

Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

Jana Tíková

**Nová právní úprava prospektu cenných papírů, její přínos a význam
pro fungování kapitálového trhu**

Diplomová práce

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

Katedra obchodního práva

Datum vypracování práce: 22.12.2008

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracovala samostatně a že jsem vyznačila prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpala způsobem ve vědecké práci obvyklým.

Tímto bych chtěla velice poděkovat JUDr. Petru Čechovi, LL.M. za pomoc a vedení při sestavování této práce.

Obsah

Obsah.....	3
1. Úvod.....	4
2. Vývoj právní úpravy.....	5
3. Prospekt a jeho funkce.....	9
4. Pojetí současné právní úpravy prospektu a role CESRu.....	11
5. Povinnost vyhotovit a uveřejnit prospekt.....	13
5.1 Kdy nevzniká povinnost vyhotovit a uveřejnit prospekt.....	15
6. Obsah prospektu.....	25
6.1. Obecné vymezení obsahu prospektu.....	25
6.2. Zrušení užšího prospektu.....	25
6.3. Dělený prospekt.....	26
6.4. Základní prospekt a konečné podmínky.....	27
6.5. Údaje obsažené v prospektu.....	28
6.5.1 Novely nařízení 809/2004.....	30
6.6. Shrnutí prospektu.....	32
6.7. Formální úprava prospektu.....	33
6.8. Odkazy.....	33
6.9. Neuvedení údajů.....	36
7. Odpovědnost spojená s prospektem a vady prospektu.....	38
7.1 Osoby odpovědné za prospekt.....	38
7.3 Následky vadného prospektu.....	40
7.4 Správní sankce za porušení povinností spojených s prospektem.....	41
8. Schvalování prospektu.....	43
8.1 Příslušné orgány.....	43
8.2 Schvalování prospektu v České republice.....	45
8.3 Schválení prospektů emitentů se sídlem v třetích zemích.....	46
9. Uveřejnění prospektu.....	48
9.1 Způsoby uveřejnění prospektu.....	48
9.2 Inzerce.....	50
10. Platnost prospektu.....	52
11. Dodatky k prospektu.....	54
12. Přeshraniční nabídky a jazykový režim.....	56
12.1 Uznávání prospektů.....	56
12.2 Jazykový režim.....	58
13. Závěr.....	60
14. Seznam literatury.....	63
15. Summary.....	64
16. Seznam klíčových slov.....	65

1. Úvod

Úkolem a cílem této diplomové práce by dle zadání mělo být pojednání o současné právní úpravě prospektu cenného papíru (dále jen „prospekt“), především zhodnocení jejího přínosu a významu pro fungování kapitálových trhů, analýza hlavních změn a novinek s ohledem na širší kontext, tj. hlavně na problematiku veřejných nabídek, kótace a volného pohybu kapitálu, a konečně upozornit na některé vady transpozice směrnice 2003/71/ES do českého práva, případně nevyužití všech možností, které směrnice 2003/71/ES nabízí.

K dosažení těchto cílů bude nutno nejprve analyzovat současnou právní úpravu prospektu a posoudit její transpozici do českého právního řádu, poté stanovit, jaké se udály změny oproti předcházejícímu stavu provedením porovnání obou úprav, a nakonec uvážit vliv této úpravy na fungování kapitálových trhů a případné nedostatky jejího působení v praxi.

Výše uvedený postup se uplatní postupně v jednotlivých stádiích v procesu přípravy prospektu, tzn. chronologicky od okamžiku, kdy se rozhoduje o tom, zda je nutno prospekt vyhotovit, přes stádium jeho přípravy, schválení a zveřejnění až po jeho případné doplnění.

K posouzení vlivu právní úpravy na fungování kapitálových trhů bude použito především dokumentů dostupných na webových stránkách www.europa.eu a www.cesr.cz.

2. Vývoj právní úpravy

V Evropských společenstvích se první snahy o úpravu objevily již koncem šedesátých let dvacátého století a byly podpořeny rozvojem kapitálových trhů a rostoucím zájmem o obchodování s cennými papíry i ze strany neprofesionálních investorů. První právní úpravy¹ se soustřeďovaly především na cenné papíry kótované na burzách a na podmínky jejich přijímání k obchodování.

Již v roce 1968 bylo vydáno Rozhodnutí Komise o zveřejňování informací o cenných papírech a o podmínkách jejich převodů². V roce 1977 pak bylo vydáno doporučení Komise č. 77/534, o pravidlech chování při převodech cenných papírů, následované o dva roky později směrnicí Rady 79/279, o koordinaci podmínek pro přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů. Nicméně tyto právní předpisy ještě o prospektu jako takovém nehovoří, požadují pouze zveřejnění stanovených informací v tisku nebo způsobem v daném členské státu obvyklém.

V průběhu 80. let pak byly doplněny další směrnice, především směrnice Rady č. 80/390/EHS, o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektů cenných papírů, které mají být zveřejněny pro přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů. Informační materiál, jehož zveřejnění směrnice požaduje (listing particulars), musí obsahovat informace požadované přílohami této směrnice a podléhá předběžnému schválení příslušným orgánem členského státu.

Cílem těchto právních předpisů a harmonizace jimi prováděné bylo zajištění stejné ochrany investorů na úrovni Společenství a usnadnění přijímání cenných papírů z jiných členských států ke kótování či usnadnění kótování téhož cenného papíru na více burzách Společenství³.

Směrnice 89/298/EHS, o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce převoditelných cenných papírů, používá termín prospekt (prospectus), a pomocí této směrnice byl rozšířen požadavek vyhotovit a zveřejnit prospekt i na veřejnou nabídku cenných papírů⁴.

Rozdíl v užívaných pojmech byl odrazem skutečnosti, že tyto dokumenty byly vyhotovovány při odlišných příležitostech: u příležitosti veřejné nabídky cenných

¹ Tichý, Arnold, Svoboda, Zemánek: Evropské právo, C.H. Beck, Praha 2003.

² Decision on the provision of information to the public on securities and conditions governing transactions in them: zmiňované v recitálu 3 doporučení Komise č. 77/534.

³ Obsaženo v recitálech 1 a 2 směrnice 2001/34/ES.

⁴ Ačkoli jak sama směrnice připouští ve svém úvodu: „dosud není možné sestavit společnou definici termínu „veřejná nabídka“ a všech jejích prvků“.

papírů (prospectus) a v souvislosti se žádostí o kótování cenných papírů (listing particulars). Rozdíl mezi oběma pojmy byl smazán až směrnicí 2003/71/ES, která používá pouze termín prospekt (prospectus).⁵

Dne 28.5.2001 byla přijata směrnice 2001/34/ES, která zrušila a nahradila směrnice 79/279, 80/390/EHS, 82/121/EHS, 88/627/EHS. Důvod této změny, jak stanoví recital 1 této směrnice, spočíval ve větší přehlednosti a srozumitelnosti v rámci jediného textu. Rozsah úpravy obsažený v této směrnici se (mimo jiné) omezoval pouze na prospekt (tato směrnice však ještě setrvala u označení listing particulars) těch cenných papírů, ohledně nichž se žádá o přijetí k obchodování na regulovaném trhu. Úprava týkající se prospektu cenného papíru v případě veřejné nabídky nadále zůstala ve směrnici 89/298/EHS.

Jedna z posledních změn se udála přijetím směrnice 2003/71/ES ze dne 4.11.2003, v rámci reformy komunitární úpravy kapitálového trhu, která vycházela z doporučení Výboru moudrých a dokumentu „Jednotný evropský pas pro emitenty“ vytvořeného Forem evropských komisí pro cenné papíry, a „Mezinárodních standardů informačních povinností při přeshraničních nabídkách a prvotních kótacích cenných papírů zahraničních emitentů“ vydaného Mezinárodní organizací komisí pro cenné papíry⁶. Tato nová směrnice v sobě koncentrovala veškerou úpravu prospektu a nahradila tak směrnici 89/298 a značnou část ustanovení směrnice 2001/34/ES.

Na základě zmocnění obsaženého ve směrnici 2003/71/ES bylo Komisí jejímu provedení přijato nařízení 809/2004, které bylo do současné doby již dvakrát novelizováno, nejprve se tak stalo nařízením Komise č. 1787/2006 ze 4.10.2006, a poté nařízením Komise č. 211/2007 ze dne 27.2.2007.

V České republice byla úprava prospektu obsažena nejprve v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, který byl později doplněn vyhláškou č. 82/2001 Sb., kterou se stanoví minimální náležitosti prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru.

Vzhledem k plánovanému vstupu do Evropské unie vznikla České republice mimo jiné povinnost harmonizovat právní řád se zákonodárstvím Evropské unie. Ve vztahu k prospektu se jednalo právě o zapracování směrnice 89/298/EHS a směrnice 2001/34/ES do českého právního řádu. Stalo se tak zákonem 256/2004 Sb., o podnikání

⁵ Kotásek, J. Pokorná, J., Raban, P a kol.: Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání, Praha, C. H. Beck, 2005, str. 102.

