

**PRÁVNICKÁ FAKULTA UNIVERZITY KARLOVY V PRAZE**

**KATEDRA OBCHODNÍHO PRÁVA**

**NOVÁ ÚPRAVA PROSPEKTU CENNÝCH PAPÍRŮ,  
JEJÍ PŘÍNOS A VÝZNAM  
PRO FUNGOVÁNÍ KAPITÁLOVÉHO TRHU**

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**PETRA KURTINCOVÁ**

**PRAHA 2007**

**VEDOUcí DIPLOMOVÉ PRÁCE: JUDR. PETR ČECH, LL.M.**

*Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně a že jsem vyznačila  
prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpala.*

*Teďa Kneřtová*

*Děkuji vedoucímu mé diplomové práce JUDr. Petru Čechovi, LL.M. za cenné rady  
připomínky, za čas věnovaný mým konzultacím.*

## **OBSAH**

<b><u>OBSAH</u></b>	<b>5</b>
<b><u>1 ÚVOD</u></b>	<b>7</b>
<b><u>2 PROSPEKT CENNÉHO PAPÍRU</u></b>	<b>9</b>
2.1 HISTORIE EVROPSKÉ PRÁVNÍ ÚPRAVY PROSPEKTU CENNÉHO PAPÍRU	9
2.2 HISTORIE ČESKÉ PRÁVNÍ ÚPRAVY PROSPEKTU CENNÉHO PAPÍRU	12
<b><u>3 SMĚRNICE O PROSPEKTU A PROSPEKT CENNÉHO PAPÍRU</u></b>	<b>17</b>
3.1 ZÁKLADNÍ PRINCIPY SMĚRNICE O PROSPEKTU	19
3.1.1 PRINCIP DOMOVSKÉHO STÁTU	20
3.1.2 PRINCIP JEDNOTNÉHO PASU	21
3.2 VYBRANÉ ČÁSTI PRÁVNÍ ÚPRAVY PROSPEKTU CENNÉHO PAPÍRU	22
3.2.1 CENNÉ PAPÍRY	22
3.2.2 VEŘEJNÁ NABÍDKA	23
3.2.3 STRUKTURA PROSPEKTU CENNÉHO PAPÍRU	25
3.2.4 OBSAH PROSPEKTU CENNÉHO PAPÍRU	26
3.2.5 UVEDENÍ INFORMACÍ FORMOU ODKAZU	28
3.2.6 DODATEK PROSPEKTU	30
3.2.7 JAZYK	31
3.2.8 SCHVÁLENÍ A UVEŘEJNĚNÍ	32
3.2.9 PROPAGAČNÍ SDĚLENÍ	36
3.2.10 DODATEČNÉ NOTIFIKACE, PODÁNÍ	36
3.2.11 POTVRZENÍ O SCHVÁLENÍ	36
3.3 IMPLEMENTACE SMĚRNICE O PROSPEKTU	37
<b><u>4 ZHODNOCENÍ A SLABÉ STRÁNKY SMĚRNICE O PROSPEKTU</u></b>	<b>39</b>

<b><u>5</u></b>	<b><u>PRÁVNÍ ÚPRAVA PROSPEKTU CENNÉHO PAPIŘU V ČESKÉ REPUBLICE</u></b>	<b><u>46</u></b>
<b>5.1</b>	<b>PRÁVNÍ ÚPRAVU PROSPEKTU CENNÉHO PAPIŘU V ZÁKONĚ O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU</b>	<b>47</b>
<b><u>6</u></b>	<b><u>ZÁVĚR</u></b>	<b><u>53</u></b>
<b><u>7</u></b>	<b><u>LITERATURA</u></b>	<b><u>55</u></b>

## 1 ÚVOD

Mezi hlavní priority Evropské unie patří jednotný vnitřní trh. Jeho součástí je i finanční trh, tedy souhrn nástrojů, postupů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmisťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky<sup>1</sup>.

Vytvoření jednotného finančního trhu Evropské unie je základním předpokladem, aby vnitřní trh byl konkurenceschopný, aby efektivně alokoval kapitálu, zjednodušil přístup k levnějšímu kapitálu, umožnil lepší mobilizaci úspor a podpořil růst nových podniků a pozitivně ovlivnil jejich chování na trhu.

V rámci snah o vytvoření jednotného a efektivního finančního trhu v členských zemích Evropské unie se jednou z priorit stalo zjednodušení a zefektivnění přeshraničních transakcí s cennými papíry<sup>2</sup>.

Jedním z nástrojů k dosažení těchto cílů je i nová evropská právní úprava prospektu cenného papíru platná ve všech členských státech, která byla do českého právního řádu implementována po vstupu České republiky do Evropské unie.

V naší práci se pokusíme o shrnutí hlavních změn a novinek představených evropskou úpravou prospektu cenného papíru, s cílem zhodnocení této právní úpravy v souvislosti s osmnáctiměsíční praktickou zkušeností členských států Evropské unie s novým prospektem cenného papíru.

---

<sup>1</sup> Finanční právo, Milan Bakeš a kolektiv, 4. aktualizované vydání, C.H.Beck, 2006, 4. vydání, s. 107.

<sup>2</sup> Clearing a Settlement, www.mfcr.cz, s. 1.

V souladu se zadáním a cíli této diplomové práce v úvodu nabídneme krátký exkurz do historie právní úpravy prospektu cenného papíru, v centrální části se budeme věnovat obsahovým náležitostem prospektu cenného papíru, resp. vybraným problematickým částem prospektu. V závěru stručně zhodnotíme směrnici o prospektu a krátce pojednáme o právní úpravě prospektu cenného papíru, kterou obsahuje zákon č. 256/2004 Sb., zákon o podnikání na kapitálovém trhu („zákon o podnikání na kapitálovém trhu“), včetně odchylek české právní úpravy od úpravy evropské.

Rádi bychom, aby tato práce poskytla alespoň základní, ale ucelený přehled o evropské právní úpravě prospektu cenného papíru prezentované ve směrnici o prospektu a jejích problémových oblastech a byla stručným nahlédnutím do právní úpravy českého prospektu cenného papíru.

Práce vychází z právního stavu a informací zveřejněných ke dni 15. června 2007, tedy krátce po vydání zprávy Výboru evropských regulátorů trhů s cennými papíry (Committee of European Securities Regulators) („CESR“) o zhodnocení směrnice o prospektu a nařízení 809/2004 (CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation). Tato zpráva shrnuje názory, praktické zkušenosti a otázky týkající se fungování směrnice a nařízení v jednotlivých členských státech, které byly průběžně zveřejňovány do první poloviny roku 2007. Domníváme se, že shrnutí těchto informací poskytne dostatečný podklad pro posouzení směrnice o prospektu.

## **2 PROSPEKT CENNÉHO PAPIŘU**

Prospekt cenného papíru je informačním zdrojem pro investory, kteří uvažují o koupi cenného papíru. Prospekt je listina, kterou emitent cenného papíru sděluje investorům základní informace o sobě, svém podnikání, finanční situaci a údaje o vydávaném cenném papíru. Zjednodušeně řečeno, prospekt cenného papíru je příbalovým letákem, který podává důležité informace o prodávaném zboží, cenném papíru.

Rámcová právní úpravu prospektu cenného papíru platná na území členských států Evropské unie je obsažena ve směrnici Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí převoditelných cenných papírů k obchodování a o změně směrnice 2001/34/ES („**směrnice o prospektu**“). Prospekt detailněji upravuje prováděcí předpis ke směrnici o prospektu, nařízení Evropské komise č. 809/2004 ze 29. dubna 2004 („**nařízení 809/2004**“).

V České republice je prospekt cenného papíru upraven v zákoně č. 256/2004 Sb., v platném znění („**zákon o podnikání na kapitálovém trhu**“).

Prospekt cenného papíru schvaluje příslušný dozorový úřad v každém členském státu Evropské unie na žádost emitenta, obchodníka s cennými papíry nebo organizátora regulovaného trhu, v České republice je tímto dozorovým úřadem Česká národní banka.

### **2.1 Historie evropské právní úpravy prospektu cenného papíru**

Historie právní úpravy prospektu cenného papíru je spjata s vývojem a historií jednotného evropského trhu.

Cíl vytvoření jednotného evropského trhu byl zakotven již ve zřizovacích smlouvách Evropského hospodářského společenství. Snahy o plnění tohoto cíle vedly v 70.- 80. letech 20. století k přijetí prvních evropských právních úprav prospektu cenného papíru,



tj. směrnice Rady č. 80/390/EHS ze dne 17. března 1980 o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektu cenných papírů, které mají být zveřejněny při přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a směrnice 89/298/EHS ze dne 17. dubna 1989 o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce převoditelných cenných papírů. Tyto směrnice se soustředily zejména na obsah prospektu cenných papírů, stanovily informace, které by měl obsahovat. Směrnice zavedly i částečný, ale poměrně složitý mechanismus vzájemného uznávání prospektu cenného papíru, jehož praktické využití bylo omezené.

Úprava prospektu cenného papíru tak zůstala v každém členském státě Evropské unie jiná. V každém státě bylo nutno nechat schválit prospekt cenného papíru příslušným úřadem a navíc pořídit prospekt i jeho přílohy v jazyce státu schvalování. Každý stát vyžadoval jiné standardy svých prospektů a informační povinnosti emitentů, nepočítaje v to jiné účetní standardy, ověřování auditory atd.

Úspěšnější ve sjednocování evropského trhu finančních služeb byla až 90. léta 20. století. V roce 1999 Evropská komise představila a dne 11. května 1999 přijala Akční plán pro finanční služby („Akční plán“). Hlavním cílem Akčního plánu bylo zlepšit fungování evropských finančních trhů a přispět k vyššímu propojení těchto trhů, vytvořit jednotný společný trh finančních služeb. Integrace finančních trhů měla být významným přínosem pro hospodářství Evropské unie, stimulovat konkurenci v rámci evropských finančních trhů a zároveň konkurenceschopnost Evropské unie v rámci celého světa. Akční plán byl uspořádán do čtyř částí: velkoobchodní trhy, maloobchod, zdravé struktury dozoru a zdanění a obsahoval 43 legislativních a mimolegislativních opatření, přijato bylo více než 25 směrnic<sup>3</sup>. Mezi nimi byla i směrnice Evropského parlamentu a

---

<sup>3</sup> Finanční sektor Evropské unie, Jose Botella, [www.epp-ed.org](http://www.epp-ed.org), s. 1.

Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny, která pak byla v roce 2003 nahrazena směrnicí o prospektu. Akční plán byl v souladu s Lamfalussyho legislativním procesem<sup>4</sup> aplikován na čtyřech úrovních<sup>5</sup>. Na první úrovni, v oblastech, kde mohla být členským státům ponechána volnost v dosažení stanovených cílů, byl aplikován pomocí směrnic. Na druhé úrovni, kde je důležité, aby byla použita stejná aplikace ustanovení, a kde Komise ve spolupráci s CESR formuluje detailnější prováděcí legislativu formou nařízení. Ve třetí úrovni zajišťuje konzistentní interpretaci a aplikaci legislativy na národních úrovních CESR. Na čtvrté úrovni provádí vynucování a dohled opět Evropská komise. V roce 2005 byl Akční plán a jednotný evropský finanční trh revidován a podpořen přijetím Bílé knihy finančních služeb pro 2005 – 2010 se čtyřmi hlavními cíly: konsolidovat integrovaný, otevřený a konkurenční a ekonomicky výkonný evropský trh, odstranit zbývající bariéry, implementovat, vynutit a zhodnotit stávající legislativu a aplikovat novou lepší, a zvýšit spolupráci dozorujících orgánů<sup>6</sup>.

V současné době byl Komisi předložen návrh směrnice, kterým se mění směrnice o prospektu, a zároveň byla přijata dvě nařízení Komise č. 1787/2006 ze dne 4. prosince 2006 a č. 211/2007 ze dne 27. února 2007, které mění nařízení 809/2004. Podrobněji se těmito novelami budu zabývat v kapitole 4.

---

<sup>4</sup> V roce 2000 byla vytvořena skupina expertů, tzv. „Výbor moudrých“ pod vedením barona Alexandra Lamfalussyho, jejímž cílem bylo navrhnout opatření k rychlejšímu plnění úkolů v Akčním plánu pro finanční služby. V únoru 2001 výbor uveřejnil finální zprávu prezentovanou ve Stockholmu. Tato zpráva se stala základem pro reformu evropských finančních trhů, a to k těsnější integraci evropských finančních trhů a vytvoření podmínek pro efektivnější spolupráci regulatorních institucí při implementaci legislativy. Zpráva rovněž doporučila zásadní změnu legislativního procesu v oblasti finančních služeb a zavedení systému, který je znám pod názvem „Lamfalussyho procedura“ ([www.sec.cz](http://www.sec.cz)).

<sup>5</sup> Lamfalussyho metoda použita i pro bankovníctví ze dne 20. ledna 2005, [www.euroactiv.cz](http://www.euroactiv.cz), s. 1.

<sup>6</sup> The Benefits of an Integrated European Capital Market, Charlie McCreevy, Erfaringer og utfordringer Kredittilsynet 1986-2006, Kapittel 4, s. 88.

## 2.2 Historie české právní úpravy prospektu cenného papíru

Česká právní úprava služeb poskytovaných na kapitálovém trhu je v celku mladá. Její základy byly položeny v devadesátých letech 20. století, a byla soustředěna zejména do zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech („zákon o cenných papírech“) a zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku („obchodní zákoník“). Po řadě novelizací přinesl novou kodifikaci prospektu cenného papíru zákon o podnikání na kapitálovém trhu.

