vytváří systému norem, kontrolních mechanismů a nástrojů, jejichž cílem je zajistit řádné fungování soutěže a dostatečnou úroveň ochrany nejen spotřebitelů<sup>170</sup>. Účinné postihování klamavé reklamy je důležité i z hlediska toho, že taková reklama se dotýká ekonomických zájmů spotřebitelů a ostatních soutěžitelů bez ohledu na to, zda vede k uzavření smlouvy či nikoli<sup>171</sup>. V souvislosti s prospektem nabývá potřeba ochrany před klamavou reklamou ještě většího významu, neboť obchodník (emitent) je tu ve zjevně silnější pozici vůči investorům, kteří spoléhají při svém rozhodování o investici do cenných papírů na informace obsažené v prospektu a jejich možnost ověřit takové informace je značně omezená. To je jeden z hlavních důvodů, proč zástávám názor, že by se v zájmu ochrany investorů měla uplatnit právní úprava klamavé reklamy i na protiprávní jednání emitenta spočívající ve vyhotovení vadného prospektu. Jak bude ukázáno o pár řádků níže, poskytuje právo v případě nekalousotěžního jednání v podobě klamavé reklamy širší spektrum ochranných mechanismů, než je tomu v případě porušení závazkových právních vztahů.

Předně ustanovení § 2988 dává každému, jehož právo bylo nekalou soutěží ohroženo nebo porušeno, oprávnění požadovat proti rušiteli, aby se nekalé soutěže zdržel nebo aby odstranil závadný stav. Navíc může poškozený požadovat přiměřené zadostiučinění, náhradu škody a vydání bezdůvodného obohacení. Patrný je především záměr zákonodárce poskytnout ochranu co nejširšímu okruhu poškozených osob<sup>172</sup>. K tomu je třeba připomenout, že v případě klamavé reklamy se může po rušitele domáhat zdržení či odstranění závadného stavu i právnická osoba oprávněná hájit zájmy soutěžitelů nebo zákazníků<sup>173</sup>. Jedná se o značný rozdíl oproti výše uvedené právní úpravě závazkového práva, která ochranu a možnost nápravy dává pouze

---

<sup>168</sup> Husták opt. cit., s. 130.

<sup>169</sup> Munková Munková in Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol., opt. cit., s. 178.

<sup>170</sup> Husták opt. cit., s. 129.

<sup>171</sup> Viz recitál 4) směrnice Evropské parlamentu a Rady 2006/114/ES ze dne 12. prosince 2006 o klamavé a srovnávací reklamě.

<sup>172</sup> Husták opt. cit., s. 138.

<sup>173</sup> Srov. ustanovení § 2989 odst. 1 Noz.

poškozenému investorovi, tedy pouze tomu, kdo skutečně cenné papíry nakoupil v důsledku vadného prospektu, kdežto ve sporech z nekalé soutěže je aktivní legitimace rozšířená i na osoby, jejichž zájmy nekalosoutěžním jednáním (klamavou reklamou) postiženy či ohroženy nebyly<sup>174</sup>. Právní prostředky na ochranu proti klamavé reklamě tak umožňují daleko lépe předcházet vyhotovování vadných prospektu ze strany emitentů tím, že ochranu přiznávají daleko širšímu spektru osob. Tak je tomu podle mého mínění správně. Je jistě větší šance, že proti protiprávně jednajícímu emitentovi spíše zakročí širší okruh osob, zvláště ostatní soutěžitelé (emitenti), kteří jsou v podobném postavení jako rušící emitent, nebo dokonce právnická osoba oprávněná hájit zájmy soutěžitelů nebo zákazníků, než samotný jeden poškozený investor. Ve vztahu k investorům, kteří jsou spotřebiteli, je právní úprava ještě o kousek vztřícnější. Konkrétně ustanovení § 2989 odst. 2 Noz obsahuje ve sporech se spotřebiteli obrácené důkazní břemeno, takže je na rušiteli, aby prokázal, že se nekalé soutěže (klamavé reklamy) nedopustil, přičemž uplatní-li spotřebitel právo na náhradu škody, musí rušitel prokázat, že škoda nebyla způsobena nekalou soutěží (klamavou reklamou).

---

<sup>174</sup> Hejn, P. in in Švestka, J., Dvořák, J., Fiala, J. a kol., opt. cit., s. 1230.