⁶ Čech, Petr: Nová směrnice ES o prospektu, Právní zpravodaj, březen 2004.

na kapitálovém trhu, jež nabyl účinnosti ke dni vstupu České republiky do Evropské unie, tj. 1.5.2004, a do nějž byla přesunuta úprava prospektu ze zákona o cenných papírech. Vyhláška č. 82/2001 Sb., kterou se stanoví minimální náležitosti prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru, byla nahrazena vyhláškou č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru.

Dne 1.7.2005 došlo k uplynutí lhůty stanovené v článku 29 Směrnice 2003/71/ES k provedení transpozice této směrnice do národního právního řádu a zároveň nabylo účinnosti nařízení 809/2004. Ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu však byla uvedena do souladu se směrnicí až v březnu 2006⁷.

Vzniklou právní nejistotu v období od 1.7.2005 do 7.3.2006, pokud jde o úpravu, podle které se bude v mezidobí postupovat, se pokusila vyřešit Komise pro cenné papíry vydáním stanoviska⁸, ve kterém deklarovala, jakým způsobem bude až do provedení transpozice postupovat, přičemž došla k závěru, že *„Evropská úprava bude do doby harmonizace českého práva se směrnicí aplikovatelná pouze výjimečně, v případech, kdy bude možné dovodit tzv. bezprostřední účinek směrnice“*⁹, neboť netransponovaná směrnice 2003/71/ES může nabýt tzv. přímého účinku pouze za stanovených podmínek (1. uplynutí lhůty k implementaci, 2. jasnost a přesnost, 3. úplnost a právní dokonalost, nevyžadující prováděcí úpravu, 4. bezpodmínečnost, 5. dochází k poskytnutí práva jednotlivci a naopak nedojde k uložení povinnosti), a nařízení 809/2004, navzdory tomu, že je v členských státech bez dalšího přímo aplikovatelné, postrádá *„v českém právu institut, na který by toto nařízení dopadalo – náležitosti prospektu, které stanoví, nejsou náležitostmi ani užšího prospektu, ani prospektu podle úpravy české. Nařízení stanoví obsah dokumentu, který české právo – přes shodné označení blízkého institutu – nezná.“*¹⁰

V závěru stanoviska Komise pro cenné papíry shrnula, že v případě podání žádosti o schválení prospektu se bude postupovat dle zákona č. 256/2004 Sb. spolu s vyhláškou č. 263/2004 Sb., a to i v případě, že se žádá o schválení prospektu podle evropského práva; pokud bude prospekt splňovat požadavky i podle komunitárního práva, vydá o tom Komise pro cenné papíry žadateli potvrzení. Naopak dle evropského

⁷ Stalo se tak novelou zákonem č. 56/2006 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Tato novela nabyla účinnosti dne 8.3.2006.

⁸ Stanovisko č. STAN/8/2005 ze dne 20.7.2005.

⁹ Tamtéž.

¹⁰ Tamtéž.

práva – směrnice 2003/71/ES a nařízení 809/2004 se bude postupovat při veřejné nabídce nebo žádosti o přijetí k obchodování na oficiálním trhu na základě evropského prospektu, tj. prospektu schváleného v zahraničí za podmínek stanovených komunitárním právem.

Od 8.3.2006 se i v České republice plně uplatní směrnice 2003/71/ES transponovaná do zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, a nařízení 809/2004 bez výhrad vyjádřených v předchozích dvou odstavcích.

3. Prospekt a jeho funkce

Prospekt cenného papíru (dále jen „prospekt“) lze obecně definovat jako dokument, který splňuje náležitosti stanovené právními předpisy, a jehož obsahem jsou pak především informace o emitentovi a cenném papíru tímto emitentem emitovaném.

Za dvě hlavní funkce prospektu lze označit¹¹: zajištění ochrany investorů a zajištění efektivnosti trhů.

Ochranu investorů zajišťuje prospekt především tak, že obsahuje údaje o emitentovi a jím emitovaném cenném papíru, který se investorovi nabízí ke koupi, resp. k úpisu.

Jedná se nejčastěji o situace, kdy investor nemá možnost seznámit se s těmito údaji z jiných zdrojů nebo mu okolnosti tuto možnost nepřiměřeně ztěžují.¹²

Prospekt plní svůj úkol prostřednictvím odstranění informační nerovnováhy mezi emitenty, osobami, které hodlají veřejně nabízet cenné papíry a osobami, které žádají o přijetí cenného papíru k obchodování, a investory, čímž zároveň přispívá k naplňování své druhé funkce, neboť dostatečný přísun informací podporuje poptávku po cenném papíru a zvyšuje jeho likviditu. Dostatek informací umožňuje investorovi odpovědně zhodnotit vlastnosti cenného papíru a učinit si relativně objektivní závěr o výhodnosti nabídky.¹³

Informace poskytované investorům by měly být úplné a přesné, protože jakýkoli nedostatek či chybné vyhodnocení informací může mít za následek poruchy ve fungování trhu cenných papírů. Vnější projevem těchto poruch může být deformace procesů tvorby ceny, což případně může vést až k situaci, kdy trh přestane plnit svou funkci.

Stejně důležité je i náležité šíření informací a rovné zacházení se všemi účastníky trhu, především pak pokud jde poskytování a šíření informací a jejich všeobecnou dostupnost.

Tyto zásady náleží k základním principům fungování trhů bez ohledu, zda se jedná o trh cenných papírů nebo jakýkoli jiný.

Přijetím směrnice 2003/71/ES, následované nařízením 809/2004 k jejímu provedení, se ovšem sledovaly i další cíle: kromě ochrany investorů také snížení

¹¹ Obsaženo v recitalu 10 směrnice 2003/71/ES.

¹² Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., komentář k § 34 až 36.

¹³ Kotásek, J. Pokorná, J., Raban, P a kol.: Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání, Praha, C. H. Beck, 2005, str. 101.

nákladů na získávání kapitálu na trzích cenných papírů a podpora rozvoje jednotného trhu cenných papírů.¹⁴

Evropský zákonodárce se tímto dostává do nelehkého postavení, kdy by měl na jedné straně investorům zajistit maximum potřebných informací o cenných papírech a jejich emitentech, na druhé straně však nárůst množství informací, které je emitent povinen zveřejnit, způsobuje zvyšování náročnosti a finanční nákladnosti přípravy a uveřejnění prospektu a ve výsledku působí naopak proti snižování nákladů na získávání kapitálu. Nicméně je nutno podotknout, že v zájmu investorů není ani zahrnout je množstvím informací, bez ohledu na skutečnost, nakolik jsou pro investora skutečně potřebné a užitečné.

Je proto nutné nalézt jakousi rovnováhu, či dá se říci střední cestu, kdy prospekt bude obsahovat dostatek především relevantních informací pro investora a kdy zároveň jeho příprava nebude přílišnou zátěží pro emitenty.

¹⁴ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, str. 2, dostupné z www.cesr.eu.

4. Pojetí současné právní úpravy prospektu a role CESRu

Jak již bylo zmíněno výše, současná právní úprava prospektu je částečně obsažena v komunitárním právu částečně v národních právech členských států, nicméně její těžiště se nepopíratelně nachází v komunitárním právu.

Celá právní úprava je založena na čtyřúrovňovém přístupu¹⁵, přičemž každý z přístupů je charakteristický pro určitou úroveň (level).

Úroveň 1 (level 1) je představována rámcovými zásadami, které jsou obsaženy ve směrnici 2003/71/ES.

Úroveň 2 (level 2) obsahuje prováděcí opatření k naplnění zásad stanovených úrovní 1; tato opatření jsou především technické povahy a nachází se v nařízení 809/2004, vydaném Komisí na základě zmocnění v čl. 5 směrnice 2003/71/ES.

Úroveň 3 (level 3) zahrnuje spolupráci v této oblasti mezi jednotlivými členskými státy i v rámci Evropské unie jako celku; cílem spolupráce je utváření a podpora fungování jednotného trhu cenných papírů. Spolupráce mezi členskými státy, resp. mezi orgány těchto států, které jsou příslušné ke schvalování prospektů (dále jen „příslušné orgány“), je důležitá především ze dvou důvodů: 1) Směrnice 2003/71/ES a nařízení 2004/809 v platném znění musí být interpretovány a aplikovány konvergentně ve všech členských státech Evropské unie. Problematičnost situace spočívá především v tom, že přes veškerou snahu nemohou být překlady směrnice a nařízení do všech oficiálních jazyků členských států naprosto shodné, problémem je často mnohoznačnost slov či rozdíly ve výkladu způsobené odlišnou situací a tradicemi v oblasti právní úpravy cenných papírů. Navzdory tomu jsou všechna znění směrnice a nařízení v oficiálních jazycích členských států považována za autentická. 2) Druhým důvodem pro vzájemnou spolupráci je mechanismus jednotného evropského pasu pro emitenty zavedený články 17 a 18 směrnice 2003/71/ES, platný pro přeshraniční nabídky cenných papírů a přijetí cenných papírů k obchodování ve více členských státech Evropské unie, resp. v jiném než domovském státě.