Zákon o cenných papírech obsahoval již ve svém prvním znění, v části čtvrté, ustanovení upravující přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu a veřejnou nabídku cenných papírů, včetně vzájemného uznávání prospektů cenných papírů v rámci Evropské unie. Obsah prospektu cenného papíru byl stanoven v § 74 zákona o cenných papírech a vztahoval se na cenné papíry, jež vyžadovaly jak povolení k obchodování na regulovaných trzích, tak i na veřejnou nabídku akcií podle obchodního zákoníku. V této podobě byly náležitosti a obsah prospektu cenného papíru aplikovány až do 31. prosince 2000.

Tato právní úprava však nevyhovovala evropské legislativě a k 1. lednu 2001 nabyla účinnosti novela zákona o cenných papírech, zákon č. 362/2000 Sb. Podle této novely měly existovat dva druhy prospektů, jejichž náležitosti byly stanoveny vyhláškou Ministerstva financí č. 82/2001 Sb., kterou se stanoví minimální náležitosti prospektu a užšího prospektu cenného papíru („vyhláška 82/2001“), a to prospekt a užší prospekt cenného papíru.

Přes tyto novelizační snahy poukázal vývoj kapitálového trhu a potřeba harmonizace s právními předpisy EU na nevyhovující koncepci zákona o cenných papírech obsahující mezerovitou a nesystematickou soukromoprávní i veřejnoprávní úpravu kapitálového i

finančního trhu<sup>7</sup>. Ke srozumitelnosti a přehlednosti nepřispělo ani třináct novelizací a implementace devíti směrnic Evropského společenství. Proto bylo rozhodnuto o přijetí zcela nové právní úpravy. Dne 13. listopadu 2003 vláda předložila návrh zákona o podnikání na kapitálovém trhu ke schválení Parlamentu České republiky a dne 30. dubna 2004 byl vyhlášen ve Sbírce zákonů v částce 84 pod číslem 256/2004 Sb., zákon o podnikání na kapitálovém trhu, který nabyl účinnost vstupem České republiky do Evropské unie. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu nahradil převážnou část zákona o cenných papírech a zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů. Vyhláška 82/2001 i stávající úprava prospektu v zákoně o cenných papírech pozbyla platnosti.

Vzhledem k nové úpravě přijímání cenných papírů na regulovaný trh a veřejné nabídce cenných papírů bylo nutno zároveň přijmout i novou vyhlášku upravující náležitosti prospektu a užšího prospektu, která by odrážela změny nového zákona v obsahu prospektů. Dne 25. března 2004 byla proto přijata vyhláška Ministerstva financí č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru („**vyhláška 263/2004**“), která nabyla účinnosti 1. května 2004. Vyhláška 263/2004 měla dvě části, v první části stanovila minimální náležitosti prospektu cenného papíru pro cenné papíry, které budou obchodované na regulovaných trzích a ve druhé části obsahovala tzv. užší prospekt cenného papíru pro cenné papíry nabízené veřejnosti. Základem vyhlášky se stala vyhláška 82/2001, která byla doplněna o znění evropských směrnic, které se ČR zavázala implementovat.

Vyhláška 263/2004 v plném znění přebrala dvě směrnice Evropské unie, a to směrnicí parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny a směrnicí Rady 89/298/EHS ze dne 17. dubna 1989 o koordinaci požadavků na sestavení,

---

<sup>7</sup> Důvodová zpráva k návrhu zákona o podnikání na kapitálovém trhu, s. 5.

kontrolu a šíření prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce převoditelných cenných papírů. Důsledkem implementace těchto směrnic byla formulace náležitostí prospektu přesahující rámec obchodního zákoníku i zákona o podnikání na kapitálovém trhu, neboť obsahovala údaje o prospektu i terminologii obsaženou ve směrnicích, ale neodpovídající české právní úpravě<sup>8</sup>.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu díky snaze o rychlost přijetí před vstupem do Evropské unie neimplementoval všechny potřebné předpisy Evropské unie, které byla Česká republika zavázána do českého právního řádu transponovat<sup>9</sup>. Nepodařilo se transponovat ani směrnici o prospektu, přestože byla přijata již v červenci 2003 a vládní návrh zákona o podnikání na kapitálovém trhu byl sněmovně předložen teprve v listopadu 2003.

V důsledku tohoto zpoždění nebyla splněna ani transpoziční lhůta směrnice o prospektu, která uplynula k 1. červenci 2005. Navíc uplynutím transpoziční lhůty se na území České republiky stal přímo účinným i prováděcí předpis ke směrnici o prospektu, nařízení 809/2004, upřesňující řadu otázek týkajících se konkrétní úpravy náležitostí prospektu, definic, požadavků na publikování dodatečných informací, atd. Zpožděním transpozice směrnice o prospektu, vznikl neslučitelný právní stav, který vedl k nutnosti přijetí opatření odstraňujícího nedostatky v harmonizaci českého práva nezpůsobilého korespondovat evropským přímo aplikovatelným normám a uplatňování dvou rozdílných právních úprav prospektu cenného papíru v České republice. Dne 20. července 2005 Komise pro cenné papíry přijala stanovisko o aplikaci nařízení 809/2004 pro přechodnou dobu, než nabude účinnosti novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Ve stanovisku Komise pro cenné papíry vyjádřila názor, že nařízení 809/2004

---

<sup>8</sup> Důvodová zpráva k vyhlášce č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru, s. 1.

<sup>9</sup> Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu byla předložena vládě, Tisková zpráva MF ČR, [www.finance.cz](http://www.finance.cz), s. 1.

nelze přímo aplikovat, neboť český právní řád dosud nezná určité instituty, na které by se nařízení 809/2004 vztahovalo, např. „nařízení stanoví obsah dokumentu, který české právo - přes shodné označení blízkého institutu nezná...a chybí tak institut, na které by toto nařízení dopadalo“<sup>10</sup>. Proto se podle Komise pro cenné papíry do přijetí nové právní úpravy prospektu cenného papíru v ČR nařízení 809/2004 neuplatní. Komise pro cenné papíry zároveň uvedla, že žadatelům žádajícím v tomto přechodném období Komisi pro cenné papíry o schválení prospektu podle evropského práva, tedy tak aby prospekt nepodléhal schvalování v jiných evropských státech, vydá potvrzení, že dokument splňuje požadavky stanovené pro „evropský prospekt“. Přijetím tohoto stanoviska a stanovením pravidel postupu v přijímání prospektu cenného papíru přispěla Komise pro cenné papíry k právní jistotě, již vláda nebyla schopna zajistit do března 2006.

Návrh novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu, která měla tento právní stav napravit, předložila vláda Poslanecké sněmovně 26. července 2005. Směrnice o prospektu byla implementována novelou č. 56/2006 Sb., zákona o podnikání na kapitálovém trhu s účinností k 8. březnu 2006. Touto novelou byla zároveň zrušena vyhláška 263/2004, neboť k datu účinnosti výše uvedené novely byl přijat i prováděcí předpis ke směrnici o prospektu, nařízení 809/2004. Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu č. 56/2006 Sb., tzv. technická novela, mimo jiné nově upravila evidenci investičních nástrojů, ochranu před zneužitím trhu, garanční systém, transponovala směrnici o prospektu<sup>11</sup>. Nahradila dosavadní úpravu prospektu cenného papíru zákona o podnikání na kapitálovém trhu v části čtvrté, kterou rozdělila do dvou hlav. První hlava upravuje veřejnou nabídku cenných papírů a v hlavě druhé je obsažena právní úprava prospektu cenného papíru. Směrnice o prospektu byla tímto plně

---

<sup>10</sup> Stanovisko Komise pro cenné papíry ze dne 20. července 2005, s 1

<sup>11</sup> Důvodová zpráva k návrhu zákona č. 56/2006 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004, o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů a další související zákony, s 1.

transformována do českého právního řádu a česká právní úprava prospektu se stala plně slučitelnou s evropským právem. Podrobněji se právní úpravou prospektu v českém právu budu zabývat v kapitole 5.

### 3 SMĚRNICE O PROSPEKTU A PROSPEKT CENNÉHO PAPÍRU

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí převoditelných cenných papírů k obchodování a o změně směrnice 2001/34/ES, byla přijata Evropským parlamentem a Radou ministrů dne 4. listopadu 2003. Dne 31. prosince 2003 byla Směrnice o prospektu publikována v Úředním věstníku Evropské unie a toto datum je také považováno za datum vstoupení směrnice v účinnost. Směrnice o prospektu měla být členskými státy Evropské unie implementována do národních legislativ do 18 měsíců od tohoto data, tj. do 1. července 2005. Implementační proces byl plně ponechán v kompetenci CESR. Za kontrolu a vymáhání řádné a včasné implementace směrnice v jednotlivých členských státech Evropské unie je odpovědná Evropská komise. Technickým nástrojem směrnice o prospektu se stalo nařízení 809/2004, přímo aplikovatelné do práva členských států k 1. červenci 2005<sup>12</sup>.

Dopady a výsledky Směrnice o prospektu se zavázala Evropská komise zhodnotit po uplynutí pěti let od vstoupení směrnice o prospektu v účinnost, tj. v polovině roku 2007. Směrnice o prospektu bude zkoumána podle kritérií (i) přeshraniční zvyšování kapitálu, (ii) důvěra investorů v poskytované informace prospektu, (iii) náklady a (iv) přístup ke kapitálu pro emitenty<sup>13</sup>.

Směrnice o prospektu byla hlavní součástí Akčního plánu, tj. legislativního rámce pro rozvoj jednotného trhu finančních služeb v Evropské unii. Cílem Směrnice o prospektu

---

<sup>12</sup> Nařízení 809/2004 detailněji upravuje zejména formát a minimální náležitosti prospektu, způsob zveřejnění, informace uvedené v prospektu odkazem, metody zveřejnění prospektu a způsoby zveřejňování informace o veřejné nabídce cenných papírů, resp. přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu (Evropský výbor pro cenné papíry, [www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)).

<sup>13</sup> Regulatory Impact Assessment, Economic Secretary to the Treasury, 2005, [www.hm-treasury.x.gsi.gov.uk](http://www.hm-treasury.x.gsi.gov.uk), s. 11.



je zvýšení efektivity trhu Evropské unie a výkonnosti vnitřních trhů jednotlivých členských států, stejně jako zjednodušení přístupu ke kapitálu, překonání překážek vzájemného uznávání burzovních prospektů a ochrana investorů.

Předpokládá se, že její vliv bude patrný nejen v Evropě, ale i globálně, neboť každý emitent, který chce nabízet nebo obchodovat cenné papíry v Evropské unii, bude nucen řídit se touto Směrnicí o prospektu. Výsledkem však může být i odliv emitentů a obchodníků i kapitálu nečlenských států Evropské unie v důsledku přehodnocení jejich potřeb obchodování cenných papírů v prostoru Evropské unie, případně investování na burzách jiných států jako je např. Švýcarsko<sup>14</sup>.

Směrnice o prospektu identifikuje dva případy, kdy je vyžadován prospekt, a to při veřejné nabídce cenných papírů a při přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaných trzích. Upravuje právo ve vztahu k vypracování a zveřejňování prospektu při nabídce cenných papírů veřejnosti a přijetí k obchodování na trzích Evropské unie. Snahou směrnice je co do nejvyšší míry harmonizovat obsah a formát prospektu a sjednotit dosud roztržštěnou úpravu informačních povinností emitentů a dalších osob při této veřejné nabídce a při přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu. Směrnice o prospektu vyžaduje, aby prospekt odpovídal určitým standardům a obsahoval určité informace a byl schválen kompetentním úřadem. Členské státy již nejsou oprávněny žádat jakékoli jiné další dokumenty týkající se vydávaných cenných papírů vyplývající z jejich národních právních úprav, pokud není ve směrnici o prospektu stanoveno jinak.

---

<sup>14</sup> Pozn. Nečlenský stát Evropské unie Švýcarsko dne 11. července 2004 představilo novou právní úpravu, jejímž cílem je přijmout podobná opatření a požadavky jako směrnice o prospektu (Implementation of the Prospectus Directive across Europe, January 2006, Norton Rose, [www.nortonrose.com](http://www.nortonrose.com)).

Hlavním nástrojem plnění cílů směrnice o prospektu a základní změnou, kterou směrnice o prospektu přinesla, bylo zavedení principu jednotného evropského pasu, podle kterého je prospekt schválený v jednom členském státě platný i v dalších členských státech. Přínosem je úspora nákladů pro emitenty a zjednodušení nabídky cenných papírů, eliminace současných omezení vyplývajících z rozdílných právních úprav prospektu, sjednocení a zprůhlednění informační povinnosti emitentů.

Směrnice o prospektu dále nově představila koncept domovského státu, širší výběr prospektů pro různé případy nabídek a druhů cenných papírů a v neposlední řadě zavedla nový soubor definic a vnitřní strukturu vyhotovovaných prospektů. Nově byla také definována veřejná nabídka a okruh případů, ve kterých není nutné při nabízení cenných papírů schvalovat a uveřejňovat prospekt. Změnila se i úprava jazykových požadavků na prospekt.

Směrnice o prospektu upřesnila a diferencovala požadavky na informace, které mají být zveřejněny pro cenné papíry a zavedla jednotný režim, kterým se řídí obsah, forma, schválení a zveřejnění prospektu. Tyto požadavky, formu a obsah prospektu specifikuje nařízení 809/2004.

Podrobněji se budu zabývat právní úpravou prospektu cenného papíru obsaženou ve směrnici o prospektu a základními principy a změnami, které směrnice o prospektu představila v souvislosti se současným stavem interpretace a aplikace směrnice o prospektu v členských státech Evropské unie v následující kapitolách.