## 7. Závěr

Přestože je regulace práva kapitálového trhu velice propracovaná a podléhá přísnému dohledu zejména ze strany České národní banky, nejsem si zcela jist, zda to stačí k tomu, aby byla investorům poskytnuta dostatečná ochrana proti zpracovatelům vadných prospektů. Žádaný standard ochrany investorů, jak jej ostatně vyžadují i výše zmíněné evropské předpisy, vyžaduje nejen ochranu v podobně prevence před vyhotovováním vadných prospektů, ale také účinné prostředky nápravy pro případ, že investoři spoléhající na informace v prospektu utrpí škodu. Mám za to, že právě kombinace veřejnoprávní regulace práva kapitálového trhu a soukromoprávních institutů, jejichž cílem je odškodit investory, je vhodnou volbou pro to, aby investorům byl poskytnut požadovaných standard ochrany a s tím související zlepšení poskytovaných finančních služeb na kapitálovém trhu<sup>175</sup>.

Zpracování a uveřejnění prospektu představuje základní povinnost nabízejícího, respektive emitenta, spojenou jak s veřejnou nabídkou cenných papírů, tak s přijetím účastnických cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu. Jeho podstatou jeho funkce, kterou plní, a účel, pro který je vyhotovován. Má tedy sloužit jako informační dokument pro zasvěcené rozhodnutí investorů o koupi cenných papírů, ke kterým je vydáván, a to s cílem ochrany všech potencionálních investorů a podpory efektivního fungování kapitálových trhů při směně cenných papírů. Právní úprava prospektu je v rámci Evropské unie v četných aspektech harmonizována tak, aby se v tomto prostoru dosáhla cílů, které daná právní úprava sleduje, a to pro všechny účastníky kapitálových trhů. To ovšem neplatí pro oblast právní úpravy soukromoprávní odpovědnosti za prospekt, kterou jak prospektová směrnice, tak i nařízení o prospektu ponechává na členských státech. Těm je dokonce dána široká míra diskrece v oblasti volby vhodných vnitrostátních prostředků nápravy pro případy, že investoři utrpí v souvislosti s prospektem škodu. To však zároveň odpovědné osoby, zejména emitenta, vystavuje nemalému riziku toho, že bude jejich rozsah odpovědnosti při přeshraničních transakcích rozdílný, což jistě nepřispívá k právní jistotě. Na druhé straně i investorům dané řešení může činit potíže, neboť se jejich možnosti náhrady škody, která byla způsobená vadným prospektem, budou lišit dle toho, jaké bude rozhodné právo pro jejich nároky.

S ohledem na mantinely, které Evropský soudní dvůr nastavil pro výběr vnitrostátních prostředků nápravy škod způsobených vadným prospektem velice široce, činím nesmělý akademický pokus spočívající v dovozování, že odpovědnost za prospekt je nejen smluvní, přičemž ta by spolu s uplatněním práv z vadného plnění měla být primární prostředkem ochrany

---

<sup>175</sup> Shodně Hobza, opt. cit.

proti škodě způsobené vadně zpracovaným prospektem, a v omezené míře i deliktní, ale že se na vadný prospekt užijí i ustanovní o právně relevantním omylu a ustanovení o nekalé soutěži, konkrétně klamavé reklamy. Argumentují zejména tím, že cílem právní úpravy prospektu je poskytnout investorům dostatečnou míru ochrany, ale také tím, že osoby zpracovávající prospekt jsou povinovány odbornou péčí, ze které vyplývá požadavek na přísnější hodnocení jejich činnosti, a to zejména ve vztahu k investorům – neprofesionálům.