Důležitou roli pro úroveň 2 a především pak na úrovni 3 hraje Komise evropských regulátorů cenných papírů (CESR – Committee of European Securities Regulators). CESR byl poradním orgánem Evropské komise již ve stádiu přípravy prováděcího předpisu ke směrnici 2003/71/ES, nařízení 809/2004. Dále se CESR

¹⁵ Odst. 6 preambule směrnice 2003/71/ES.

podílel i na přijetí novel tohoto nařízení týkajících se historických finančních informací a účetních standardů třetích zemí, a kromě poradenské činnosti byl i iniciátorem obou novelizací.¹⁶

Na úrovni 3 je pak hlavním úkolem CESRu posílení spolupráce mezi příslušnými orgány členských států a zajištění konsistentní interpretace a aplikace komunitárního zákonodárství týkajícího se prospektu, resp. obecněji cenných papírů. Za tímto účelem vydává CESR dokumenty různé povahy, např. organizační směrnice, výkladová doporučení, obecné standardy, recenze, posudky, apod. Jedním z nejdůležitějších dokumentů CESRu týkajících se úrovně 3 jsou tzv. Otázky a odpovědi týkající se prospektu (CESR's Q&A on prospectus), které jsou výsledkem činnosti pracovních schůzek členů CESRu a mají sloužit jako průvodce pro osoby činné v oblasti kapitálových trhů. Dokument je dostupný na internetové stránce CESRu www.cesr.eu, jeho obsah je tvořen odpověďmi na často kladené otázky týkající se každodenní aplikace komunitární legislativy a je nadále doplňován.¹⁷

Úroveň 4 (level 4) je představována prosazováním pravidel a postupů upravených na úrovních 1 a 2. Čl. 25 směrnice 2003/71/ES ukládá členským státům Evropské unie povinnost zajistit vnitrostátními právními předpisy možnost přijímání správních opatření a ukládání správních sankcí v případech, kdy nebudou dodrženy předpisy přijaté k provedení této směrnice. V České republice byl dohled nad dodržováním těchto právních předpisů svěřen na základě ustanovení § 235 an. zákona 256/2004 Sb. České národní bance (viz kapitola 8).

¹⁶ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, str. 5, dostupné z www.cesr.eu.

¹⁷ Tamtéž, str. 5-6.

5. Povinnost vyhotovit a uveřejnit prospekt

Režim podle směrnice 2003/71/ES se vztahuje jen na cenné papíry, které jsou definované v ustanovení čl. 2 odst. 1 písm. a), tj. převoditelné cenné papíry definované v čl. 4 odst. 18 směrnice 2004/39/ES jako třídy cenných papírů, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu (s výjimkou platebních nástrojů). Směrnice 2004/39/ES dále uvádí pouze příklady takových cenných papírů. Toto vymezení je základem pro národní právní úpravy v jednotlivých členských státech. V České republice byla tato ustanovení transponována v § 3 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb., kde se pro takto definované cenné papíry užívá legislativní zkratky investiční cenné papíry.

Výše uvedená definice převoditelných cenných papírů dle směrnice 2003/71/ES potažmo 2004/39/ES je považována za nedostatečnou vzhledem k tomu, že ponechává prostor k pochybnostem, zda lze v některých případech určitý cenný papír považovat za převoditelný či nikoli. S nejasnostmi ohledně definice pak souvisí i výhrady vůči postupu příslušných orgánů členských států, neboť na jejich interpretaci definice převoditelných cenných papírů závisí, zda budou konkrétní cenný papír charakterizovat jako převoditelný a z tohoto důvodu podřazený režimu směrnice 2003/71/ES.¹⁸

Pro převoditelné cenné papíry dle čl. 2 odst. 1 písm. a) směrnice 2003/71/ES, resp. investiční cenné papíry v souladu s § 3 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb., se pro zjednodušení bude dále v textu užívat pojem „cenné papíry“.

Čl. 3 směrnice 2003/71/ES požaduje vypracování a zveřejnění prospektu zásadně ve dvou případech: jednak u příležitosti veřejné nabídky cenných papírů, a dále v případě přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu.

Definice veřejné nabídky je obsažena v čl. 2 odst. 1 písm. d) směrnice 2003/71/ES. Jedná se o první definici veřejné nabídky v komunitárních předpisech: směrnice 89/298/EHS ponechávala stanovení definice veřejné nabídky národním právním řádům členských států a důsledkem toho bylo, že stejná operace byla v některých státech považována za soukromou investici a v jiných nikoli¹⁹.

Definice veřejné nabídky obsažená ve směrnici 2003/71/ES byla transponována do § 34 zákona č. 256/2004, nicméně definice v českém překladu směrnice, shodující se i s anglickým a německým zněním směrnice, se poněkud odlišuje od znění v zákoně.

¹⁸ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, str. 19-20, dostupné z www.cesr.eu.

¹⁹ Vyjádření Výboru moudrých pro regulaci evropských trhů s cennými papíry; převzato z čl. 6 preambule směrnice 2003/71/ES.

Zákon nepřelal poněkud strojový překlad definice, na druhou stranu se tak na úkor přesnosti ze „sdělení ... v jakékoli podobě a jakýmkoli způsobem“ stalo „jakékoli sdělení“. Přitom nemůže jít o jakékoli sdělení, ale pouze o takové, které splňuje dále uvedené podmínky, tj. obsahuje informace o nabízených cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, atd. A naopak tak zůstala stranou forma sdělení a způsob, jakým je sdělení komunikováno investorům.

Navzdory sjednocení definice veřejné nabídky v rámci komunitárního práva nelze hovořit o plné harmonizaci právní úpravy veřejné nabídky. Komunitární právo ani český právní řád neobsahují žádná další ustanovení upravující veřejnou nabídku či postup při ní. Pouze výkladem ustanovení obchodního zákoníku lze pouze dovozovat, která jeho ustanovení je možné na veřejnou nabídku, jež je svou povahou veřejným návrhem na uzavření smlouvy, aplikovat.²⁰

Přetrvávající rozdíly v právních úpravách veřejné nabídky v jednotlivých členských státech by mohly způsobit překážky i ve fungování jednotného trhu cenných papírů v rámci Evropské unie.²¹

Pokud jde o přijímání cenných papírů k obchodování, současná právní úprava, na rozdíl od směrnice 2001/34/ES, rozšířila povinnost vypracovat a zveřejnit prospekt na všechny případy přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaných trzích, tj. i na trzích jiných než burzovních, a to za předpokladu, tyto splňují podmínky definice obsažené v čl. 4 odst. 14 směrnice 2004/39/ES.

²⁰ Štenglová, I., Dědič, J., Kříž, R., Čech, P.: *Akciové společnosti*, 6. vydání, C. H. Beck, Praha 2007, str. 532-533.

²¹ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, str. 19, dostupné z www.cesr.eu.

5.1 Kdy nevzniká povinnost vyhotovit a uveřejnit prospekt

Před vlastním zahájením prací na prospektu je potřeba stanovit, zda jsou vůbec dány všechny podmínky pro vznik povinnosti vyhotovovat prospekt, neboť směrnice 2003/71/ES obsahuje výčet situací, kdy podle ní nevzniká povinnost vyhotovit a uveřejnit prospekt:

- a) čl. 1 odst. 2 směrnice obsahuje výčet cenných papírů, na které se nepoužijí ustanovení směrnice
- b) čl. 3 odst. 2 směrnice definuje případy, které se nepovažují za veřejnou nabídku a pro které proto neplatí povinnost vypracovat a uveřejnit prospekt
- c) čl. 4 odst. 1 a 2 stanoví další výjimky z povinnosti zveřejnit prospekt, výjimky v odstavci 1 se vztahují k veřejné nabídce cenných papírů, výjimky v odstavci 2 souvisí s případy přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu.

Tyto případy ležící mimo okruh působnosti směrnice nepodléhají komunitárním předpisům a jsou zcela ponechány k úpravě národním právním řádům, přičemž směrnice nevyklučuje, aby právní režim zavedený směrnicí byl rozšířen i na tyto případy (viz poznámka pod čarou č. 24).

Za veřejnou nabídku se tak nepovažují případy, kdy je v důsledku okolností nabídky oslaben veřejný zájem na přísné regulaci, např. tehdy, když jsou cenné papíry nabízeny institucionálním investorům či v souvislosti s podnikáním osob, nebo když vysoká cena cenných papírů vylučuje drobné investory anebo charakter instrumentu zaručuje tak nízkou míru rizika, že ochrana investorů formou uveřejnění prospektu se jeví jako zbytečná.²²

Ad a) Zde se jedná o takové cenné papíry, u nichž nejen že nevzniká povinnost uveřejnit prospekt, i když by jinak všechny podmínky dle směrnice 2003/71/ES byly splněny, ale na které se nevztahují ani žádné další povinnosti uložené touto směrnicí.