### **3.1 Základní principy Směrnice o prospektu**

Směrnice o prospektu nově přijala princip domovského státu implikující další nový princip, princip jednotného pasu.

### 3.1.1 Princip domovského státu

Každý emitent cenných papírů musí mít svůj domovský členský stát. Tento domovský stát, resp. dozorový úřad domovského státu schvaluje prospekt cenného papíru, který je dle principu jednotného pasu, ~~platný~~ platný ve všech členských státech Evropské unie.

Domovským státem emitenta se sídlem v Evropské unii je stát jeho sídla.

Domovským státem pro emitenty se sídlem mimo Evropskou unii, jejichž cenné papíry již byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, je podle článku 2(1)(m)(iii) směrnice o prospektu členský stát Evropské unie podle (i) volby emitenta, pokud je tato volba učiněna do 31. prosince 2005 a příslušným úřadům volbu domovského státu oznámí nebo (ii) stát, kde emitent poprvé učinil veřejnou nabídku nebo požádal o přijetí k obchodování po 31. prosinci 2003, s výhradou následné volby ze strany emitentů se sídlem ve třetí zemi, pokud nebyl domovský členský stát jejich výběrem určen.

Určení domovského státu je neodvolatelné, permanentní. Emitenti musí naplnit požadavky prospekt cenného papíru v tomto domovském státě. Právu tohoto domovského státu budou podléhat jakékoli další emise, zveřejňování informací, apod. Emitent si neodvolatelně vybírá svou první veřejnou nabídkou nebo přijetím k obchodování svůj dozorový úřad i jurisdikci pro všechny další emise a nabídky<sup>15</sup>. Špatným výběrem může dojít k tomu, že s právním řádem domovského státu nebude plně korespondovat právní úprava např. účetních standardů, náležitosti cenného papíru při přijetí na burzu nebo nebudou vyhovovat jazykové požadavky, případně se mohou vyskytnout jiné překážky, které mohou být dalšími dodatečnými náklady.

---

<sup>15</sup> Prospectus Directive, Determination of home Member State for third country issuers with traded securities, In: FSA Listing Rules Review, www.fsa.gov.uk, s. 3.

### 3.1.2 Princip jednotného pasu

Směrnice o prospektu nově zavedla koncept jednotného pasu, na jehož základě je prospekt cenného papíru schválený v jednom členském státě Evropské unie, platný i v jiném členském státě.

Jednotný pas je udělen dozorovým orgánem domovského státu. K obchodování předmětného cenného papíru v hostitelském státě je pouze vyžadováno, aby dozorový úřad domovského státu emitenta notifikoval dozorový úřad jiného členského státu a doručil mu (i) osvědčení o schválení prospektu, (ii) kopii prospektu a (iii) překlad shrnutí prospektu, pokud je členským státem požadováno. Dozorový orgán domovského státu je povinen poskytnout tyto doklady na požádání emitenta, nebo jiné osoby odpovědné za vyhotovení prospektu do tří pracovních dnů po schválení prospektu.

V době udělení pasu musí být prospekt cenného papíru aktuální. V případě, že se některé informace v prospektu uvedené změnily, musí emitent vyhotovit dodatečný prospekt a nechat si jej schválit dozorovým úřadem. Překlad shrnutí do oficiálního jazyka hostitelského státu musí dozorový úřad domovského státu hostitelskému státu předložit na požádání. Hostitelský stát si může vyžádat i dokumenty, na které je v prospektu pouze odkázáno a jejichž jejich plné znění uvedené v příloze domovský stát nevyžaduje. Předložení všech těchto dokumentů a překlad může dozorové úřady zatěžovat a zpomalovat jejich práci<sup>16</sup>. Další nevýhodou tohoto systému je dle některých právě podmínka ohlášení, která se stává jakousi další licenci, namísto pouhého ohlášení<sup>17</sup> a požadavek hostitelských států na zaslání prospektu cenného papíru v listinné podobě,

---

<sup>16</sup> Practical issues arising from the implementation of the Prospectus Directive- what are the equity capital markets worrying about? Stephen Revell, Edward Cole, In: Capital Markets Law Journal, Vol. 1, No. 2, 2006, s. 83.

<sup>17</sup> EPFSF Briefing: Investment Funds and Asset Management, European Parliamentary Financial Services Forum, October 2006, www.epfsf.org, s. 2.

poštou nebo kurýrem<sup>18</sup> i požadavek oznámení zveřejnění prospektu cenného papíru, dodatečná uveřejnění prospektu, registrace v obchodním rejstříku ....<sup>19</sup>

Problémem je i to, že Směrnice o prospektu nezahrnuje kritéria pro obchodování na regulovaných trzích, která jsou v členských státech rozdílná a navíc kromě povinností, jež vyžaduje prospekt cenného papíru, musí být emitentem splněna i další dodatečná kritéria<sup>20</sup>.

Jednotnost pasu cenného papíru narušuje i nejednotná a nekonzistentní aplikace a interpretace pravidel směrnice o prospektu jednotlivými dozorovými úřady v členských zemích, jakož i rozdílná pravomoc a oprávnění těchto úřadů. Tento problém navrhuje někteří řešit vznikem jednotného regulačního úřadu, který by usnadnil zavedení jednotného pasu cenného papíru a integraci finančního trhu Evropské unie<sup>21</sup>. Podle jiných by však vytvoření centrálního evropského regulačního úřadu znamenalo přílišný zásah do práva států Evropy, který by vyžadoval i změnu zřizovacích smluv Evropských společenství<sup>22</sup>.

### **3.2 Vybrané části právní úpravy prospektu cenného papíru**

#### **3.2.1 Cenné papíry**

Cenné papíry, které jsou předmětem regulace, jsou definovány jako kapitálové a nekapitálové cenné papíry. Kapitálové cenné papíry jsou dle článku 2(1)b Směrnice o

---

<sup>18</sup> ICMA Response to CESR's Call for evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, s. 11.

<sup>19</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, www.cesr.eu, s. 40.

<sup>20</sup> Deutsches Aktieninstitut Response to CESR's Call for Evidence – Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, www.dai.de, s. 6.

<sup>21</sup> Does the European Union need a securities and exchange commission, Pierre –Marie Boury, In: Capital Markets Law Journal, Vol. 1, No. 2, 2006, s. 184.

<sup>22</sup> ICMA Response to CESR's Call for evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, s. 11.

prospektu akcie a jiné převoditelné cenné papíry rovnocenné akciím i jiné druhy převoditelných cenných papírů opravňující k získání výše uvedených cenných papírů v důsledku jejich přeměny nebo výkonu práv s nimi spojených, nekapitálové cenné papíry jsou všechny cenné papíry, které nejsou kapitálovými cennými papíry.

Výčet cenných papírů, na které se regulace směrnice o prospektu nevztahuje, je uveden v článku 1(2) směrnice o prospektu, přičemž pro některé tyto papíry je dána možnost vyhotovit a uveřejnit prospekt.

Rozdělení cenných papírů je důležité pro vymezení aplikovatelnosti směrnice, jakož i jurisdikce kompetentních orgánů členských států, stejně jako formátu a obsahu prospektu.

Některé cenné papíry však nespádají do žádné klasifikace cenných papírů, na než se vztahuje směrnice o prospektu. Různé dozorové úřady proto mohou jejich zařazení interpretovat různě a požadovat vyhotovení prospektu cenného papíru<sup>23</sup>. Podle CESR<sup>24</sup> se na cenné papíry, které nejsou uvedeny ve Směrnici o prospektu, mají použít ustanovení o cenných papírech, které jsou charakterově těmto nejbližší, pro některé bude výjimka zrušena, v případě, že se ukáže, že emitenti této výjimky zneužívají (např. 4(2)g směrnice o prospektu).

pro ?

### 3.2.2 Veřejná nabídka

Směrnice o prospektu v článku 2(1)(d) obsahuje první celoevropskou definici veřejné nabídky, kterou je „sdělení osobám v jakékoli formě a jakýmkoliv prostředkem, které uvádí dostatečné informace o podmínkách veřejné nabídky a cenných papírech, které

---

<sup>23</sup> Practical issues arising from the implementation of the Prospectus Directive- what are the equity capital markets worrying about? Stephen Revell, Edward Cole, In: Capital Markets Law Journal, Vol. 1, No. 2, 2006, s. 87.

<sup>24</sup> Frequently asked questions regarding Prospectuses, updated version February 2007, s. 14.

jsou nabízeny tak, aby investor byl schopen rozhodnout se o koupi nebo upsání těchto cenných papírů“.

Veřejná nabídka je definována ve Směrnici o prospektu velmi široce<sup>25</sup>. Obsáhlost definice veřejné nabídky by zahrnula téměř všechny veřejné nabídky, proto byly z povinnosti uveřejnit prospekt cenného papíru vyjmuty veřejné nabídky uvedené ve v článku 3(2) směrnice o prospektu, a to:

- a) nabídka kvalifikovaných investorů,
- b) soukromá nabídka učiněná méně než 100 osobám v každém členském státě,
- c) nabídka nepřesahující 50 000 EUR na investora nebo za jednotku,
- d) nabídka cenných papírů s cenou nižší než 100 000 EUR v průběhu 12 měsíců,
- e) cenné papíry zahrnuté v nabídce s celkovou hodnotou protiplnění nižší než 2 500 000 EUR za období 12 měsíců (článek 1(1)h směrnice o prospektu).

Další výjimka z povinnosti uveřejnit prospekt cenného papíru je stanovena v článku 4 směrnice o prospektu, podle které pokud se právní úprava směrnice o prospektu na veřejnou nabídku nebo přijetí k obchodování cenných papírů uplatní, nemusí být naplněna povinnost vyhotovení a zveřejnění prospektu cenného papíru, pokud daná nabídka nebo obchodování cenných papírů spadá pod ustanovení článku 4 směrnice o prospektu. Mezi tyto výjimky náleží: nabídky převzetí, fúze, bonusová schémata, zaměstnanecké akcie a opční programy.

Příprava, schválení a uveřejnění prospektu cenného papíru je velmi časově a finančně náročný proces, je proto pravděpodobné, že společnosti a emitenti se budou snažit tyto výjimky z veřejné nabídky a uveřejnění prospektu využívat<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> Např. Veřejnou nabídkou je i opětovný prodej cenných papírů.

<sup>26</sup> The EU Prospectus Directive, Owsborne Clarke, October 2005, [www.osborneclarke.com](http://www.osborneclarke.com), How the

Navíc některé společnosti může od veřejné nabídky nebo obchodování cenných papírů na regulovaných trzích odradit nejasnost, neurčitost a obsáhlost definice veřejné nabídky a neúplné vymezení cenných papírů spadajících do regulace směrnice o prospektu, které vedou k tomu, že v některých členských státech je prospekt cenného papíru pro určité cenné papíry vyžadován a v některých ne<sup>27</sup>. Podle CESR navíc nejsou plně harmonizovány ani výjimky z povinnosti vyhotovit prospekt cenného papíru a není tak zcela jasné, pro jaké veřejné nabídky povinnost prospektu cenného papíru vzniká<sup>28</sup>.

### 3.2.3 Struktura prospektu cenného papíru

Prospekt cenného papíru může být vyhotoven jako jeden samostatný dokument, nebo v podobě tří dokumentů. V obou případech se musí skládat ze třech částí:

a) registrační dokument

Obsahuje informace vztahující se k emitentovi.

b) doklad o cenném papíru

Obsahuje detailní informace o nabízených cenných papírech ve veřejné nabídce nebo o cenných papírech přijímaných k obchodování na regulovaných trzích.

c) shrnutí prospektu cenného papíru

Stručně a netechnicky shrnuje základní charakteristiky týkající se emitenta, ručitelů cenných papírů a rizik spojených s nabídkou nebo přijetím k obchodování. V článku 21 směrnice o prospektu je uvedeno, že shrnutí by nemělo přesáhnout 2 500 slov a že za normálních okolností by počet těchto slov neměl být překročen. Nově je vyžadováno v souladu s článkem 5(2) směrnice o prospektu, aby každý prospekt cenného papíru

---

Prospectus Directive will affect issuers, Freshfields Bruckhaus Deringer, November 2004, [www.freshfields.com](http://www.freshfields.com), s. 1.

<sup>27</sup> Does the European Union need a securities and exchange commission, Pierre –Marie Boury, In: Capital Markets Law Journal, Vol. 1., No. 2., 2006, s. 193.

<sup>28</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 22.



obsahoval shrnutí, s výjimkou prospektu týkajícího se kapitálových cenných papírů s nominální hodnotou více než 50 000 EUR.

Tyto dokumenty jsou platné po dobu 12 měsíců.

#### 3.2.4 Obsah prospektu cenného papíru

Prospekt cenného papíru musí obsahovat všechny informace potřebné k tomu, aby byli investoři informováni a mohli ocenit pasiva a aktiva, ekonomickou situaci a výhled, zisk a ztráty, budoucnost a práva přidružená k cenným papírům.

Obsah prospektu je určen ustanoveními uvedenými v nařízení 809/2004. V souladu s článkem 25 a 26 nařízení 809/2004 musí být prospekt strukturován v pořadí – obsah, shrnutí, rizikové faktory a další informace. Prospekt může obsahovat i informace začleněné odkazem, pouze shrnutí nemůže obsahovat informace, na které se pouze odkazuje.