## Seznam použitých zdrojů

### Seznam použité literatury

- Černá, S., Štenglová, I., Pelikánová, I. a kol. *Právo obchodních korporací*. 1. vydání- Praha: Wolters Kluwer, 2015, ISBN 978-80-7478-735-5
- Davies, P. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. Seventh edition. London: Sweet & Maxwell. 2003. ISBN 80-7273-122-X,
- Dědič, J. a kol. *Obchodní zákoník – Komentář, Díl IV*. Praha: POLYGON, 2002. ISBN 80-7273-071-1
- Dědič, J., Čech, P. *Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo? 2. doplněné a aktualizované vydání*, Praha: BOVA POLYGON, 2005. ISBN 80-7273-122-X
- Dědič, J., Štenglová, I., Kříž, R., Čech, P. *Akciové společnosti, 7., přepracované vydání*. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-404-9
- Dědič, J.; Lasák, J. *Právo kapitálových obchodních společností. 2. díl*. Praha: Linde, 2010. ISBN 978-80-7201-781-2
- Frolík, M., *K chystané novele prospektové směrnice*. *Obchodněprávní revue* 2/2010
- GARCIMARTÍN, F. *The law applicable to prospectus liability in the European Union*. *Law and Financial Markets Review*. November 2011, p. 449-457
- Gullifer, L. a Payne, J. *Corporate Finance Law Principles and Policy*. Oxford and Portland, Oregon 2011, Hart Publishing. ISBN 978-1-84946-004-0
- Handlar in Lavický, P. a kol. *Občanský zákoník I. Obecná část (§ 1-654). Komentář. 1. vydání*. Praha: C. H. Beck, 2014
- Hopt, K. a Wymeersch, E. *Capital Markets and Company Law*. New York: Oxford University Press. 2003. ISBN 0-19-925558-X
- Hulmák, M. a kol. *Občanský zákoník VI. Závazkové právo. Zvláštní část (§2055-3014). Komentář. 1. vydání*. Praha: C. H. Beck, 2014, ISBN 978-80-7400-287-8
- Husták, Z. *Klamavá reklama v oblasti finančních služeb – poznámky k aktuálním nástrojům ochrany spotřebitele*. *Obchodněprávní revue* 5/2012
- Jehlička, O., Švestka, J., Škvárová, M. a kol. *Občanský zákoník. Komentář. 8. vydání*. Praha: C. H. Beck, 2003
- LEHMANN, Matthias. *Prospectus Liability and Private International Law – Assessing the Landscape After the CJEU Kolassa Ruling (Case C-375/13)*. *Journal of Private International Law*. August 2016, vol 12, no. 2.
- Mazanec, L., *K některým aspektům upsání akcií na základě veřejné nabídky*. *Obchodní právo* 11/2016
- Mazanec, L., Seknička P., *Primární veřejná nabídka akcií a význam prospektu v tomto procesu*. *Obchodní právo* 7-8/2015
- MELZER, F., Tégl, P. a kolektiv: *Občanský zákoník: velký komentář. Svazek III. § 419-654*. Praha: Leges, 2014. ISBN 978-80-7502-003-1.
- Ondrejová, D. *Porušení závazkového práva jako nekalá obchodní praktika nebo nekalá soutěž. 1. vydání*. Praha: C. H. Beck, 2016
- Ondrejová, D., Sehnálek, D.: *Nekalosoutěžní reklama a nekalé obchodní praktiky v české i evropské právní upravě a judikatuře*. Praha: Leges, 2018
- Petrov, J., Výtisk, M., Beran, V. a kol. *Občanský zákoník. Komentář. 1. Vydání*, Praha: C. H. Beck, 2017. ISBN 978-80-7400-653-1
- Petrov, J., Výtisk, M., Beran, V. a kol. *Občanský zákoník. Komentář. 1. Vydání*, Praha: C. H. Beck, 2017. ISBN 978-80-7400-653-1
- Petrov, J., Výtisk, M., Beran, V. a kol. *Občanský zákoník. Komentář. 1. Vydání*, Praha: C. H. Beck, 2017. ISBN 978-80-7400-653-1
- Petrov, J., Výtisk, M., Beran, V. a kol. *Občanský zákoník. Komentář. 1. Vydání*, Praha: C. H. Beck, 2017. ISBN 978-80-7400-653-1
- Richter, T. *Insolvenční právo. 2. vydání*, Praha: Wolters Kluwer ČR, a. s., 2017, 624 s. ISBN 978-80-7552-444-7
- ROUČEK, F., SEDLÁČEK, J. a kruh spolupracovníků: *Komentář k Československému obecnému zákoníku občanskému a občanské právo platné na Slovensku a v Podkarpatské Rusi. Díl IV. § 859 – 1089*. CODEX Bohemia, Praha 1998

Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol. *Obchodní zákoník. Komentář. 13. vydání.* Praha: C. H. Beck, 2010, ISBN 978-80-7400-354-7