Seznam cenných papírů, na které se komunitární úprava nevztahuje, se oproti výčtům ve směrnicích 89/298/EHS a 2001/34/ES rozšířil. Směrnice 89/298/EHS vyjímala v čl. 2 odst. 2 písm. b), c) ze své působnosti podílové listy vydávané subjekty kolektivního investování jiného než uzavřeného typu a cenné papíry emitované státem,

²² Kotásek, J. Pokorná, J., Raban, P a kol.: Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání, Praha, C. H. Beck, 2005, str. 108.

jeho územními samosprávnými celky nebo veřejnoprávními mezinárodními organizacemi, jejichž členem je jeden nebo více členských států; směrnice 2001/34/ES obsahovala ve svém čl. 2 výjimky téměř totožného rozsahu, jejich definitivní vynětí však navíc ještě podmiňovala rozhodnutím členského státu. Tyto výjimky se svým rozsahem více méně kryjí s ustanoveními čl. 1 odst. 2 písm. a) a b) směrnice 2003/71/ES; výjimky dle písm. c) až j) této směrnice jsou oproti předcházejícím úpravám nové.

Zákon č. 256/2004 Sb. ve znění platném do 7.3.2006 (k 8.3.2006 nabyla účinnosti jeho novela provedená zákonem č. 56/2006 Sb.) stanovil výjimky z povinnosti vyhotovit a zveřejnit prospekt pouze v případě veřejné nabídky podílových listů podílového fondu a akcií investičního fondu, a to z důvodu zvláštní úpravy, a dále v případě veřejné nabídky státních dluhopisů a cenných papírů vydávaných Českou národní bankou.

Dále zákon č. 256/2004 Sb. v § 36 odst. 2 písm. b), c) a d) stanovil, že z důvodu, že se nejedná o veřejnou nabídku, nevzniká povinnost vypracovat a uveřejnit prospekt ani v případě nabízení cenných papírů emitovaných členským státem Evropské unie nebo jeho územním samosprávným celkem, centrální bankou členského státu, Evropskou centrální bankou, Evropskou investiční bankou nebo veřejnoprávní mezinárodní organizací, jejímž členem je alespoň jeden členský stát Evropské unie.

Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb. k tomu dále uvedla: „Uveřejnění prospektu se nevztahuje na veřejnou nabídku cenných papírů jednotek kolektivního investování, neboť u těchto cenných papírů je povinně uveřejňován statut, který schvaluje Komise pro cenné papíry a který poskytuje dokonce více informací o nabízeném cenném papíru než užší prospekt. Funkci užšího prospektu pro dluhopisy plní jejich emisní podmínky.“

Pro případy přijímání cenných papírů k obchodování zákon č. 256/2004 Sb. žádné výjimky neobsahoval.

Po transpozici směrnice 2003/71/ES obsahuje zákon č. 256/2004 Sb. výčet cenných papírů, na které se nevztahují jeho ustanovení o prospektu, na dvou místech, jednak je to v § 34, který se týká veřejné nabídky, a jednak v § 57, kde je upraveno přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu.

Výčet cenných papírů obsažený v § 34 odst. 3 zákona č. 256/2004 Sb. se téměř shoduje s výčtem dle čl. 1 odst. 2 směrnice 2003/71/ES, s následujícími dvěma odlišnostmi:

1) na rozdíl od směrnice zákon č. 256/2004 Sb. nezahrnul mezi cenné papíry, na které se jeho ustanovení o veřejné nabídce a o prospektu nevztahují, podílové listy vydané subjekty kolektivního investování jinými než uzavřeného typu. Důvodová zpráva k tomuto vynechání nic neuvádí. Zákon č. 256/2004 Sb. nicméně vynětí cenných papírů kolektivního investování provedl pomocí definic pojmů: povinnost vypracovat a uveřejnit prospekt v případech veřejné nabídky nebo pro účely přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu se vždy vztahuje (pouze) na investiční cenné papíry²³. Z definic obsažených v ustanovení § 3 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb. plyne, že cenné papíry kolektivního investování jsou sice považovány za investiční nástroje, ale nepatří už mezi investiční cenné papíry.

2) v § 34 odst. 3 písm. g) je částka představující hodnotu protiplnění snížena na 200 000 EUR na rozdíl od směrnice, která stanoví částku 2 500 000 EUR. Tato změna je vysvětlena v důvodové zprávě k novele jako úmyslné rozšíření tohoto právního režimu nad rámec směrnice²⁴.

V případě dluhopisů dochází k situaci, kdy (za určitých okolností) musí být vypracováno a uveřejněno více informačních dokumentů: dle § 3 odst. 2 zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, v platném znění, může emitent vydat dluhopisy, pokud Česká národní banka schválí emisní podmínky dluhopisu, a zároveň při splnění podmínek stanovených zákonem č. 256/2004 Sb. musí být vypracován a uveřejněn prospekt cenného papíru. Přitom jak emisní podmínky, tak i prospekt obsahují z valné části shodné informace, oboje zároveň podléhají schválení Českou národní bankou.

Zákon o dluhopisech se pokouší řešit zbytečnou dualitu ve zveřejňování informací v § 7 odst. 3, kde stanoví, že prospekt dluhopisu a emisní podmínky dluhopisu mohou tvořit jeden dokument a mohou být schvalovány společně. Za určitých podmínek však může nastat situace, kdy by např. emitent, jehož domovským státem by byl jiný členský stát, vydával dluhopisy v České republice. V tomto případě by emisní podmínky dluhopisů schvalovala Česká národní banka, řízení o schválení prospektu by však proběhlo u příslušného orgánu domovského členského státu emitenta.²⁵

²³ § 35 odst. 1 zákona 256/2004 Sb.: „Veřejně nabízet investiční cenné papíry může jen osoba, která nejpozději na počátku veřejné nabídky uveřejní prospekt...“.

§ 57 odst. 1 téhož zákona: „Organizátor regulovaného trhu může přijmout investiční cenné papíry k obchodování na regulovaném trhu, jestliže byl uveřejněn prospekt těchto investičních cenných papírů...“.

²⁴ Důvodová zpráva k zákonu č. 56/2006 Sb.: „Úprava stanoví jako limit pro povinnost vypracovat a uveřejnit prospekt cenného papíru hranici 200 000 EUR, tím je úprava rozšířena i na emise od 200 000 EUR do 2 500 000 EUR, jejichž úpravu ponechává směrnice národním právním řádům. Směrnice však nevyklučuje použití tohoto právního režimu.“

²⁵ Štenglová, I., Dědič, J., Kříž, R., Čech, P.: *Akciové společnosti*, 6. vydání, C. H. Beck, Praha 2007, str. 161.

Otázkou zůstává, zda není požadavek sestavovat a uveřejňovat najednou dva informační dokumenty zbytečný a nedůvodně zatěžující. Jestliže nařízení 809/2004 obsahuje zvlášť pro dluhopisy upravené seznamy informací, které musí obsahovat registrační dokumenty pro dluhopisy a popisy dluhových cenných papírů (doklady o cenných papírech), a tyto seznamy informací byly sestaveny s tím, že dokumenty připravené na jejich základě by měly obsahovat veškeré pro investory potřebné informace, lze pak ještě nalézt takové informace, které by bylo nutno uveřejnit zároveň v emisních podmínkách dluhopisu a které by tímto odůvodňovaly nutnost jejich existence?

Jiná situace ovšem nastává v případě takové emise dluhopisů, kdy povinnost vypracovat a uveřejnit prospekt nevznikne a kdy emisní podmínky dluhopisu jsou jediným informačním dokumentem, který mají investoři k dispozici.

Ad b) Zde se jedná o takové nabídky cenných papírů, při nichž nevzniká povinnost uveřejnit prospekt. Podle toho, že zákon v této souvislosti hovoří pouze o nabídkách a nikoli veřejných nabídkách, lze usuzovat, že se na tyto nabídky nevztahují ani další povinnosti, které směrnice 2003/71/ES jinak ukládá u příležitosti veřejných nabídek.

Směrnice 89/298/EHS obsahovala výčet druhů nabídek, na které se úprava o prospektu nevztahovala, ve svém čl. 2 odst. 1.

Oproti směrnici 89/298/EHS, směrnice 2003/71/ES především upřesnila definice nabídek, na které se právní úprava prospektu nevztahuje:

- místo „nabízení osobám v rámci jejich podnikání, povolání nebo zaměstnání“ používá platná právní úprava ve směrnici 2003/71/ES v čl. 3 odst. 2 písm. a) definici „nabídka kvalifikovaným investorům“, přičemž určení, kdy se jedná o kvalifikovaného investora je detailně stanoveno v čl. 2 písm. e) směrnice 2003/71/ES;
- zatímco se směrnice 89/298/EHS nevztahovala na nabídky určené omezenému počtu osob, směrnice 2003/71/ES v čl. 3 odst. 2 písm. b) tento počet upřesnila na méně než sto 100 fyzických nebo právnických osob v jednom členském státě, kvalifikované investory v to nepočítaje;
- směrnice 2003/71/ES v čl. 3 odst. 2 písm. c) a d) uvedla místo částky 40 000 ECU (čl. 2 odst. 1 písm. c) a d) směrnice 89/298/EHS) sumu 50 000 EUR, a zároveň

zpřesnila, že v případě nabývání cenných papírů je nutno vycházet z částky pro každou jednotlivou nabídku zvlášť;

- novinkou je ustanovení čl. 3 odst. 2 písm. e) směrnice 2003/71/ES.