Povinný obsah prospektu cenného papíru a stupeň uveřejněných informací se liší podle druhu cenného papíru a emitenta. V souladu s nařízením 809/2004 se prospekt cenného papíru vyhotovuje na základě programů a modulů uvedených v člancích 4 až 20 nařízení 809/2004 a podle druhu daného emitenta a cenných papírů obsahuje prospekt údaje požadované v přílohách nařízení 809/2004.

Pro členské i nečlenské státy Evropské unie platí roční platnost prospektu cenného papíru. V souladu s článkem 9(3) směrnice o prospektu je prospekt platným po dobu kontinuálního opakovaného vydávání nekapitálových cenných papírů, za podmínky roční aktualizace jakýchkoliv informací obsažených v prospektu, které se v průběhu posledních 12 měsíců nějakým způsobem změnily nebo vznikly.

Prospekt cenného papíru musí být v souladu s článkem 9(1) a 9(4) směrnice o prospektu aktualizován ve formě dodatku prospektu, pokud je prospekt vyhotoven jako jeden dokument a v případě, že se prospekt skládá z jednotlivých částí, aktualizuje se registrační dokument prostřednictvím aktualizace popisu cenných papírů a shrnutí, a to pokaždé kdy emitent vydává cenné papíry.

Prospekt cenného papíru musí být také povinně aktualizován společností v případě, že je prospektu udělován pas.

Nevýhodou povinnosti roční aktualizace údajů uvedených v prospektu je finanční náročnost aktualizace, která představuje další vícenásobky pro společnosti oproti dřívějším režimům prospektu v členských zemích. To činí prospekt cenného papíru pro některé menší společnosti nebo menší nabídky méně přístupným<sup>29</sup>. A naopak právě tato roční perioda aktualizace činí prospekt cenného papíru v některých případech neaktuálním, obsažené informace nemusí být v průběhu celého roku zcela pravdivé<sup>30</sup>.

Směrnice o prospektu ukládá spoustu požadavků na uveřejnění informací. Splnění všech těchto informačních povinností, zejména v oblasti účetních dokumentů, není možné. Emitenti jsou nuceni, buď se podvolit tomuto nepraktickému množství uveřejňovaných informací nebo riskují nezákonnou veřejnou nabídku<sup>31</sup>. V této souvislosti Evropská komise předložila návrh na prodloužení lhůty k vyhotovení účetních dokumentů odpovídajících požadavkům směrnice o prospektu do konce roku 2008.

---

<sup>29</sup> ICMA Response to Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, [www.icma-group.org](http://www.icma-group.org), s. 9.

<sup>30</sup> Freedom movement, Robert Darwn, Faegre & Benson LLP., s. 1.

<sup>31</sup> The pan-European capital market-is the Prospectus Directive a success or failure? Tim Morris, Julia Machin, In: Capital Market Law Journal, 2006, Vol. 1, No. 2, s. 211.

CESR také poukázal na to, že pro některé je prospekt cenného papíru příliš dlouhý, dosahuje až 1 000 stran a těžko čitelný. Slouží spíše jako prostředek ochrany před budoucími soudními spory<sup>32</sup>.

Směrnice o prospektu také nijak neharmonizuje odpovědnost za obsah prospektu. Každý členský stát může uplatnit svou národní právní úpravu odpovědnosti a sankce<sup>33</sup>. Výjimkou je pouze odpovědnost za shrnutí, a to za zavádějící nepřesný a nekonzistentní obsah. Podle článku 6(1) směrnice o prospektu členské státy zajistí, aby odpovědnost za údaje uvedené v prospektu nesl alespoň emitent nebo jeho správní, řídicí či dozorové orgány, předkladatel nabídky nebo osoba, která žádá o přijetí k obchodování na regulovaném trhu, nebo ručitel. Odpovědné osoby mají být jasně určeny v prospektu jménem a funkcí nebo v případě právnických osob jménem a sídlem. Článek 6(2) směrnice o prospektu stanoví, že osoby které předložily shrnutí, včetně jeho překladů, budou odpovědny za zavádějící nepřesné a neúplné informace uvedené v prospektu. Otázkou pak zůstává, zda se účastníci trhu spolehnou pouze na odpovědnost za shrnutí, pokud i celý text prospektu je stejně zavádějící a zda rozdílná úprava odpovědnosti za prospekt cenného papíru a shrnutí v členských státech Evropské unie není překážkou pro přeshraniční nabídku cenných papírů<sup>34</sup>.

### 3.2.5 Uvedení informací formou odkazu

Informace mohou být do prospektu cenného papíru začleněny v souladu s článkem 11 směrnice o prospektu také odkazem, pokud byly již dříve schváleny, nebo podány kompetentnímu úřadu domovského státu. Jakýkoli dokument přidaný odkazem podléhá

---

<sup>32</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 16.

<sup>33</sup> Deutsches Aktieninstitut Response to CESR's Call for Evidence – Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.dai.de](http://www.dai.de), s. 5.

<sup>34</sup> Deutsches Aktieninstitut Response to CESR's Call for Evidence – Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.bdi.de](http://www.bdi.de), s. 4.

stejným jazykovým omezením jako vlastní prospekt cenného papíru a musí být zveřejněn a schválen, podán nebo notifikován kompetentnímu úřadu v souladu se směrnicí o prospektu. Kompetentním úřadem nemusí být pouze dozorový úřad členského státu, ale třeba finanční úřady. Také emitenti z nečlenských států Evropské unie mohou začlenit informace do prospektu odkazem na dokument schválený, podaný kompetentním úřadem jejich státu. Neznamená to však, že prospekt může sestávat pouze z takovýchto odkazů. Prospekt cenného papíru musí mít určitou formu, členění a obsah. Navíc prospekt může vyžadovat začlenění dalších informací, které společnost ve svých dokumentech pravidelně neuvádí (např. seznam rizikových faktorů, provozní a finanční přehled, informace o kapitálu a úvěrech emitenta atd.) a uvedení informací odkazem by tak nebylo postačující. Dokument, na který je v prospektu odkazováno a byl schválen, je opětovně přezkoumáván a schvalován dozorovým úřadem před uveřejněním prospektu a podléhá i všem dalším následným přezkumům<sup>35</sup>.

Směrnice o prospektu ponechala některé podrobnosti začlenění informací odkazem na členských státech. Nejednotnost aplikace odkazu<sup>36</sup> však při udělení pasu cenného papíru působí problémy a na některé dozorové úřady uvaluje další povinnosti, např. kopírovat dokumenty, na které je odkázáno, pokud členský stát, kam je udělen pas prospektu požaduje, aby byly přílohou prospektu cenného papíru.

CESR ve své zprávě<sup>37</sup> došel k názoru, že státy mají právo se ujistit, že informace začleněné odkazem neohrožují investory a jsou přístupné, a domovský stát má zajistit poskytnutí těchto informací hostitelského státu bez zbytečného odkladu. Na druhou

---

<sup>35</sup> Obligation of issuers with full listings, Jim Bartos, In: Capital Market Law Journal, 2006, Vol. 1, No.1, s. 40.

<sup>36</sup> Amendments to the Prospectus and Listing Rules, Financial Services Authority, October 2006, [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk), s. 3.

<sup>37</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 30.

stranu CESR považuje požadavek hostitelských států na poskytnutí dokumentů začleněných odkazem v listinné podobě za neslučitelné se směrnicí o prospektu a navíc za nezákonné.

Informace by měly být do prospektu začleňovány odkazem především v případech, kdy u informací vyžadujících pravidelnou aktualizaci, za podmínky splnění jazykových požadavků prospektu, např. účetní informace<sup>38</sup>.

### 3.2.6 Dodatek prospektu

V souladu s článkem 16(1) směrnice o prospektu, v případě, že je vydán prospekt cenného papíru a nějaký faktor se změní, nebo vznikne podstatná chyba nebo nepřesnost vztahující se k informacím obsaženým v prospektu, která by mohla ovlivnit ocenění cenných papírů investorem, a to po schválení prospektu a před konečným uzavřením veřejné nabídky nebo zahájením obchodování na regulovaném trhu, musí být vydán dodatek prospektu. Příslušný regulátor musí schválit dodatek prospektu do 7 pracovních dnů. Investoři, kteří již souhlasili s koupí, nebo úpisem, mají právo odstoupit od smlouvy během předepsané doby, která činí 2 dny.

Dodatek prospektu musí být také vyhotoven v případě jakékoliv změny prospektu, v okamžiku udělování pasu tomuto prospektu cenného papíru.

Podle CESR<sup>39</sup> není potřeba vyhotovit dodatek prospektu, pokud se po uveřejnění prospektu objeví informace, které nejsou pro prospekt cenného papíru podstatné.

---

<sup>38</sup> IPMA Response to CP 04/16 – The Listing Review and Implementation of the Prospectus Directive, Part 2 – Comments on proposed rules and guidance, [www.ipmagroup.com](http://www.ipmagroup.com), s. 5.

<sup>39</sup> Frequently asked questions regarding Prospectuses, updated version February 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 12.

Samostatné schvalování dodatku dozorovým úřadem je časově i finančně náročný proces, který snižuje obecné časové výhody nového prospektu cenného papíru podle směrnice o prospektu<sup>40</sup>. Navíc odmítnutí cenných papírů ve lhůtě 2 dnů po uveřejnění dodatku prospektu cenného papíru představuje pro emitenta řadu problémů a možností zneužití emitenta i investora a je možné, že někteří dají přednost vyhotovení ekvivalentního dokumentu k prospektu cenného papíru, na jehož základě veřejná nabídka proběhne, který však neumožňuje činit nabídky v jiných členských státech<sup>41</sup>.

Praktičnost a efektivita tohoto nového systému dodatečných informací bude asi hlavně záležet na chťení a snaze kompetentních úřadů dodržovat délky schvalovacích lhůt.

### 3.2.7 Jazyk

V případě veřejné nabídky nebo přijetí k obchodování na regulovaném trhu v jiném státě než domovském, je emitent či jiná odpovědná osoba povinen vyhotovit prospekt v jazyce státu, ve kterém bude učiněna nabídka nebo přijetí k obchodování, anebo v jazyce obvyklém v mezinárodním obchodním styku. Není již tedy potřeba překladů do všech oficiálních jazyků EU.

V případě udělení pasu prospektu může dozorový úřad hostitelského státu požadovat po dozorovém úřadě domovského státu překlad shrnutí do svého oficiálního jazyka.

Směrnice o prospektu obsahuje řadu jazykových pravidel uplatňujících se při vyhotovení prospektu cenného papíru, nijak však neupravuje kvalitu překladu<sup>42</sup>.

---

<sup>40</sup> ICMA Response to CESR's Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, s. 11.

<sup>41</sup> Deutsches Aktieninstitut Response to CESR's Call for Evidence – Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, www.bdi.de, s. 7.

<sup>42</sup> Frequently asked questions regarding Prospectuses, updated version February 2007, s. 14.

Podle CESR<sup>43</sup> je za překlad prospektu odpovědný emitent, hostitelský stát nemůže neudělit pas prospektu cenného papíru, pokud shledá jeho překlad nedostatečným, ale může v souladu s článkem 23 směrnice o prospektu sdělit tuto skutečnost kompetentnímu úřadu domovského státu<sup>44</sup>.

### 3.2.8 Schválení a uveřejnění

Podle článku 13 směrnice o prospektu žádný prospekt nesmí být zveřejněn, dokud jej neschválí příslušný orgán domovského členského státu. Schválený prospekt cenného papíru by měl být přístupný co nejširší veřejnosti a zveřejněn co nejdříve, tj. v přiměřenou dobu před veřejnou nabídkou cenných papírů nebo před jejich přijetím k obchodování, nejpozději na počátku této nabídky či obchodování. Přesná pravidla pro schvalovací proces však nejsou stanovena. Metodologie a šíře i preciznost přezkumu předloženého prospektu cenného papíru bude záležet na jednotlivých členských státech.

Pro emitenty, osoby nebo předkladatele činící veřejnou nabídku nebo žádající o přijetí k obchodování na regulovaných trzích opakovaně, trvá schvalovací proces 10 pracovních dnů, emitenti vstupující na evropský trh poprvé musí počítat se lhůtou 20 pracovních dnů. Schvalovací doba dodatku prospektu činí 7 pracovních dnů. Ve skutečnosti však tyto lhůty bývají daleko delší, za jejich nedodržení není stanovena žádná sankce. Navíc pokud dozorový orgán zjistí nedostatky předložených dokumentů, uvědomí do 10 dnů předkladatele a lhůty pro schválení běží od podání opravných, dodatečných dokumentů či informací znovu. Prospekt cenného papíru dosud nepřijatý k obchodování nebo v případě dosud neučiněné nabídky musí být uveřejněn 6 pracovních dnů před koncem nabídky. Jakýkoliv emitent tedy musí vzít vždy v potaz

---

<sup>43</sup> Frequently asked questions regarding Prospectuses, updated version February 2007, s. 15.

<sup>44</sup> CESR také doporučuje emitentům, vložit do prospektu doložku uvádějící, že odpovědnost za překlad má osoba odpovědná za schválený prospekt.

délku schvalovacího procesu prospektu cenného papíru. Podle CESR<sup>45</sup> tyto lhůty nejsou dozorovými úřady dodržovány, některé státy (např. Itálie) dělají rozdíl ve schvalovacích lhůtách podle toho, zda je cenný papír veřejně nabízen, nebo zda emitent žádá o přijetí k obchodování na regulovaném trhu. Emitenti si pak někdy vybírají svůj domovský stát podle dodržování schvalovacích lhůt.