Švestka, J., Dvořák, J., Fiala, J. a kol. *Občanský zákoník. Komentář. Svazek I.*, Praha: Wolters Kluwer, a. s. 2014., s. 1516. ISBN 978-80-7478-370-8

Švestka, J., Dvořák, J., Fiala, J. a kol. *Občanský zákoník. Komentář. Svazek VI.*, Praha: Wolters Kluwer, a. s. 2014., s. 1516. ISBN 978-80-7478-630-3

Švestka, J., Dvořák, J., Fiala, J. a kol. *Občanský zákoník. Komentář. Svazek V.*, Praha: Wolters Kluwer, a. s. 2014, s. 1700. ISBN 978-80-7478-638-9

Tomášek, M., Týč, V. a kol. *Právo Evropské unie. 2. aktualizované vydání.* Praha: Leges, 2017

Wood, F. *Law and Practise of International Finance. University edition.* London: Sweet & Maxwell. 2008. ISBN 978-1-847-03255-3

Zoufalý, V. *K otázce odpovědnosti v oblasti finančních investic. Bulletin advokacie 1/2006*, s. 11.

Zoufalý, V. *K otázce odpovědnosti v oblasti finančních investic. Bulletin advokacie 1/2006*

### **Seznam použitých internetových zdrojů**

Carbonare, M., Harrer, H., Spillmann, T., Wirth, F. *Liability and Due Diligence in connection with Equity Securities Offering*, str. 199 – 141. Dostupné na: [https://www.baerkarrer.ch/publications/19\\_51\\_00Spillmann.pdf](https://www.baerkarrer.ch/publications/19_51_00Spillmann.pdf).

ESMA update of the CESR recommendations on the consistent implementation of Commission Regulation (EC) No 809/2004 implementing the Prospectus Directive. Dostupné na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/11\\_81.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/11_81.pdf).

European Commission. *Consultation Document Review of the Prospectus Directive*, ze dne 18. února 2015, s. 17. Dostupné na: [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document_en.pdf)

*New Prospectus Regulation (corporate aspects). Practical Law UK Practice Note.* Dostupné via [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Browse/Home/PracticalLaw?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Browse/Home/PracticalLaw?transitionType=Default&contextData=(sc.Default))

Úřední sdělení ČNB ze dne 27. srpna 2010 č. 21710580. Dostupné na [cnb.cz](http://cnb.cz)

### **Seznam použité judikatury**

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 26. dubna 2007 sp. zn. 33 Odo 320/2005.

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 30. března 2016 sp. zn. 32 Cdo 4980/2014.

Usnesení Nejvyššího soudu ČR ze dne 26. října 2010, sp. zn. 29 Cdo 5452/2008

Usnesení Nejvyššího soudu ČR ze dne 31. března 2010, sp. zn. NS 23 Cdo 880/2010

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 29. března 2007 sp. zn. 32 Odo 1387/2005

Usnesení Nejvyššího soudu ČR ze dne 4. 12. 2007, sp. zn. 29 Odo 564/2006

Nejvyššího soudu ČR ze dne 26. dubna 2007 sp. zn. 33 Odo 320/2005

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 30. března 2016 sp. zn. 32 Cdo 4980/2014

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 22. 4. 1998, sp. zn. 1 Odon 150/97

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 2. března 2010, sp. zn. 32 Cdo 29/2009.

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 19. prosince 2002, sp. zn. 30 Cdo 1251/2002.

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 1. února 2001, sp. zn. 26 Cdo 2828/2000

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 16. prosince 2015, sp. zn. 23 Cdo 3244/2015

Rozsudek Evropského soudního dvora ve věci C-174/12. Dostupné na: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=145908&pageIndex=0&doclang=CS&m ode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=771152>.