Před novelou transponující směrnicí 2003/71/ES obsahoval zákon č. 256/2004 Sb. obdobná ustanovení jako směrnice 89/298/EHS, nicméně již s některými upřesněními v souladu s tou dobou připravovanou směrnicí 2003/71/ES²⁶.

V platném znění obsahuje zákon č. 256/2004 Sb. v § 35 odst. 2 ustanovení odpovídající ustanovením směrnice 2003/71/ES v čl. 3 odst. 2 písm. a) až d). Ustanovení písm. e) směrnice zákon neobsahuje z důvodu nadbytečnosti: dle čl. 1 směrnice 2003/71/ES se směrnice nevztahuje na cenné papíry zahrnuté v nabídce s celkovou hodnotou protiplnění nižší než 2 500 000 EUR, přičemž tento limit se vypočítává za období 12 měsíců; čl. 3 odst. 2 písm. e) směrnice 2003/71/ES stanoví, že povinnost zveřejnit prospekt se nevztahuje na nabídku cenných papírů s celkovou hodnotou protiplnění nižší než 100 000 EUR, přičemž tento limit se vypočítává za období 12 měsíců.

Jak již bylo řečeno výše, záležitosti, které nespádají do působnosti směrnice (tj. v tomto případě nabídky cenných papírů s celkovou hodnotou protiplnění nižší než 2 500 000 EUR dle definice uvedené ve směrnice 2003/71/ES) jsou ponechány k úpravě národním právním řádům, které mohou i pro tyto nabídky určit režim podle směrnice 2003/71/ES (viz též poznámka pod čarou č. 19), limitem je na druhé straně právě ustanovení čl. 3 odst. 2 písm. e) směrnice 2003/71/ES, které zakazuje národním právním řádům ukládat povinnost zveřejnit prospekt za uvedených podmínek²⁷.

Ve svém závěru se čl. 3 odst. 2 směrnice 2003/71/ES ještě zabývá otázkou, jak se má postupovat v případě pozdějšího dalšího prodeje cenných papírů, které již předtím byly předmětem některé z nabídek, na něž se nevztahuje povinnost zveřejnit prospekt, přičemž stanoví: „... pro účely rozhodování o tom, zda je tento další prodej veřejnou nabídkou cenných papírů, se použije definice uvedená v čl. 2 odst. 1 písm. d) (směrnice)“. Odvolává se tedy pouze na obecnou definici veřejné nabídky, ale nikoli už na nabídky dle čl. 3 odst. 2 písm. a) až e). Toto ustanovení by se dalo vykládat i tak, že pakliže cenné papíry již předtím předmětem některé z nabídek byly, při dalších prodejkách se již osvobození od povinnosti uveřejnit prospekt neuplatní, i kdyby pro to byly splněny všechny podmínky. Svůj význam by mohl sehrát i fakt, že směrnice ani

²⁶ Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., komentář k § 34 až 36.

²⁷ Pihera, Vlastimil: Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Právní rádce, 1/2006.

neoznačuje nabídky dle čl. 3 odst. 2 za „veřejné“. Jednoznačěji v tomto smyslu vyznívá transpozice tohoto ustanovení v § 35 odst. 4 zákona č. 256/2004 Sb., který otázku vzniku povinnosti uveřejnit prospekt podmiňuje celým svým zněním, tj. včetně znění § 35 odst. 2, do něhož byla transponována ustanovení čl. 3 odst. 2 směrnice 2003/71/ES.

Ad c) V těchto případech sice směrnice 2003/71/ES neukládá povinnost uveřejnit prospekt, nicméně se dovozuje, že ostatní povinnosti se na tyto případy vztahují. Příkladem mohou být povinnosti související s úpravou propagačních sdělení, které by uvedenými výjimkami neměly být dotčeny.²⁸

Výjimky z povinnosti zveřejnit prospekt jsou upraveny v čl. 4 směrnice 2003/71/ES, odst. 1 se zabývá výjimkami v případech veřejných nabídek cenných papírů, odst. 2 pojednává o výjimkách v případech přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaných trzích.

Obdobné výjimky týkající se veřejné nabídky cenných papírů, jaké obsahuje čl. 4 odst. 1 směrnice 2003/71/ES, obsahovala i směrnice 89/298/EHS v čl. 2 odst. 2 písm. d) až h). Oproti dříve platnému stavu však směrnice 2003/71/ES (s výjimkou ustanovení dle písm. a)) zpřísňuje podmínky: dle písm. b) a c) nevzniká povinnost uveřejnit prospekt pouze v případě, že je k dispozici dokument obsahující údaje, které příslušný orgán považuje za rovnocenné údajům v prospektu; dle písm. d) a e) není nutno uveřejnit prospekt, jestliže je k dispozici dokument obsahující údaje o počtu a povaze cenných papírů a důvody a podrobnosti nabídky.

Pokud jde o výjimky v případech, kdy se žádá o přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, právní úprava obsažená v čl. 23 směrnice 2001/34/ES se od té v čl. 4 odst. 2 směrnice 2003/71/ES liší v mnoha směrech.

Nejmarkantnějším rozdílem je fakt, že zatímco směrnice 2003/71/ES stanoví výjimky kategoricky a tudíž členské státy nemají možnost tyto výjimky z povinnosti zveřejnit prospekt nijak upravovat či omezovat, směrnice 2001/34/ES dávala členským státům možnost zmocnit své orgány příslušné ke kontrole prospektů, aby emitenty zčásti nebo zcela osvobodily od povinnosti zveřejnit prospekt, i když pouze za podmínek předem stanovených směrnicí. Záleželo nicméně pouze na členských státech, zda této možnosti využijí.

²⁸ Pihera, Vlastimil: Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Právní rádce, 1/2006.

Záměrem ustanovení čl. 23 směrnice 2001/34/ES bylo též osvobodit emitenty od povinnosti zveřejňovat prospekt v případech, kdy případní investoři měli možnost získat potřebné informace z jiných dostupných zdrojů, ať už například proto, že emitent plnil pravidelné informační povinnosti vyplývající z kótace týž cenných papírů na (jiné) burze cenných papírů nebo proto, že byl k dispozici jiný dokument obsahující údaje obdobné údajům v prospektu.

Čl. 23 směrnice 2001/34/ES nicméně připouštěl osvobození pouze pro emitenty cenných papírů, nikoli pro jiné osoby. Čl. 4 směrnice 2003/71/ES žádné takové omezení neobsahuje – osvobození od povinnosti zveřejnit prospekt se uplatní bez ohledu, zda se v dané situaci jedná o emitenta konkrétního cenného papíru nebo o osobu jinou, což možná souvisí též s faktem, že cenný papír, resp. investiční nástroj může být přijat k obchodování na regulovaném trhu i bez souhlasu emitenta²⁹.

Zákon č. 256/2004 Sb. ve znění platném před transpozicí směrnice 2003/71/ES nevyžadoval prospekt u příležitosti veřejné nabídky cenných papírů v obdobných případech jako směrnice 89/298/EHS a kromě toho ještě u nabídek cenných papírů činěných v souvislosti se všemi přeměnami společnosti (tedy nejen u příležitosti fúze) a nabídek cenných papírů výměnou za vyměnitelné dluhopisy nebo na základě výkonu práva k prioritním dluhopisům, pokud byl uveřejněn prospekt nebo užší prospekt těchto vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů.

Na ustanovení o výjimkách pro případ přijímání cenných papírů k obchodování na oficiálním trhu byl zákon č. 256/2004 Sb. před implementací směrnice 2003/71/ES poměrně chudý, když omezoval povinnost uveřejnit prospekt pouze v § 44 odst. 4 o případy, kdy se k obchodování na oficiálním trhu přijímal cenný papír, který byl již přijatý k obchodování na oficiálním trhu jiného regulátora.

Pokud jde o překlad směrnice 2003/71/ES do českého jazyka, jeví se problematickým používání termínu akcie stejné třídy (shares of the same class), který se do směrnice dostal doslovným překladem anglického znění. Nicméně tento překlad není příliš šťastný vzhledem k tomu, že český právní řád tento pojem nezná. V tomto případě by bylo vhodnější při překladu vycházet z německého znění, které užívá termín akcie stejného druhu (Aktien derselben Gattung). Termín akcie stejného druhu

²⁹ Dle par. 56 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb. stanoví: „Investiční nástroj může být přijat k obchodování na regulovaném trhu bez souhlasu emitenta. Investiční cenný papír může být přijat k obchodování na regulovaném trhu bez souhlasu emitenta, pouze pokud je již kótovaný.“

Plnění informačních povinností v takovýchto případech je pak v souladu s ustanovením par. 56 odst. 7 zákona č. 256/2004 Sb. povinností osoby, která požádala o přijetí k obchodování bez souhlasu emitenta.

je dále použit i v ustanoveních zákona č. 256/2004 Sb., do nichž byla směrnice 2003/71/ES transponována, tj. v § 35 odst. 3 a v § 57 odst. 2.