Článek 14 směrnice o prospektu stanoví pravidla a prostředky pro uveřejnění prospektu, a to v podobě inzerátu v jednom nebo více denících šířených celostátně, v listinné podobě v sídle burzy cenných papírů nebo v sídle emitenta, nebo publikací na internetových stránkách emitenta, nebo na internetové stránce příslušného orgánu domovského členského státu, pokud se uvedený orgán rozhodl tuto službu nabízet.

Dozorový úřad každého členského státu musí na svých webových stránkách uveřejnit všechny schválené prospekty nebo alespoň jejich seznam, s uvedením hypertextového odkazu na prospekt cenného papíru. Podle článku 32 nařízení 809/2004 je dozorový úřad povinen uvést jak a kde je prospekt cenného papíru dostupný.

Nařízení 809/2004 dále v článku 30 specifikuje pravidla zveřejnění prospektu v celostátně šířených denících a stanoví, že domovský stát může určit deník, jehož šíření je považováno pro uveřejnění prospektu za vhodné, podle CESR domovský stát může požadovat uveřejnění prospektu i v deníku hostitelského státu<sup>46</sup>.

Nařízení 809/2004 také stanoví, že pokud byl prospekt zveřejněn v elektronické podobě na webové stránce, musí být přijata opatření k zamezení cílení na osoby v zemích, ve kterých tato veřejná nabídka neprobíhá. Nevýhodou elektronické publikace je

---

<sup>45</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 31.

<sup>46</sup> Frequently asked questions regarding Prospectuses, updated version February 2007, s. 5.



aktualizace internetových stránek, kontrola pravdivosti a uvedení náležitostí, které prospekt musí obsahovat<sup>47</sup>. Navíc mít vlastní internetové stránky a aktualizovat je, představuje další vícenásobky, které malé společnosti nejsou schopny nést. Naopak možností prezentace větších společností může vést ke zvýhodnění jejich veřejné nabídky, obchodování cenných papírů oproti menším společnostem<sup>48</sup>. Vytvoření centralizované databáze prospektů by bylo jedním z řešení<sup>49</sup>. Podle CESR<sup>50</sup> článek 22 směrnice o transparentnosti č. 2004/109/ES předpokládá vytvoření evropské databáze dokumentů regulovaných Evropskou unií a v současné době se na této elektronické databázi již pracuje.

Směrnice o prospektu také umožnila, aby členské státy Evropské unie vyžadovaly v souvislosti s uveřejněním prospektu splnění dalších povinností, které se v jednotlivých členských státech mohou lišit. Jak bylo uvedeno výše, směrnice o prospektu mimo jiné nabízí možnost členskému státu požadovat po emitentovi, aby navíc k tištěné podobě prospektu uveřejnil prospekt cenného papíru v elektronické podobě na své internetové stránce. Členský stát může rovněž vyžadovat, aby emitent zveřejnil oznámení, jakým způsobem je prospekt dosažitelný a jakým způsobem jej může veřejnost obdržet. Německo tak například neuznává zveřejnění prospektu cenného papíru na webové stránce domovského státu kompetentního dozorového úřadu<sup>51</sup> a vyžaduje oznámení data a místa uveřejnění prospektu cenného papíru dozorovému úřadu a otištění v jednom celostátním deníku, a to nejpozději den následující po tomto uveřejnění prospektu. Dále

---

<sup>47</sup> Deutsches Aktieninstitut Response to CESR's Call for Evidence – Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.dai.de](http://www.dai.de), s. 5.

<sup>48</sup> The QCA Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.quotedcompaniesalliance.co.uk](http://www.quotedcompaniesalliance.co.uk), s. 4.

<sup>49</sup> ICMA Response to CESR's Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, s. 7.

<sup>50</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 18.

<sup>51</sup> Deutsches Aktieninstitut Response to CESR's Call for Evidence – Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.dai.de](http://www.dai.de), s. 6.

vyžaduje uveřejnění prospektu cenného papíru na internetových stránkách, neboť v případě, že se jedná o prospekt jiného členského státu, nepostačuje k naplnění zákonných podmínek uveřejnění prospektu a musí být uveřejněn ještě jiným způsobem platným v Německu. Podobné zákonné požadavky platí i v Rakousku, Belgii, České republice, Francii, Maďarsku, Polsku<sup>52</sup>. Ve své zprávě CESR uvádí, že uveřejnění oznámení představuje další dodatečné náklady pro emitenty, ale domovský stát podle článku 14(3) směrnice o prospektu tato dodatečná oznámení může požadovat<sup>53</sup>.

Evropská komise i CESR naopak nesouhlasí s rozšiřováním požadavků na prospekt cenného papíru a ve zprávě<sup>54</sup> shrnuje, že takovéto požadavky jsou v rozporu s článkem 14 směrnice o prospektu, hostitelský stát nemá právo zasahovat do uveřejnění prospektu cenného papíru, pokud emitent cenného papíru splní požadavky ust. 14(2) směrnice o prospektu<sup>55</sup>.

Přístup jednotlivých členských států se dále liší v aplikaci článku 14 směrnice o prospektu týkajícího se pravidel zveřejňování prospektu cenného papíru. Např. pravidlo 6-ti dnů, tj. uveřejnění prospektu 6 dnů před ukončením veřejné nabídky, v případě prvního obchodování cenného papíru, nebo první veřejné nabídky. Např. V Belgii platí, že prospekt cenného papíru musí být v takových případech k dispozici 6 dnů před přijetím cenného papíru k obchodování na regulovaných trzích. Důsledkem toho tak musí být prospekt cenného papíru uveřejněn 6 dnů před začátkem nabídky, nikoliv před koncem.

---

<sup>52</sup> The pan-European capital market-is the Prospectus Directive a success or failure? Tim Morris, Julia Machin, In: Capital Market Law Journal, 2006, Vol. 1, No. 2, s. 212.

<sup>53</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 32.

<sup>54</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 31.

<sup>55</sup> Frequently asked questions regarding Prospectuses, updated version February 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 5.

### 3.2.9 Propagační sdělení

Směrnice o prospektu upravuje nejen prospekt cenného papíru, ale i marketing cenných papírů. V článku 15(3) směrnice o prospektu je stanoveno, že jakákoli reklama a propagační sdělení nesmí být zavádějící, nepřesné, musí obsahovat stejné informace, které jsou obsaženy v prospektu a musí být jasně označeno, že jde o inzerci.

Některé státy (např. Belgie, Francie, Portugalsko, Španělsko) požadují schválení všech reklamních materiálů kompetentním dozorovým úřadem. Tento proces je časově i finančně náročný<sup>56</sup>. Podle CESR<sup>57</sup> má v souladu s článkem 15(6) směrnice o prospektu domovský stát právo ověřovat, zda je inzerce v souladu se zásadami uvedenými v odst. 2 a 5 směrnice o prospektu.

### 3.2.10 Dodatečné notifikace, podání

V některých členských státech Evropské unie je v případě veřejné nabídky nebo přijetí k obchodování v jiném členském státě vyžadován překlad a uložení prospektu cenného papíru do obchodního rejstříku v domovském státě (Francie, Belgie<sup>58</sup>). Doplňující notifikace bankovních dozorových institucí a jiných úřadů je vyžadována v případě, že je veřejná nabídka cenných papírů činěna nebo cenné papíry přijaty k obchodování ve více členských státech (Česká republika, Itálie, Velká Británie Rakousko, Belgie<sup>59</sup>).

### 3.2.11 Potvrzení o schválení

Ve směrnici o prospektu narozdíl od schvalování a uveřejnění prospektu cenného papíru

---

<sup>56</sup> ICMA Response to CESR's Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, s. 9.

<sup>57</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, www.cesr.eu, s. 33.

<sup>58</sup> ICMA Response to CESR's Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, s. 10.

<sup>59</sup> Deutsches Aktieninstitut Response to CESR's Call for Evidence – Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, www.bdi.de, s. 6.

není upraven postup pro oznamování emitentům, že byl prospekt schválen, pas udělen. Emitent tak musí často čekat na potvrzení o přijetí pasu a neefektivní výměna informací, může celou nabídku značně zpozdít. CESR proto ve zprávě<sup>60</sup> uvedl, že členské státy se shodly na standardizovaném osvědčení o schválení a standardizované podobě e-mailu, který bude zasílán při oznámení o udělení pasu a oznámení o přijetí pasu. V případě, že hostitelský stát shledá prospekt nedostačujícím, bude kontaktovat domovský stát elektronicky a společně, co nejrychleji, vyřeší daný problém.

### **3.3 Implementace Směrnice o prospektu**

Směrnice stanoví pouze rámec právní úpravy, kterou se členské státy Evropské unie zavazují převzít do určité doby do svého národního práva, nezavazuje však osoby, které podléhají jurisdikci členských států. Detailní právní úprava je ponechána na vůli členských států. Odchýlit se od ustanovení směrnice je možno, jen pokud směrnice jinou úpravu dovoluje.

Členské státy mají povinnost vycházející z nepřímého účinku směrnic, vykládat své národní právo v souladu s cíly směrnice, již od okamžiku nabytí účinnosti směrnice. Přímý účinek evropských směrnic se použije v případě, že členský stát neharmonizuje své národní právo včas, subjekty takových členských států jsou pak oprávněny dožadovat se ustanovení obsažených ve směrnici přímo.

Implementace směrnic do právních řádů členských států Evropské unie je důležitou fází v zavedení a řádném fungování každé směrnice. Špatná, fragmentovaná a vágní transpozice a následně nejednotná a neurčitá aplikace směrnice by vzbudila obavy a nedůvěru v podnikatelském světě, investorech a emitentech a vedla by i k neúspěchu

---

<sup>60</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 41.

celého projektu zamýšleného novou legislativou, tedy i evropského prospektu cenného papíru. Dohledem nad transpozicemi směrnic je pověřena Evropská komise.

Pokud by členský stát neharmonizoval své národní právo s právem Evropské unie, porušil by své závazky a tím se vystavil řízení o neplnění povinností u Evropského soudního dvoru, podaném Evropskou komisí nebo členským státem. Výše pokuty se vypočítává podle okolností případu. Jednotlivec se může po členském státu domáhat náhrady škody, která mu vznikla neprovedením transpozice směrnice do národního právního řádu.

Směrnice o prospektu měla být členskými státy Evropské unie implementována do jejich národních legislativ k 1. červenci 2005. Členskými státy byla poskytnuta lhůta 18 měsíců, určení přesného data bylo ponecháno na jejich vůli. Proces implementace však trval daleko déle. K tomuto datu byla směrnice o prospektu implementována pouze v Belgii, Francii, Německu, Nizozemí, Švédsku a Velké Británii. Česká republika, Itálie, Polsko a Španělsko toto datum určené EU nestihly.

Přijetí a jednotného výkladu nové právní úpravy prospektu cenného papíru však stále nebylo dosaženo, některé dozorové orgány se novým pravidlům přizpůsobily lépe, u jiných se stále lze setkat s nekonzistentní a neurčitou aplikací pravidel prospektu cenného papíru.

#### 4 ZHODNOCENÍ A SLABÉ STRÁNKY SMĚRNICE O PROSPEKTU

Směrnice o prospektu v článku 31 stanoví, že Evropská komise vyhodnotí působení směrnice o prospektu pět let po nabytí její účinnosti a zprávu předloží Evropskému parlamentu a Radě ministrů.

Informováním Evropské komise a vypravováním této zprávy byl pověřen CESR, který měl dohlížet nad implementací směrnice o prospektu a v průběhu celého období schvalování a implementace směrnice o prospektu konzultoval její působení, vydával doporučení, hodnocení a návody k výkladu, sjednocoval interpretace a aplikace směrnice o prospektu<sup>61</sup>. Začátkem roku 2007 publikoval aktualizované „Časté otázky týkající se prospektu“ (Frequently asked questions regarding Prospectuses) obsahující nové postoje, zprávy a hodnocení členských států, které jsou jakýmsi přehodnocením a snahou o opravy ustanovení směrnice o prospektu a nařízení 809/2004.

Oficiální hodnocení působení směrnice o prospektu na kapitálový trh Evropské unie bylo zveřejněno 13. června 2007 ve zprávě CESR s názvem Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation. Přestože tato zpráva poměrně komplexně shrnuje zkušenosti s praktickými dopady směrnice o prospektu a nařízením 809/2004, je zřejmé, že přesnější závěry a zhodnocení výsledků snah o integraci finančního trhu Evropské unie za pomoci jednotného evropského prospektu cenného papíru, bude možno učinit až po uplynutí delšího časového úseku.

V této kapitole se pokusím shrnout současné výtky a slabé stránky směrnice o prospektu a problémy, se kterými se v souvislosti s jednotným evropským prospektem členské

---

<sup>61</sup> About us, [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org), s.1.

státy a účastníci trhu potýkají, tak jak jsou k datu vypracování mé diplomové práce v literatuře a konzultačních materiálech CESR viděny.

CESR ve svých materiálech poukázal zejména na nekonzistentní proces implementace směrnice o prospektu. Členské státy často plně netransponovaly směrnici o prospektu nebo ke směrnici přistupuje různě, v mnoha různých oblastech často přidává navíc různé další požadavky. Emitent se tak potýká z rozdílnými nároky dozorových orgánů jednotlivých států a obavami z nesprávného vyhotovení prospektu a nepřijetí emise cenného papíru či nemožnosti jeho obchodování<sup>62</sup>.

Jednotlivé dozorové úřady disponují jinými pravomocemi, nebo některé pravomoce k prosazení evropského práva zcela postrádají a pravidla jiným způsobem aplikují a rozhodují ve schvalovacích řízeních.

Nedostatečná a nekonzistentní implementace jen podtrhuje přetrvávající nejednotnost interpretace úpravy prospektu cenného papíru a fragmentovanost evropského finančního trhu<sup>63</sup>.