*Stanovisko generální advokátky Eleanor Sharpston ve věci C-174/12, body 53 až 56. Dostupné na: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=140964&pageIndex=0&doclang=CS&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=771152>.*

*Rozsudek Evropského soudního dvora ve věci C-375/13. Dostupné na: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf;jsessionid=9ea7d2dc30dd1289c0a5b1e2451da3caa72d52271e60.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxyNch10?text=&docid=161845&pageIndex=0&doclang=CS&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=218479>.*

*Stanovisko generálního advokáta Bobka ze dne 8. května 2018, věc č. C-304/17, dostupné na: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=201825&pageIndex=0&doclang=CS&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=795456>.*

*Rozhodnutí švýcarského federálního soudu (Bundesgericht) ze dne 28. srpna 2006 sp. zn. Nr. 4C.136/2006, uveřejněné pod č. ATF 132 III 715*



# **Právní úprava odpovědnosti za prospekt cenných papírů**

## **Abstrakt**

Cílem této práce je rozbor důsledků plynoucí z toho, že emitent v souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů či jejich přijetím k obchodování na regulovaný trh vyhotoví a uveřejní vadný prospekt, tedy takový prospekt, který obsahuje neúplné, nesprávné zavádějící či klamavé informace. Není ambicí této práce popsat podrobně celou právní upravu prospektu cenného papíru. Práce je zaměřena pouze na vybrané aspekty právní úpravy prospektu cenného papíru. Hlavním ohniskem práce je rozbor soukromoprávních důsledků vyhotovení a uveřejnění prospektu, který nevyhovuje zákonným požadavkům. Není tedy pojednáno o veřejnoprávních sankcích, včetně trestněprávních důsledků uvedeného jednání.

Prospekt je nutné chápat jako informační dokument sloužící primárně k ochraně investorů, přičemž taková ochrana je poskytována prostřednictvím informační povinnosti, tedy v tom, že prospekt musí obsahovat zákonem předepsané informace, které nesmějí být neúplné, nepravdivé, zavádějící či klamavé. Z takto vymezeného účelu prospektu je třeba dovodit zvýšeno odpovědnost s ním spojenou.

Oblast odpovědnosti za prospekt je jednou z výjimek právní úpravy prospektu, která není v rámci Evropské unie harmonizována. Je tak dána poměrně široká diskreční pravomoc členských států, aby samy určily prostředky vnitrostátní nápravy za protiprávní jednání emitenta spočívající ve vyhotovení vadného prospektu. V důsledku toho jsou v této situaci myslitelné různé civilněprávní instrumenty české právní úpravy. V své práci hodnotím odpovědnost za prospekt jako primárně smluvní a v omezené míře i deliktní. Dále docházím k závěru, že se na vadný prospekt užijí i ustanoví o právně relevantním omylu a ustanovení o nekalé soutěži, konkrétně klamavé reklamy. Argumentuji zejména tím, že cílem právní úpravy prospektu je poskytnout investorům dostatečnou míru ochrany, ale také tím, že osoby zpracovávající prospekt jsou povinovány odbornou péčí, ze které vyplývá požadavek na přísnější hodnocení jejich činnosti, a to zejména ve vztahu k investorům – neprofesionálům.

**Klíčová slova: prospekt, odpovědnost, emitent**

## **Liability for defective prospectus**

### **Abstract**

The aim of my thesis is to provide a paper that discusses the overall consequences of an issuer who, in connection with public offer of securities or their admission to the trading on regulated market, provide and make public a defective prospectus that contains untrue, incomplete and misleading information. The thesis does not deal with all aspects of the laws of prospectus. Instead, it focuses on particular issues in relation to the prospectus. Mainly, it deals with civil liability arising out of the defective prospectus. As a consequence, the other sanctions, eg. administrative or criminal, are not included in the thesis.

In my thesis, I consider prospectus as an informative document that ought to provide certain information in order to protect investors. This information must not be untrue, incomplete or misleading so that the high standard of protection to investors is preserved. High standard of investors protection include, inter alia, higher liability attached to a prospectus.

Legal regulations governing civil liability attached to a prospectus are not harmonised on the EU level. Instead, broad discretion is given to Member States in order to provide their own legal regulation regarding civil liability for a defective prospectus. That opens free field for the Czech law instruments to govern above mentioned civil liability. Civil liability under the Czech needs to be interpreted as contractual liability and in a limited manner as statutory too. Other than that, it is necessary to apply laws of legal error and unfair competition in relation with the defective prospectus. Nevertheless, the contractual liability should be the primary source of potential remedies caused by the defective prospectus. High level of investor's protection, especially of retail investors, as well as duty of care of the issuer are the arguments for that conclusion.

**Klíčová slova: prospectus, liability, issuer**