Dalšími problematickými místy jsou znění čl. 4 odst. 1 písm. e) a odst. 2 písm. f) směrnice 2003/71/ES, která se ve svém českém znění odlišují od znění v jiných jazycích. Dle českého znění je podmínkou osvobození od povinnosti zveřejnit prospekt fakt, že se jedná o akcie zaměstnavatele, jehož akcie již byly přijaty k obchodování na oficiálním trhu, nebo o akcie přidruženého podniku, jeli k dispozici dokument obsahující údaje o počtu a povaze cenných papírů a důvody a podrobnosti nabídky (není však již stanovena podmínka, že se musí jednat o akcie kótované). Přitom není jasné, zda poslední podmínka (o tom, zda je k dispozici dokument obsahující údaje atd.) se vztahuje i na akcie zaměstnavatele. Naopak z anglického a německého znění těchto ustanovení směrnice 2003/71/ES zcela jasně plyne, že pro naplnění podmínek osvobození se musí jak v případě zaměstnavatele tak v případě přidruženého podniku jednat o cenné papíry stejného druhu, jako cenné papíry, které již byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a zároveň je k dispozici dokument, který obsahuje informace o počtu a povaze cenných papírů a důvody a podrobnosti nabídky. Anglické a německé znění těchto ustanovení navíc mluví o cenných papírech a nikoli pouze o akciích, jak je tomu v případě českého znění směrnice.

V souvislosti s nabízením cenných papírů zaměstnancům je diskutován problém související s kotací akcií zaměstnavatele na regulovaném trhu. Právní úpravě bývá vytýkáno, že znevýhodňuje zaměstnavatele z třetích zemí, kteří většinou nemají své akcie kótované na regulovaných trzích v některém z členských států, či zaměstnavatele, jejichž akcie jsou obchodovány na neregulovaných trzích. Taci zaměstnavatelé jsou povinni vyhotovit a uveřejnit prospekt, jestliže chtějí své akcie nabízet zaměstnancům, což má za následek nárůst nákladů. Jako řešení se navrhuje, aby se výjimka dle čl. 4 odst. 1 písm. e) směrnice 2003/71/ES vztahovala i na akcie kótované na hlavních mezinárodních burzách mimo Evropskou unii, kde sice platí pravidla odlišná od pravidel zavedených směrnicí 2003/71/ES, nicméně standardy a úroveň ochrany investorů je zde na srovnatelné úrovni.³⁰

V současném znění § 35 odst. 3 a § 57 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb. jsou transponována ustanovení čl. 4 odst. 1 a 2 směrnice 2003/71/ES, s výjimkou

³⁰ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, str. 23, dostupné z www.cesr.eu.

ustanovení čl. 4 odst. 2 písmen c) a d), která se týkají přijetí k obchodování cenných papírů nabízených v souvislosti s převzetím pomocí výměnné nabídky a s fúzí. Tato posledně uvedená ustanovení nebyla do českého právního řádu zřejmě vůbec transponována. Možným důvodem, proč byla obdobná ustanovení týkající se veřejné nabídky transponována, a ustanovení související s přijetím cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu ne, by mohl mít co do činění s faktem, že v první řadě i ustanovení čl. 4 odst. 2 směrnice 203/71/ES mluví o nabízených cenných papírech, tzn. o cenných papírech, které jsou nejprve předmětem veřejné nabídky, a teprve následně se ohledně nich žádá o přijetí k obchodování. V takovém případě by musel příslušný orgán nejprve u příležitosti veřejné nabídky rozhodnout o tom, zda je k dispozici dokument obsahující údaje rovnocenné údajům v prospektu. Tentýž dokument by pak mohl nahradit prospekt i při následné žádosti o kótaci.

Zákon č. 256/2004 Sb. neřeší, o jaké dokumenty by se mohlo jednat, které by svým obsahem byly rovnocenné údajům v prospektu. Například zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, sice požaduje vyhotovit informační dokumenty obecně nazvané projekt přeměny a zprávu o přeměně, tyto dokumenty však nemusí obsahovat veškeré údaje, které by musel obsahovat prospekt. Pokud by byly další údaje do těchto dokumentů doplněny nad rámec jejich primární funkce, nelze vyloučit, že by to bylo právě na úkor této funkce.

S podmínkami veřejné nabídky cenných papírů a výjimkami z povinnosti uveřejnit prospekt souvisí též další problém diskutovaný ve zprávě CESRu, který se týká způsobu, jakým jsou obvykle emitovány dluhopisy: celou emisi dluhopisů od emitenta odkoupí jedna nebo menší počet bank (lead managers), které tyto dluhopisy převádí na další banky (sub-distributors), a případně poté se dluhopisy mohou dostat ke konečnému kupci. Dle pravidel o výjimkách z povinnosti uveřejnit prospekt při veřejných nabídkách se minimálně při prvním prodeji uskutečněném mezi emitentem a bankou/bankami naplní podmínky pro osvobození z důvodu, že nabídka je určena pouze kvalifikovaným investorům. Nelze však očekávat, že se přípravy prospektu zhostí banky, spíše by došlo k omezení převodů dluhopisů takovým způsobem, aby i nadále zůstaly splněny podmínky pro osvobození od povinnosti uveřejnit prospekt a některé kategorie investorů by tímto způsobem mohly být z obchodování s těmito cennými papíry vyloučeny. Řešením by nebylo ani (dobrovolné) vyhotovení a uveřejnění prospektu emitentem dluhopisů, vzhledem k měnícím se podmínkám jednotlivých veřejných nabídek v celém procesu obchodování s dluhopisy, které

emitent nemůže předem znát. Diskutabilní by byla i případná odpovědnost emitenta za takový prospekt.³¹

³¹ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, str. 20-21, dostupné z www.cesr.eu.

6. Obsah prospektu

6.1. Obecné vymezení obsahu prospektu

Základem pro obsah prospektu je čl. 5 směrnice 2003/71/ES, který stanoví, že prospekt obsahuje: „...všechny údaje, které jsou ... nutné k tomu, aby investoři mohli podloženě zhodnotit majetek a závazky, finanční situaci, zisky a ztráty a finanční vyhlídky emitenta a kteréhokoli ručitele a práva spojená s danými cennými papíry.“

Obdobný obecný výčet obsahových náležitostí prospektu obsahovala i směrnice 2001/34/ES. Směrnice 89/298/EHS, pokud jde o stanovení obsahu prospektu, odkazovala buď na národní zákonodárství jednotlivých členských států nebo na směrnici 80/390/EHS a po jejím zrušení na směrnici 2001/34/ES v souladu s čl. 111 odst. 2 posledně citované směrnice.

Nejinak tomu bylo s vymezením obsahu prospektu v českém právním řádu, především v zákoně č. 256/2004 Sb. Jednotlivé drobnější změny ve formulaci obsahových náležitostí prospektu bylo vedeno především snahou o zpřesnění této definice.

6.2. Zrušení užšího prospektu

Jednou z nastálých změn s novou právní úpravou prospektu je zrušení užšího prospektu. Prospekt u příležitosti veřejné nabídky se již neliší od prospektu připravovaného u příležitosti žádosti o přijetí cenných papírů ke kotování na regulovaném trhu.

Jedním ze specifíků užšího prospektu bylo oprávnění Komise pro cenné papíry, resp. České národní banky povolit zúžení užšího prospektu o informace, ke kterým neměl nabízející, který nebyl emitentem, přístup, v souladu se zněním § 35 odst. 7 písm. d) zákona č. 256/2004 ve znění platném před transpozicí směrnice 2003/71/ES. Tato možnost byla novou právní úpravou zrušena „v souladu s úvahou, že kdo není schopen poskytnout o cenném papíru dostatečné informace, nemá jej nabízet veřejnosti“³².

³² Pihera, V.: Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Právní rádce, 1/2006.

6.3. Dělený prospekt

Novinkou oproti dřívějšímu je možnost vyhotovit prospekt též jako soubor tří samostatných dokumentů, tzv. koncepce děleného prospektu³³, která tvoří alternativu k možnosti sestavit prospekt jako jednotný dokument. Osoba vyhotovující prospekt si nově může vybrat, zda prospekt vyhotoví jako jednotný dokument, nebo jako soubor dokumentů.

Mezi jednotlivými právními předpisy však nepanuje shoda ohledně toho, jak jednotlivé dokumenty děleného prospektu označovat. Čl. 5 odst. 4 směrnice 2003/71/ES označuje dokumenty tvořící dělený prospekt následovně: registrační formulář, popis cenných papírů, a souhrn. Nařízení 809/2004 používá místo registračního formuláře termín registrační dokument. Zákon č. 256/2004 Sb. označuje části děleného prospektu takto: registrační dokument, doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu.