Otázkou pak zůstává, zda by vytvoření jednoho evropského dozorového úřadu nepřispělo rychleji a efektivněji k jednotnému prosazení práva Evropské unie, i jednotnému prospektu a jednotnému evropskému trhu finančních služeb<sup>64</sup>.

---

<sup>62</sup> ICMA Response to CESR's Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, s. 11.

<sup>63</sup> Response to CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive Consultation Paper dated July 2003, International Primary Market Association, [www.ipma.org.uk](http://www.ipma.org.uk)

<sup>64</sup> Does the European Union need a securities and exchange commission, Pierre -Marie Boury, In: Capital Markets Law Journal, Vol. 1., No. 2., 2006, s. 189.

Směrnice o prospektu podle CESR také obsahuje řadu nejasných ustanovení, a to i definic, např. veřejné nabídky, výjimek z veřejné nabídky, kvalifikovaných investorů, s možností jejich nejednotného výkladu, a tak i rozdílných aplikací do národních právních řádů. Nekonzistentní aplikace často nejasných pravidel v Evropě může pak vést k nejistotě a roztržičnosti namísto unifikaci evropského kapitálového trhu.

Podle International Capital Market Association („ICMA“)<sup>65</sup> je nejasnost a neurčitost právní úpravy prospektu důsledkem dvojí úpravy prospektu, a to ve formě směrnice a ve formě nařízení. Směrnice upravuje klíčová pravidla, základní koncept a principy, které národní státy musely transponovat do svých národních právních řádů. Nařízení je technickou úpravou stanovující pravidla obsahu, schvalování, zveřejnění, inzerování, která se přímo aplikovala ve všech jednotlivých členských státech.

Podle zatímčím komentářů<sup>66</sup> členských států by se také měla zvýšit hranice pro veřejnou nabídku nebo přijetí k obchodování, která v objemu vyšším než 2.5 mil EUR zakládá povinnost uveřejnit prospekt, neboť tato hranice je zbytečnou finanční i časovou zátěží malých emitentů. Tyto společnosti proto budou raději zvyšovat kapitál pomocí soukromé nabídky než veřejnou nabídkou<sup>67</sup>.

Některé členské státy podle CESR také ukládají dodatečné požadavky na formální stránku prospektu cenného papíru a udělení pasu, které spolu s různými interpretacemi vágních ustanovení směrnice o prospektu činí veřejnou nabídku a obchodování cenných papírů méně atraktivní. Překážkou rozvoje obchodu s cennými papíry je i rozdílnost kritérií pro obchodování na burzách v členských státech, které kromě povinností, jež

---

<sup>65</sup> Freedom of Movement, Robert Darwin, Faegre & Benson LLP., s. 1.

<sup>66</sup> The pan-European capital market-is the Prospectus Directive a success or failure? Tim Morris, Julia Machin, In: Capital Market Law Journal, 2006, Vol. 1., No. 2., s. 205

<sup>67</sup> QCA Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.quotedcompaniesalliance.co.uk](http://www.quotedcompaniesalliance.co.uk), s. 3.



vyžaduje prospekt cenného papíru, vyžadují splnění dalších dodatečných podmínek, které se v každém členském státu Evropské unie liší<sup>68</sup>. Přeshraniční veřejné nabídky a přijetí k obchodování na regulovaných trzích tak stále zahrnují dodatečná rizika a náklady, které je činí dražšími než při jejich učinění na domácích trzích.

Podle zatím ním komentářů<sup>69</sup> členských států by se měla zvýšit hranice pro veřejnou nabídku nebo přijetí k obchodování, která v objemu vyšším než 2.5 mil EUR zakládá povinnost uveřejnit prospekt, neboť tato hranice je zbytečnou finanční i časovou zátěží malých emitentů. Tyto společnosti proto budou raději zvyšovat kapitál pomocí soukromé nabídky než veřejnou nabídkou<sup>70</sup>.

Podle CESR další podstatné náklady představují náklady společností na roční aktualizaci informací uvedených v prospektu, která je navíc náročným a zdoluhavým procesem. V případě, že se po uveřejnění prospektu objeví nějaký podstatný nový faktor, musí emitent vyhotovit dodatek a nechat jej schválit dozorovým úřadem, pokud chce požádat o pasportizaci tohoto prospektu cenného papíru. Navíc hostitelský stát, ve kterém má být veřejná nabídka nebo přijetí k obchodování učiněna, může vyžadovat překlad shrnutí prospektu cenného papíru do svého oficiálního jazyka. Shrnutí podle států vyžadujících tento překlad obsahuje veškeré informace, které jsou důležité pro uvážení investora, zda investovat do cenného papíru. Shrnutí však má obsahovat maximálně 2 500 slov, a tato přeložená část prospektu podle jiných nemůže postačovat investorům k dostatečnému ocenění rizik jejich investice do cenného papíru<sup>71</sup>.

---

<sup>68</sup> Obligations of issuers with full listings – US/EEA comparative review, Jim Bartos, Esther Jeapes, Petr King, In: Capital Markets Law Journal, Vol. 1, No. 1, s. 32.

<sup>69</sup> The pan-European capital market-is the Prospectus Directive a success or failure? Tim Morris, Julia Machin, In: Capital Market Law Journal, 2006, Vol. 1., No. 2., s. 205.

<sup>70</sup> QCA Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.quotedcompaniesalliance.co.uk](http://www.quotedcompaniesalliance.co.uk), s. 3.

<sup>71</sup> The QCA Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.quotedcompaniesalliance.co.uk](http://www.quotedcompaniesalliance.co.uk), s. 2.

A právě tyto dodatečné náklady mohou vést k rozhodnutí emitentů neučinit veřejnou nabídku nebo neobchodovat na regulovaných trzích ve státech Evropské unie, a podle ICMA se tak skutečně děje. Nečlenské státy se v roce 2004 podílely na emisích cenných papírů v Evropské unii 72%, v roce 2006 pouze 43%, navíc se podle ICMA se objem investičních příležitostí v rámci Evropské unie nijak podstatně nezměnil<sup>72</sup>.

Zjednodušeně lze překážky bezproblémového fungování principů směrnice o prospektu spatřovat v následujících oblastech:

- kooperace kompetentních dozorových úřadů
- nejasnost a neurčitost v obsahu prospektu
- dodatek prospektu, schvalování a následná možnost odmítnutí cenných papírů investory
- rozdíly v uveřejňování prospektu
- jazyk prospektu a jeho překlady
- nejednotnost výkladu výjimek z povinnosti uveřejnit prospekt cenného papíru

Některé nedostatky směrnice o prospektu budou brzy napraveny novelami a doplňujícími opatřeními, nebo koordinačními aktivitami CESR. Ve schvalovacím řízení Evropské rady je zatím návrh směrnice, kterým se mění směrnice o prospektu, pokud jde o prováděcí pravomoci svěřené Komisi<sup>73</sup>.

Novelizováno bylo a bude i nařízení 809/2004, jehož právní úprava prospektu cenného papíru také není zcela bezchybná<sup>74</sup>. První novelou nařízení 809/2004 je nařízení Komise

---

<sup>72</sup> ICMA Response to CESR's Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, s. 5.

<sup>73</sup> Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, pokud jde o prováděcí pravomoci svěřené Komisi.

<sup>74</sup> Nedostatečnost úpravy je spatřována např. v možnostech rozhodování dozorového úřadu o informacích,

(ES) č. 1787/2006 ze dne 4. prosince 2006, jež pozměnilo a doplnilo odstavec 5 nařízení 809/2004, kterým byla prodloužena doba ke sladění účetních standardů emitentů třetích zemí a emitenti třetích zemí jsou za určitých podmínek zproštěni povinnosti přepracovat historické finanční údaje. Za určitých podmínek jsou do 31. prosince 2008 nečlenské státy zproštěny povinnosti poskytovat účetní výkazy v souladu se svými účetními standardy<sup>75</sup>, k tomuto datu se budou příslušné orgány snažit o sladění účetních dokumentů se standardy IFRS (Mezinárodní standardy účetního výkaznictví). Další novela, a to nařízení Komise (ES) č. 211/2007 ze dne 27. února 2007, pozměnila úpravu poskytování finančních údajů v prospektu cenného papíru. Aby investor mohl podloženě zhodnotit emitentovu finanční situaci a budoucí vývoj, nově platí, že v případě, že emitent cenného papíru má složitou finanční minulost nebo přijal významný finanční závazek, a tudíž je nezbytné uvést v registračním dokumentu některé finanční údaje týkající se jiného subjektu než emitenta....., jsou uvedené finanční údaje brány jako údaje týkající se emitenta<sup>76</sup>. V nařízení 809/2004 nejsou již přímo vyjmenovány údaje, které musí být poskytnuty, ale je na příslušných úřadech v rámci zásady proporcionality, aby určovaly, jaké další dokumenty budou v konkrétním případě pro dokreslení finanční situace emitenta potřeba<sup>77</sup>.

Směrnice o prospektu navzdory těmto negativům přispěla k integraci evropského finančního trhu, poprvé jednotně definovala v Evropské unii veřejnou nabídku a

---

které mají být v prospektu uvedeny, v případě, že emitent zamýšlí nabízet nebo obchodovat cenné papíry, které nejsou upraveny nařízením 809/2004. Některá ustanovení je nemožné uplatnit na každého emitenta a v těchto případech by mělo podle Nařízení 809/2004 být vydáno osvědčení o neaplikovatelnosti daného ustanovení. Dále pak se jedná o začlenění finančních informací a zprávy auditora.

<sup>75</sup> Financial statements in prospectuses – „equivalence“ of national GAAP with IAS/IFRS, John Russell at Sidley Austin, [www.sidley.com](http://www.sidley.com), s. 2.

<sup>76</sup> Nařízení Komise (ES) č. 211/2007 ze dne 27. února 2007, kterým se mění nařízení (ES) č. 809/2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o finanční údaje obsažené v prospektech v případech, kdy má emitent složitou finanční minulost nebo přijal významný finanční závazek.

<sup>77</sup> Background note to Draft Commission Regulation amending Commission (EC) No. 809/2004 implementing Directive 2007/71/EC as regards supplementary financial information in prospectuses where the issuer has a complex financial history ([www.eu-lex.europa.net](http://www.eu-lex.europa.net)).

přehodnotila a snížila počet výjimek z uveřejnění prospektu, které emitenti dosud využívali, představila koncepci jednotného pasu, na jehož základě dokumentace používaná v přeshraniční veřejné nabídce může být učiněna v jednom jazyce a nemusí být měněna podle požadavků členských států a zároveň pro obchod s cennými papíry v rámci Evropské unie postačuje schválení prospektu v jednom členském státě. Byly také sjednoceny schvalovací procesy dozorových orgánů a v mnoha členských státech byl vytvořen pouze jeden dozorový úřad.

Podle zprávy CESR z 13. června 2007 je většina subjektů působících na evropském finančním trhu s novou evropskou úpravou spokojena. Nejvíce vyzdvihují právě zavedení systému jednotného pasu. Z dat shromážděných CESR vyplývá, že po implementaci směrnice o prospektu došlo k podstatnému nárůstu počtu „zaslaných“ či „obdržených“ pasů, tedy k nárůstu počtu notifikací o schválení prospektu cenného papíru podle současné úpravy oproti počtu uznání prospektu cenného papíru podle starší úpravy (z 206 „zaslaných“, respektive 81 „obdržených“ v období od 1. července 2004 do 30 června 2005 na 1150, respektive 2837 v období od 1. července 2005 do 30. června 2006)<sup>78</sup>. Podle zprávy však nelze dovozovat z tohoto rostoucího počtu udělených pasů, že by se zvýšil počet pan-evropských veřejných nabídek, neboť vydání pasu ne vždy vedlo k uskutečnění nabídky v hostitelském státu.

Je zřejmé, že by bylo prozatím předčasné hodnotit dlouhodobé působení právní úpravy, která byla efektivně implementována v Evropské unii před rokem a půl.

---

<sup>78</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), s. 10 – 12.

## 5 PRÁVNÍ ÚPRAVA PROSPEKTU CENNÉHO PAPIŘU V ČESKÉ REPUBLICĚ

Jak již bylo řečeno, právní úprava prospektu cenného papíru je obsažena v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu. Harmonizace s evropskou právní úpravou bylo dosaženo novelizací tohoto zákona, tzv. technickou novelou, již byla směrnice o prospektu transponována do českého právního řádu. Nejdůležitější body současné právní úpravy prospektu cenného papíru v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu v souvislosti s dřívější právní úpravou a technickou novelou si dovoluji stručně shrnout v textu této kapitoly.

Implementace směrnice o prospektu do zákona o podnikání na kapitálovém trhu přinesla zejména tyto změny:

- a) zrušení dělení prospektů cenných papírů na prospekt a užší prospekt a jejich nahrazení novým „evropským“ prospektem,
- b) upřesnění veřejné nabídky,
- c) nově zákon neupravuje případy, které nejsou veřejnou nabídkou, ale stanoví případy, kdy na veřejné nabízení zákon úplně nebo zčásti nedopadá,
- d) rozšíření okruhu emisí cenných papírů, na něž se nevztahuje povinnost uveřejnit prospekt,
- e) nová úprava vnitřního členění vyhotovovaných prospektů,
- f) sjednocení úpravy informačních povinností emitentů a dalších osob při veřejné nabídce cenných papírů a při přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu,
- g) zavedení jednotného pasu pro emitenty,
- h) úprava jazyků používaných při přeshraničních nabídkách cenných papírů a nově bylo upraveno vnitřní členění vyhotovovaných prospektů,
- i) větší variabilita prospektů pro různé případy nabídek a druhů cenných papírů,

a v souvislosti s implementací směrnice o prospektu byla zrušena vyhláška 263/2004 a náležitosti obsahu prospektu se bez dalšího řídí nařízením 809/2004.