Výhodou děleného prospektu je možnost zjednodušit proces přípravy a uveřejnění prospektu v případech, kdy vzniká povinnost vyhotovit a uveřejnit více prospektů, bez ohledu, zda současně či postupně. Např. čl. 3 odst. 1 směrnice 2003/71/ES vyžaduje (samostatný) prospekt pro každou veřejnou nabídku. V souladu s ustanovením čl. 12 směrnice 2003/71/ES lze tento proces zjednodušit tak, že emitent nejprve vyhotoví a nechá si schválit registrační dokument, k němuž později doplňuje doklady o cenných papírech a shrnutí prospektu aktuální po jednotlivé nabídky cenných papírů.³⁴

Platnost registračního dokumentu je však omezena nejdéle na dobu 12 měsíců od svého uveřejnění. Poté musí emitent vyhotovit a uveřejnit nový registrační dokument. Této výhody plynoucí z děleného prospektu tak využijí pouze emitenti, jimž vzniká povinnost vyhotovit a uveřejnit prospekt vícekrát v horizontu jednoho roku.

V souvislosti s registračním dokumentem je diskutován též způsob, jakým lze tento dokument aktualizovat. Čl. 12 směrnice 2003/71/ES předpokládá, že údaje v registračním dokumentu jsou aktualizovány prostřednictvím dokladu o cenných papírech v případě, že je tento dokument vyhotoven a schvalován později než registrační dokument. V návaznosti na to se objevuje názor, že registrační dokument

³³ Čech, P.: Nová směrnice o prospektu, Právní zpravodaj, březen 2004.

³⁴ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, str. 16, dostupné z www.cesr.eu.

sám o sobě nelze aktualizovat pomocí dodatku v souladu s čl. 16 směrnice. Přístupy jednotlivých příslušných orgánů členských států nejsou v tomto ohledu jednotné.³⁵

6.4. Základní prospekt a konečné podmínky

Další novinkou je zvláštní typ prospektu, nazývaný základní prospekt, a upravený v § 36a zákona č. 256/2004 Sb. v souladu s čl. 5 odst. 4 směrnice 2003/71/ES. Tento typ prospektu může být vyhotoven pouze v zákonem stanovených případech a jeho specifickým je fakt, že nemusí obsahovat konečné podmínky, resp. nemusí je obsahovat v okamžiku schvalování základního prospektu, nicméně zákon i směrnice požadují uveřejnění těchto konečných podmínek pokud možno před započítáním veřejné nabídky.

Zákon č. 256/2004 Sb. ani směrnice 2003/71/ES nestanoví, jaké informace se považují za konečné podmínky. Zřejmě by se však nemělo jednat o údaje, které musí být součástí prospektu (či případného dodatku prospektu) a které jako takové podléhají jako součást prospektu (nebo jeho dodatku) schválení příslušným orgánem členského státu. Podle § 36a odst. 3 zákona č. 256/2004 Sb. v návaznosti na čl. 5 odst. 4 směrnice 2003/71/ES totiž konečné podmínky nepodléhají schvalování příslušným orgánem členského státu, pouze mu musí být sděleny.³⁶ V případě informací, které podléhají schválení příslušným orgánem by se nejednalo o uveřejnění konečných podmínek, ale o dodatek prospektu v souladu s § 36j zákona č. 256/2004 Sb. v souladu s čl. 16 směrnice 2003/71/ES.

Dle zprávy CESRu³⁷ činí v praxi problém stanovení hranice mezi základním prospektem a konečnými podmínkami nabídky. Z toho vyplývají i odlišné přístupy jednotlivých příslušných orgánů členských států, jejichž důsledkem může být i nepříznivý vliv na přeshraniční nabídky cenných papírů, když například podle názoru příslušného orgánu domovského státu splňují konečné podmínky veškeré náležitosti vyžadované právními předpisy, zatímco podle názoru příslušného orgánu hostitelského státu se nejedná o konečné podmínky, ale o součást prospektu, která měla být

³⁵ Tamtéž, str. 25-26.

³⁶ K tomu též vyjádření CESRu: „Article 5.4 of the PD (Prospectus Directive) does not require prior approval of the final terms. Instead, they shall be filed with the CA (Competent Authority).“ – obsaženo v: CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, str. 27, dostupné z: www.cesr.eu .

³⁷ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, str. 26, dostupné z: www.cesr.eu .

příslušným orgánem domovského státu schválena jako dodatek prospektu, což se však nestalo.

Z podmínek, které jsou rozhodné pro vyhotovení základního prospektu, plyne, že tento prospekt se použije zásadně u příležitostí veřejných nabídek: vždy se jedná o cenné papíry emitované průběžně či opakovaně, případně v rámci nabídkového programu, který je definován v § 34 odst. 1 písm. c) zákona č. 256/2004 Sb. jako plán na průběžné nebo opakované emitování dluhových cenných papírů. Zákon č. 256/2004 Sb. tento plán už dále neupravuje.

Příkladem plánu na průběžné emitování je například dluhopisový program dle § 13 zákona č. 190/2004 Sb., jenž je zde definován jako společné emisní podmínky pro více emisí dluhopisů. Stejně jako emisní podmínky spolu s prospektem tak i dluhopisový program může být spolu se základním prospektem schvalován Českou národní bankou jako jediný dokument.³⁸

6.5. Údaje obsažené v prospektu

Konkretizace údajů, které mají být obsaženy v prospektu, resp. v jednotlivých částech děleného registračním formuláři/dokumentu a popisu cenného papíru, stanoví na základě zmocnění obsaženého ve směrnici 2003/71/ES nařízení Komise (ES) č. 809/2004.

V souladu s čl. 3 nařízení 809/2004 se prospekt vyhotovuje pomocí programů a modulů, případně jejich kombinace. Volba konkrétních programů a modulů je závislá na povaze daného emitenta, druhu emitovaného cenného papíru a případně i na dalších okolnostech. Výčet informací v rámci jednotlivých programů a modulů jsou vypočteny v přílohách I – XVII nařízení 809/2004.

Směrnice 2001/34/ES obsahovala na rozdíl od nařízení 809/2004 pouze tři programy, a to program pro akcie, program pro dluhové cenné papíry a program pro certifikáty zastupující akcie. Zvýšení počtu programů v nařízení 809/2004 bylo způsobeno několika faktory, především bylo nutno přizpůsobit programy tak, aby nově odpovídaly dělenému prospektu a tudíž se oddělily programy pro registrační dokument a programy pro popis cenných papírů. Dalším důvodem pro zvýšení počtu programů

³⁸ Pihera, V.: Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Právní rádce, 1/2006.

bylo soustředění právní úpravy jak pro případy, kdy se žádá o přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, tak na případy veřejných nabídek, jelikož programy pro prospekty veřejných nabídek nebyly do té doby upraveny komunitárním právem, směrnice 89/298/EHS neupravovala žádné programy zvláště určené pro prospekty u příležitosti veřejných nabídek, pokud se jednalo o veřejnou nabídku cenných papírů, pro které byl vyhotoven a schválen prospekt z důvodu žádosti o přijetí k obchodování na regulovaném trhu, směrnice 89/298/EHS na tento prospekt (resp. na právní předpis, v souladu s nímž byl tento prospekt vyhotoven) odkazovala – ve svých člancích 7, 8 a 12. Pokud byly cenné papíry pouze předmětem veřejné nabídky, byla konkretizace programů pro vyhotovení prospektu ponechána k úpravě národním právním řádům. V České republice tak byly obsahové náležitosti prospektů upraveny vyhláškou č. 263/2004 Sb. o minimálních náležitostech cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru, které předcházela vyhláška č. 82/2001 Sb.

Rozsah informací, které mají být povinně obsaženy v prospektu, je pevně stanoven ustanoveními příloh I – XVII nařízení 809/2004. Čl. 5 ve vztahu k prospektu a čl. 22 ve vztahu k základnímu prospektu zakazují příslušným orgánům členských států vyžadovat, aby prospekt obsahoval údaje, které v přílohách I – XVII nařízení 809/2004 nejsou zahrnuty. Výjimku umožňuje pouze čl. 4a nařízení 809/2004 (viz kapitola 9.5.1) a čl. 23 nařízení 809/2004, který upravuje postup příslušných orgánů členských států v případech, kdy emitent cenného papíru spadá do některé kategorie specializovaných emitentů vyjmenovaných v příloze XIX nařízení 809/2004, nebo se jedná o nový druh cenného papíru či takový cenný papír, který není totožný ani srovnatelný s různými druhy cenných papírů uvedenými v tabulce kombinací v příloze XVIII nařízení 809/2004.