### **5.1 Právní úpravu prospektu cenného papíru v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu**

Právní úprava prospektu cenného papíru byla začleněna do zákona o podnikání na kapitálovém trhu do § 34 až 36 části čtvrté a rozčleněna do dvou hlav, veřejná nabídka investičních cenných papírů a prospekt cenného papíru.

Definice veřejné nabídky obsažená v § 34 zákona o podnikání na kapitálovém trhu byla v souladu se směrnicí o prospektu technickou novelou zjednodušena a upřesněna<sup>79</sup>. Podstatou veřejné nabídky je sdělení takových informací, které poskytnou běžnému investorovi představu o emisi a jejích rizicích. Veřejnou nabídku může uskutečnit pouze osoba, která nejpozději na počátku veřejné nabídky uveřejní schválený prospekt cenného papíru. Prospekt cenného papíru schvaluje Česká národní banka nebo zahraniční orgán dohledu, který České národní bance poskytne osvědčení o schválení prospektu a kopii prospektu.

Technická novela nově podle směrnice o prospektu začlenila do zákona o podnikání na kapitálovém trhu případy, na které se veřejná nabídka neuplatní, a to do ustanovení § 34 odst. 3 a § 35 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Podstatně rozšířila výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt zahrnutím exempce i na tzv. kvalifikované investory<sup>80</sup>.

---

<sup>79</sup> Veřejnou nabídkou podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu rozumí jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry.

<sup>80</sup> Podle § 34 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu je kvalifikovaným investorem (i) banka, (ii) obchodník s cennými papíry, (iii) finanční instituce podléhající dohledu, (iv) profesionální investor, který je osobou, jejíž rozhodující činností je nabývání účasti na jiných společnostech, stát, Česká národní banka

V souladu se směrnicí o prospektu byla zvýšena hranice minimální investice a jmenovité hodnoty cenného papíru, která zakládá vyjmutí z povinnosti uveřejnit prospekt cenného papíru, na 50 000 EUR. Výjimka z povinnosti vyhotovit prospekt cenného papíru se podle směrnice o prospektu vztahuje i na nabídku cenných papírů o nízké celkové hodnotě, jejíž výše je závislá na uvážení členských států a může dosáhnout až hranice 2.5 mil. EUR a nejméně 100 000 EUR. Podle § 34 odst. 3 písm. g) zákona o podnikání na kapitálovém trhu byla hranice pro výjimku stanovena na 200 000 EUR za cenné papíry nabízené v průběhu 12 měsíců.

Nově byla v § 35 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu stanovena exempce pro cenné papíry nabízené v souvislosti s nabídkou převzetí výměnou za jiné cenné papíry, pokud je vyhotoven jiný dokument, který podle orgánu dohledu obsahuje informace, odpovídající informacím, které by jinak měl obsahovat prospekt a tento dokument musí být doručen České národní bance a být k dispozici v sídle emitenta. Obdobně platí výjimka i pro cenné papíry vydávané v souvislosti s přeměnou společnosti. V praxi dosud není zcela jasné, o jakém dokumentu má Česká národní banka rozhodovat a vyžaduje se, aby tyto ekvivalentní dokumenty obsahovaly identické informace s prospektem dle směrnice o prospektu<sup>81</sup>. Nevýhodou tohoto ekvivalentu je, že pro něj neplatí pravidla jednotného pasu a nemůže být pasportizován do jiných států Evropské unie za podmínek směrnice o prospektu.

Další výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt cenného papíru, a to k obchodování na oficiálním trhu jsou uvedeny v § 44 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu,

---

či zahraniční centrální banka, Evropská centrální banka, mezinárodní finanční instituce, právnická osoba, která podle výroční zprávy splňuje alespoň dvě určená kritéria ze tří, jiná právnická osoba, která je na svou žádost zapsána do seznamu kvalifikovaných investorů, fyzická osoba, která splňuje alespoň dvě ze tří stanovených kritérií a je na svou žádost zapsána do seznamu kvalifikovaných investorů. A dosud se exempce vztahovala pouze na institucionální investory a obchodníky s cennými papíry.

<sup>81</sup> Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Vlastimil Pihera, In: Právní rádce 2006, č. 1, s. 48.

renovité  
cenného  
papíru se  
celkové  
hranice  
podnikání  
a cenné

kteřé korespondují s ustanoveními směrnice o prospektu a v zásadě kopírují výjimky upravené pro účely veřejné nabídky (bez výjimek týkajících se max. počtu osob a mín. výše investice), dosavadní úprava obsahovala pouze jednu takovou výjimku. Tato výjimka zůstala v podstatě zachována, i když nově byla podmíněna tím, že se prospekt nemusí uveřejnit, pokud akcie, které po dobu 12 měsíců představují méně než 10% z celkového počtu akcií stejného druhu již přijatých k obchodování na stejném oficiálním trhu.

xempce  
š cenné  
bsahuje  
a tento  
nitenta.  
eměnou  
národní  
entické  
entu je,  
ch státu

Prospekt cenného papíru se nově skládá ze tří samostatných částí - registrační dokument, doklad o cenném papíru a shrnutí. Registrační dokument obsahuje informace o emitentovi cenného papíru. Doklad o cenném papíru shrnuje informace o cenném papíru, jehož se prospekt týká. Shrnutí krátce a obecně srozumitelným jazykem sumarizuje obsah prospektu, aby i laik měl možnost získat základní informace a přehled o emitentovi a cenném papíru, souvisejících rizicích. Shrnutí nemusí obsahovat prospekt cenného papíru, pokud je přijímán k obchodování na oficiálním trhu, dluhový cenný papír o jmenovité hodnotě či cen za 1 kus činí 50 000 EUR. Každý dokument musí obsahovat zprávu, kde jsou uloženy ostatní dokumenty tvořící prospekt. Doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu vyžaduje samostatné schválení Českou národní bankou. Podle § 36 odst. 7 zákona o podnikání na kapitálovém trhu může být již schválený registrační dokument použit při veřejné nabídce nebo přijetí cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu. Prospekt cenného papíru však může být vyhotoven i jako jeden jednotný dokument.

vání na  
n trhu,

Prospekt musí obsahovat všechny informace, které vyžaduje zákon. Stejně jako podle staré úpravy je v souladu s § 36e zákona o podnikání na kapitálovém trhu povoleno zúžení prospektu o informace, které nejsou pro investory důležité, nebo jsou v rozporu s veřejným zájmem a nebo by mohly významně poškodit emitenta, a to na základě povolení České národní banky. Údaje v prospektu mohou být uvedeny i formou odkazu na dokumenty již schválené nebo schvalované Českou národní bankou.



I nadále je možno schválit tzv. předběžný prospekt, narozdíl od dřívější právní úpravy lze však vynechat pouze údaje o konečné ceně a počtu cenných papírů, není již možno schválit předběžný prospekt bez jakéhokoliv údaje<sup>82</sup>. Podle § 36d mohou být informace o konečné ceně a velikosti emise uveřejněny i v jakémkoliv čase po uveřejnění prospektu, za podmínky, že investorům je dána lhůta nejméně dvou dnů po uveřejnění k tomu, aby odvolali svou akceptaci veřejné nabídky; nebo je uvedena maximální cena nebo kritéria nebo podmínky, za kterých bude cena a počet cenných papírů určeny.

Do dvou dnů je investor také oprávněn odstoupit v případě podstatné změny některých skutečností uvedených již ve schváleném prospektu po vyhotovení dodatku prospektu.

Propagační sdělení týkající se veřejné nabídky nebo přijetí cenného papíru obsažené v § 34 odst. 5 zákona o podnikání na kapitálovém trhu před novelou bylo pozměněno ustanoveními § 36k zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Každé propagační sdělení musí obsahovat informaci o tom, že prospekt byl nebo bude uveřejněn a kde jej bude možno získat, musí být rozlišitelné od ostatních sdělení a nesmí obsahovat údaj, který je v rozporu s obsahem prospektu nebo je klamavý. Nemusí být však již schváleno dozorovým úřadem.

Podle § 50 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu před novelou byla za správné vyhotovení prospektu odpovědná osoba uvedená v prospektu a za správnost údajů byl odpovědný emitent. Podle § 36b zákona o podnikání na kapitálovém trhu je odpovědnou osobou za správnost a úplnost údajů uvedených v prospektu emitent nebo osoba, která má v úmyslu veřejně nabízet cenné papíry nebo která žádá o přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu. Technickou novelou bylo také nově upraveno postavení ručitele, který odpovídá za správnost a úplnost údajů prospektu, pokud je

---

<sup>82</sup> U ekvivalentního dokumentu neexistuje žádná povinnost jej zveřejnit a také žádná možnost odstoupit od přijaté nabídky, v případě, že se dokumenty změní, nebo jsou chybné.

v prospektu uveden a k tomuto se v prospektu písemně zaručí. V prospektu musí být jméno odpovědné osoby uvedeno spolu s prohlášením, že údaje obsažené v prospektu jsou podle jejího nejlepšího vědomí správné a nebyly zamlčeny žádné skutečnosti, které by změnily význam prospektu. Stejně jako v předchozí právní úpravě ani technická novela neupřesnila škodu, za jakou je odpovědná osoba či ručitel odpovědný, ani způsob zjišťování její výše<sup>83</sup>.

Jednotný evropský pas je upraven v § 36f zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Prospekt schválený v jiném členském státě se stane v České republice platným na základě osvědčení o schválení prospektu doručeném České národní bance; podle § 36i Česká národní banka vydá na žádost emitenta osvědčení o schválení prospektu dozorovému orgánu hostitelského státu, spolu s kopií prospektu, do 3 dnů od podání žádosti. V případě, že prospekt má být uveřejněn pouze v jiném členském státu a nikoliv v České republice, může být vyhotoven pouze v jazyce státu, který akceptují dozorové orgány tohoto členského státu nebo v anglickém jazyce. Pro účely kontroly a jeho schválení Českou národní bankou je však nutno prospekt schvalovat vždy buď v českém nebo anglickém jazyce, Česká národní banka je oprávněna rozhodnout o výjimce z jazykového pravidla, je-li to v zájmu investorů. V českém jazyce musí být podle ust. §36g zákona o podnikání na kapitálovém trhu prospekt vyhotoven, pokud se schvaluje pro účely veřejné nabídky nebo přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu v České republice.

Podle ust. § 36h zákona o podnikání na kapitálovém trhu se prospekt zveřejní bez zbytečného odkladu po jeho schválení, tedy ve lhůtě, jež není určité stanovena<sup>84</sup>. Prospekt musí být zveřejněn nejpozději před zahájením veřejné nabídky. V případě, že

---

<sup>83</sup> Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: Kurz obchodního práva, Právo cenných papírů, 4. vydání, C.H. Beck, Praha, 2005, s. 105.

<sup>84</sup> Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Vlastimil Píhara, In: Právní rádce 2006, č. 1, s. 47.

dojde ke změně skutečností uvedených v prospektu je potřeba podle § 36j zákona o podnikání na kapitálovém trhu prospekt aktualizovat.

Nově byla zavedena doba platnosti prospektu, která činí 12 měsíců od jeho uveřejnění, a to v souladu s § 36i zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Výjimkou je základní prospekt cenných papírů typu hypotečních zástavních listů, který má platnost po dobu vydávání těchto cenných papírů, tj. i několik let.

Směrnici o prospektu byla především sjednocena roztržitá úprava informačních povinností emitentů a zaveden jednotný evropský pas. Prospekt schválený v jednom členském státě je platný i ve všech ostatních, což emitentům přináší značnou úsporu nákladů. Nová úprava prospektu cenného papíru by měla také přispět k rozvoji akciového trhu v České republice<sup>85</sup>.

---

<sup>85</sup> Současný stav a dosavadní vývoj kapitálového trhu v ČR, František Jakub, [www.kapital.cz](http://www.kapital.cz), s. 3.

## 6 ZÁVĚR

Cílem této práce bylo stručně zhodnotit Směrnici o prospektu, splnění jejích cílů, působení na evropský a český kapitálový trh.

Přínosem právní úpravy a implementace směrnice o prospektu do práva členských států Evropské unie je jmenovitě především:

- jednotný evropský prospekt,
- jednotný evropský pas,
- zjednodušení a zrychlení celého procesu schvalování prospektu,
- jednotná doba platnosti prospektu po dobu 12 měsíců,
- sjednocení poskytovaných informací důležitých pro investory a podnikání,
- úprava jazyků, ve kterých může být prospekt vyhotoven.

Vytknout směrnici o prospektu by se dala zejména nejasnost, neurčitost, která vede k tomu, že jednotlivé členské státy některá ustanovení směrnice o prospektu dosud nejednotně vykládají a přizpůsobují je svému právu, což ve svém důsledku brání plnému využití potenciálu směrnice o prospektu. Navíc některé národní úpravy prospektu cenného papíru požadavky oproti předpisům Evropské unie zpřisňují. S výjimkami lze říci, že právní úpravy prospektu cenného papíru v jednotlivých členských státech se odchyľují především v ustanoveních, ve kterých jim byl směrnici o prospektu dána k uvážení jejich aplikace. Další výtkou dnešní podoby právní úpravy by možná mohla být nedostatečná, nekonzistentní úprava sankcí a odpovědnosti za prospekt cenného papíru.

Domnívám se, že směrnici o prospektu lze považovat, s výhradou uváděných nedostatků, za relativně úspěšnou. A zároveň je důležité, že v dosud problematických oblastech úpravy, rozdílných názorech a přístupech členských států ke směrnici o

prospektu, i jiných třecích plochách je vyvíjena snaha všech členských států i Evropské unie k hledání co nejlepších a nejefektivnějších řešení, tak aby byly uspokojeny požadavky členských států i integrační snahy evropského finančního trhu, a aby nebyly poškozeny zájmy malých ani velkých společností, emitentů a investorů. Existence konzultačního procesu v rámci členských států i mezi zainteresovanými osobami, podnikateli, burzami, investorů a vytvoření, resp. pověření jednoho koordinátora dohledem, nad celým projektem, který se ptá, odpovídá a zároveň poskytuje návody, doporučení a průběžně informuje širokou veřejnou o aktuálních otázkách a problémech, se ukázalo být pro implementaci i schvalování směrnice o prospektu přínosné.

V České republice směrnice o prospektu podle mého názoru významně přispěla k urychlení přijetí srozumitelné, jasné, otevřené právní úpravy veřejné nabídky a přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaných trzích. Rozšířila možnosti investic do zahraničí i obchodování zahraničních subjektů na českém trhu.

Výsledky, dopady a užití evropského prospektu a jednotného pasu budou i nadále záviset nejen na úspěšnosti transpozice směrnice o prospektu, a jednotnosti a povedenosti národních úprav, ale i na ochotě emitentů a společností se těmto pravidlům podřizovat a tímto způsobem investovat a zvyšovat kapitál. Teprve za pár let však bude možno zhodnotit celkový přínos směrnice o prospektu a působení na kapitálový trh objektivněji.

## 7 LITERATURA

Důvodová zpráva k návrhu zákona o podnikání na kapitálovém trhu

Důvodová zpráva k vyhlášce č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru

Důvodová zpráva k návrhu zákona č. 56/2006 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004, o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů a další související zákony

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

Nařízení Evropské komise 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

Nařízení Komise (ES) č. 211/2007 ze dne 27. února 2007, kterým se mění nařízení (ES) č. 809/2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o finanční údaje obsažené v prospektech v případech, kdy má emitent složitou finanční minulost nebo přijal významný finanční závazek

Nařízení Komise (ES) č. 1787/2006 ze dne 4. prosince 2006 o změně nařízení Komise (ES) č. 809/2004, 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

Návrh směrnice Evropského Parlamentu a Rady, kterým se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, pokud jde o prováděcí pravomoci svěřené Komisi

Background note to Draft Commission Regulation amending Commission (EC) No. 809/2004 implementing Directive 2007/71/EC as regards supplementary financial information in prospectuses where the issuer has a complete financial history ([www.eu-lex.europa.net](http://www.eu-lex.europa.net))

Vyhláška Ministerstva financí č. 82/2001 Sb., kterou se stanoví minimální náležitosti prospektu a užšího prospektu cenného papíru

Vyhláška Ministerstva financí č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru

Směrnice Rady ze dne 28. března 2001 o přijímání cenných papírů k obchodování na organizovaném trhu a o informačních povinnostech týkajících se cenných papírů

Směrnice Rady ze dne 17. dubna 1989 koordinující požadavky na sestavení, kontrolu a distribuci prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce převoditelných cenných papírů

Luis de Carlos Bertán: Raising Capital in Europe: The Legal Framework Following the EU Prospectus Directive, Hardbound, 2005

Bakeš M. a kolektiv: Finanční právo, 4. aktualizované vydání, C.H.Beck, 2006, 4. vydání

Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: Kurz obchodního práva, Právo cenných papírů, C.H. Beck, Praha, 2005, 4. vydání

Dědič, J., Čech, P.: Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu v obchodním právu změnilo? Praha, 2004

Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník. Komentář, 1. vydání, Polygon, Praha, 2002

Doc. JUDr. Vladimír Týč: Základy práva Evropské unie pro ekonomy, 5. aktualizované vydání, Linde, Praha, 2006

. 809/2004 mation in net)	Prospekt a užití prospekt po 1.7.2005, Stanovisko Komise pro cenné papíry, č. STAN/8/2005 ze dne 20.7.2005, <a href="http://www.cnb.cz">www.cnb.cz</a>
náležitosti	Call for evidence on the Supervisory functioning of the prospectus directive and regulation, 13 November 2006, CESR, <a href="http://www.cesr.eu">www.cesr.eu</a>
prospektu	„Frequently asked questions regarding Prospectuses: common positions agreed by CESR Members“ (Q & A) dated July 18, 2006, <a href="http://www.cesr.eu">www.cesr.eu</a>
dování na rů	„Frequently asked questions regarding Prospectuses: common positions agreed by CESR Members“ (Q & A) updated version February 2007, <a href="http://www.cesr.eu">www.cesr.eu</a>
kontrolu a h cenných	UK M&A: Key legal developments, Alan Montgomery, International Financial Law Review, <a href="http://www.iflr.com">www.iflr.com</a>  About us, <a href="http://www.cesr-eu.org">www.cesr-eu.org</a>
lowing the	The Quoted Companies Alliance Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, 29 January 2007, <a href="http://www.quotedcompaniesalliance.co.uk">www.quotedcompaniesalliance.co.uk</a>
, 2006, 4.	ICMA Response to Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated January 29, 2007, <a href="http://www.icma-group.org">www.icma-group.org</a>
o cenných	2006 report on Supervisory Convergence in the field of Securities Markets, Ref.: 06-259b, June 2006, <a href="http://www.cesr.eu">www.cesr.eu</a>
o se po l.	Dědič, J.: Nad novelou zákona o cenných papírech, Právo a podnikání, 1996, č.7
2 ualizované	Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Vlastimil Pihera, In: Právní rádce 2006, č. 1  Pelikánová, I., Dědič, J., Čech, P.: Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba, In: Právní zpravodaj, 1/2004



Dědič, J., Čech, P.: Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadující jejich rychlou novelizaci, In: Právní rozhledy, 6/2004.

Čech P.: Nová směrnice o prospektu, In: Právní rozhledy, 3/2004

Deutsches Aktieninstitut Response to CESR's Call for Evidence – Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.bdi.de](http://www.bdi.de)

BDI Response to CESR's Call for Evidence – Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, dated 29 January 2007, [www.dai.de](http://www.dai.de)

International Primary Market Association, Response to HM Treasury Consultation of October 2004 on Implementation of the Prospectus Directive, [www.ipmagroup.com](http://www.ipmagroup.com)

UK: update on application of Prospectus Directive and new Listing Rules, October 2005, Martin Scott at Norton Rose, [www.nortonrose.com](http://www.nortonrose.com)

Implementation of the Prospectus Directive across Europe, January 2006, Norton Rose, [www.nortonrose.com](http://www.nortonrose.com)

IPMA Response to CP 04/16 – The Listing Review and Implementation of the Prospectus Directive, Part 2 – Comments on proposed rules and guidance, [www.ipmagroup.com](http://www.ipmagroup.com)

Prováděcí nařízení o evropském prospektu účinné již od července, říjen 2005, Jan Turek, [www.epravo.cz](http://www.epravo.cz)

Amendments to the Prospectus and Listing Rules, Financial Services Authority, October 2006, [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

Není prospekt jako prospekt, Petr Jansa, září 2005, [www.epravo.cz](http://www.epravo.cz)

- ida vad How the Prospectus Directive will affect issuers, Freshfields Bruckhaus Deringer, November 2004, [www.freshfields.com](http://www.freshfields.com)
- The EU Prospectus Directive, Owsborne Clarke, October 2005, [www.osborneclarke.com](http://www.osborneclarke.com)
- on the Prehľad zmien uskutočnených v rokoch 2006/2007 v prospech emitentov, Burza anuary cenných papírů v Bratislavě, [www.bcpb.sk](http://www.bcpb.sk)
- ning of CESR vydal konečné doporučení k obsahu a formě prospektu, Aktuality, [www.ipravnik.cz](http://www.ipravnik.cz), Nakladatelství C.H.Beck
- tion of Prospectus Directive, Petra Hollá, Luboš Frolkovic, International Financial Law Review, m October 2006, [www.iflr.com](http://www.iflr.com)
- October Financial statements in prospectuses ~ „equivalence“ of national GAAP with IAS/IFRS, John Russel, Sidley Austin Brown & Wood, [www.sidley.com](http://www.sidley.com)
- Rose, Lamfalussyho metoda použita i pro bankovníctví ze dne 20. ledna 2005, [www.euroactiv.cz](http://www.euroactiv.cz)
- of the EU Prospectus Directive, May 17, 2005, John Russel, at Sidley Austin Brown & Wood, dance, [www.sidley.com](http://www.sidley.com)
- Turek, European Prospectuses: Step forward? In: Forum European Parliamentary Financial Services
- hority, Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Vlastimil Pihera, In: Právní rádce 2006, 14/1
- Prospectus Directive, Determination of home Member State for third country issuers with traded securities, In: FSA Listing Rules Review, [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

The new prospectus regime and public offer exemptions, Jo Weston at Simmons & Simmons, July 2005, [www.elexica.com](http://www.elexica.com)

UK M & A: Key legal developments, Alan Montgomery, The 2006 Guide to Mergers and Acquisitions, International Financial Law Review, [www.iflr.com](http://www.iflr.com)

Freedom of Movement, Robert Darwin, [www.faegre.com](http://www.faegre.com)

Does the European Union need a securities and exchange commission?, Pierre-Marie Boury, In: Capital Market Law Journal, 2006, Vol. 1, No.2

Obligations of issuers with full listings – US/EEA comparative review, Jim Bartos, Esther Jeapes, Petr King, In: Capital Markets Law Journal, Vol. 1, No. 1

The pan-European capital market-is the Prospectus Directive a success or failure? Tim Morris, Julia Machin, In: Capital Market Law Journal, 2006, Vol. 1, No. 2

The implementation of the EU Prospectus Directive – a country by-country analysis, In: Capital Market Law Journal, 2006, Vol. 1, No.1

Financial Services: Action Plan to integrate EU financial markets enters home straight, November 2003, [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)

Practical issues arising from the implementation of the Prospectus Directive – what are the equity markets worrying about? Stephen Revell and Edward Cole, In: Capital Market Law Journal, 2006, Vol. 1, No.1

EPFSF Briefing: Investment Funds and Asset Management, Financial Industry Committee, In: European Parliamentary Financial Services Forum, October 2006, [www.epfsf.org](http://www.epfsf.org)

Současný stav a dosavadní vývoj kapitálového trhu v ČR, František Jakub, [www.kapital.cz](http://www.kapital.cz)

Prospectus Directive – Choice of Home Member State Working Group, Financial Markets Law Committee, September 2004, [www.fmlc.org](http://www.fmlc.org)

Finanční sektor Evropské unie, José Botella, Tiskové oddělení ELS-ED v Evropském parlamentu, [www.epp-ed.org](http://www.epp-ed.org)

Comments of the European Securitisation Forum regarding certain aspects of implementation of the prospectus directive, In: European Securitisation Forum, [www.europeansecuritisation.com](http://www.europeansecuritisation.com)

The Prospectus Act 2005, Nicolas Steichen, [www.allenoverly.com](http://www.allenoverly.com)

The European Union Prospectus Directive, Shearman & Sterling LLP, [www.shearman.com](http://www.shearman.com)

The benefits of an integrated European Capital Market, Charlie McCreevy, In: Erfaringer og utfordringer Kredittilsynet 1986-2006, Kapittel 4

What Are Equity Securities under the Prospectus Directive, Jeans Pohl, In: Förvaltningsrättslig Tidskrift, Vol. 2, 2006

Posuny v komunitární úpravě kapitálových trhů, Ing. Petr Čech, [www.europeum.org](http://www.europeum.org)

The Prospectus Directive, Pierre-Maria Boury, Raj Panasar at the Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, [www.practicallaw.com](http://www.practicallaw.com)

Memorandum the EU Prospectus Directive, Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson LLP, [www.friedfrank.com](http://www.friedfrank.com)

Explanatory memorandum to the Prospectus Regulation 2005, No. 1433, James Templeton at HM Treasury, [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk)

Response to CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive Consultation Paper dated July 2003, International Primary Market Association, [www.ipma.org.uk](http://www.ipma.org.uk)

EU Prospectus and Transparency Obligation Directives, John Russel, Sidley Austin Brown & Wood, [www.sidley.com](http://www.sidley.com)

The Implementation of the EU Prospectus Directive: Slovakia, Peter Viglasky, White & Case, Bratislava, 2005, [www.whitecase.com](http://www.whitecase.com)

Amendment of Prospectus Regulation: Complex Financial Histories, Comparison between draft amendment to Commission Regulation No. 809/2004 and CESR advice, [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu)

Draft Summary Record of the 50th Meeting of the European Securities Committee, February 14, 2007, [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org)

CESR's advice to the European Commission on a possible amendment to Regulation 809/2004 regarding the historical financial information which must be included in a prospectus, October 2005, [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org)

Elektronické prameny:

[www.cesr.eu](http://www.cesr.eu)  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)  
[www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu)  
[www.euroleg.cz](http://www.euroleg.cz)  
[www.lexadin.nl](http://www.lexadin.nl)  
[www.nbs.sk](http://www.nbs.sk)  
[www.vlada.gov.sk](http://www.vlada.gov.sk)  
[www.icma-group.org](http://www.icma-group.org)  
[www.dai.de](http://www.dai.de)  
[www.bdi.de](http://www.bdi.de)  
[www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)  
[www.bafin.de](http://www.bafin.de)  
<http://www.kpwig.gov.pl>  
[www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)