Emitent, předkladatel nabídky nebo osoby, které žádají o přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu, jsou dle recitálu 5 preambule nařízení 809/2004 také oprávněni zařadit do prospektu nebo základního prospektu doplňující údaje jdoucí nad rámec položek údajů stanovených v programech a modulech dle příloh I – XVII nařízení 809/2004. Důvodem je opět především umožnění těmto osobám dostát povinnosti uložené článkem 5 odst. 1 směrnice 2003/71/ES, právní předpisy však nebrání uvedení dodatečných údajů případně i z jiných důvodů. Recitál 5 preambule nařízení 809/2004 požaduje, aby veškeré uvedené doplňující údaje byly vhodné pro daný druh cenného papíru nebo povahu příslušného emitenta. Toto ustanovení však není právně závazné.

6.5.1 Novely nařízení 809/2004

Nařízení 809/2004 bylo dosud dvakrát novelizováno, poprvé se tak stalo nařízením komise č. 1787/2006 ze dne 4.12.2006, které nabylo účinnosti 8.12.2006, a podruhé nařízením komise č. 211/2007 ze dne 27.2.2007, které nabylo účinnosti 1.3.2007.

První novela nařízením č. 1787/2006 souvisela s přechodnými ustanoveními obsaženými v čl. 35 nařízení 809/2004 a nařízením 1606/2002 ze dne 19.7.2002 o uplatňování mezinárodních účetních standardů, které požadovalo, aby emitenti, na něž se vztahují právní předpisy členského státu a jejichž cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu kteréhokoli členského státu, pro každé účetní období počínající dnem 1. 1. 2005 nebo později sestavovali své konsolidované účetní závěrky v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS – International Financial Reporting Standards)³⁹. Čl. 35 nařízení 809/2004 pak ve vztahu k výše uvedenému řešil povinnost uvést do souladu s IFRS i historické finanční údaje, které se na základě požadavků stanovených přílohami nařízení 809/2004 měly stát součástí údajů obsažených v prospektu a které u emitentů ze třetích zemí musí být vypracovány v souladu s mezinárodními účetními standardy přijatými podle čl. 3 nařízení 1606/2002 nebo v souladu s vnitrostátními účetními standardy třetí země rovnocennými těmto standardům⁴⁰.

V původním znění čl. 35 odst. 5 bylo mimo jiné stanoveno, že emitenti z třetích států mají počínaje dnem 1.1.2007 povinnost předkládat přepracované finanční údaje; do té doby se povinnost přepracovat finanční údaje na tyto emitenty nevztahovala, jestliže byly splněny podmínky stanovené v čl. 35 odst. 3 a 4.

Příčinou novelizace byla skutečnost, že IFRS byly mnohými zeměmi přijaty do jejich vnitrostátních účetních standardů nebo proces začleňování IFRS do vnitrostátních účetních standardů ještě probíhá, a dále že všeobecně uznávané účetní zásady (GAAP – Generally Accepted Accounting Principles) Kanady, Japonska a Spojených států jsou téměř rovnocenné IFRS, s výhradou určitých úprav. Zároveň regulátoři účetních standardů Japonska, Kanady a USA projeví snahu o další snížení rozdílů mezi IFRS a

³⁹ Recital 1 nařízení 1787/2006.

⁴⁰ Povinnost emitentů z třetích států vypracovat historické finanční údaje v souladu s IFRS nebo v souladu s vnitrostátními účetními standardy třetí země rovnocennými IFRS je obsažena v příloze I bodu 20.1, příloze IV bodu 13.1, příloze VII bodu 8.2, příloze X bodu 20.1 a příloze XI bodu 11.1 nařízení 809/2004.

GAAP jednotlivých těchto států. Vzhledem k tomuto úsilí regulátorů účetních standardů došla Komise k závěru, že je vhodné prodloužit přechodné období podle čl. 35 nařízení 809/2004 ještě o dva roky.⁴¹

S účinností až do 31.12.2008 tedy emitenti z třetích zemí mohou buď nevyužít přechodných ustanovení čl. 35 nařízení 809/2004 a předložit své historické finanční údaje vypracované v souladu s IFRS nebo s vnitrostátními účetními standardy rovnocennými IFRS⁴², nebo využít výjimky, jestliže splní podmínky dle novelizovaného znění čl. 35 odst. 5A nařízení.

Druhá novela nařízení 809/2004 provedená nařízením 211/2007 se týká Programu pro registrační dokument akcií. Za čl. 4 nařízení 809/2004 byl vložen čl. 4a, který upravuje obsah registračního dokumentu akcií v případě, že:

- a) emitent má složitou finanční minulost: v těchto případech nelze celou emitentovu finanční minulost obsáhnout historickými finančními údaji vztahujícími se pouze k tomuto emitentovi. Aby byla splněna podmínka obsažená v čl. 5 směrnice 2003/71/ES, tj. aby investoři mohli pochopit finanční situaci emitenta, je potřeba historické finanční údaje emitenta doplnit i o finanční údaje sestavené jiným subjektem. Tyto situace nastávají např. v případě, kdy emitent uskutečnil významnou akvizici, která se neodráží v jeho účetní závěrce, kdy emitent je nově vytvořená holdingová společnost, kdy se emitent skládá ze společností, které byly společně řízeny nebo měly společného vlastníka, ale nikdy netvořily právní skupinu, nebo kdy emitent byl vytvořen jako samostatný právní subjekt po rozdělení existujícího podniku.⁴³
- b) emitent má významný finanční závazek, který se k datu schválení prospektu ještě neuskutečnil, ale po svém dokončení vyvolá

⁴¹ Recitály 1-10 odůvodnění nařízení 1787/2006.

⁴² O tom, které vnitrostátní účetní standardy jsou rovnocenné IFRS, rozhoduje Komise na základě nařízení č. 1569/2007, kterým se zavádí mechanismus pro určení rovnocennosti účetních standardů používaných emitenty cenných papírů ze třetích zemí v souladu se směrnicemi Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES a 2004/109/ES.

⁴³ Recital 1-5 odůvodnění nařízení 211/2007.

významnou hrubou změnu v emitentových aktivech, pasivech a výnosech.⁴⁴

Jelikož může nastat nepřehledné množství situací v souvislosti s výše uvedenými situacemi, nelze je všechny předem právně upravit a proto novelou vložený čl. 4a umožňuje výjimku ze zásady zakazující příslušným orgánům členských států požadovat, aby v prospektu byly zařazeny i jiné údaje, než které vyžadují jednotlivé přílohy nařízení 809/2004. Příslušný orgán je naopak povinen stanovit případ od případu, jaké údaje, a zda vůbec nějaké, je emitent povinen doplnit do registračního dokumentu. Přitom by se mělo vycházet ze zásady proporcionality a co možná nejmenšího zatížení emitenta, také by mělo být bráno v úvahu, zda má emitent vůbec k takovým údajům přístup.⁴⁵

6.6. Shrnutí prospektu

Obsah shrnutí prospektu (souhrnu), třetí části děleného prospektu či součástí prospektu ve formě jednotného dokumentu, vyplývá z ustanovení čl. 5 odst. 2 směrnice 2003/71/ES a § 36 odst. 4 zákona č. 256/2004 Sb.

Úkolem shrnutí prospektu je krátce a srozumitelnou formou shrnout obsah prospektu tak, aby i méně poučený investor mohl získat základní přehled o podstatě nabízeného cenného papíru a o rizicích s ním spojených.⁴⁶

Rozsah shrnutí není závazně stanoven, jak napsal JUDr. Petr Čech, LL.M.: „Evropská komise původně navrhovala omezit rozsah shrnutí limitem 2 500 slov, omezení však z textu návrhu vypadlo. Zmiňuje je jen bod 21 preambule, který sice netvoří normativní součást obsahu směrnice, přesto je nutné k němu přihlížet při interpretaci jako k určitému vodítku.“⁴⁷

Dle zprávy CESRu⁴⁸ však příslušné orgány některých členských států při provádění kontroly a schvalování prospektů vyžadují dodržování tohoto limitu. Dle vyjádření CESRu v návaznosti na výše uvedené je tento postup nepřijatelný. Vzhledem

⁴⁴ Recital 7 tamtéž.

⁴⁵ Recital 2-12 odůvodnění nařízení 211/2007.

⁴⁶ Pihera, V.: Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Právní rádce, 1/2006.

⁴⁷ Čech, P.: Nová směrnice ES o prospektu, Právní zpravodaj, březen 2004.

⁴⁸ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, str. 24, dostupné z: www.cesr.eu.

k tomu, že čl. 5 odst. 2 směrnice 2003/71/ES závazně ukládá, že shrnutí prospektu musí obsahovat všechny podstatné informace, které jsou obsažené v prospektu, a zároveň čl. 24 nařízení 809/2004 stanoví, že emitent, předkladatel nabídky nebo osoba, která žádá o přijetí k obchodování na regulovaném trhu, samostatně určí podrobný obsah souhrnu, a dále § 36 odst. 4 písm. d) zákona č. 256/2004 Sb. v souladu s čl. 5 odst. 2 písm. d) směrnice 2003/71/ES činí osobu, která shrnutí prospektu vyhotovila, odpovědnou za obsah shrnutí. Omezení rozsahu shrnutí prospektu by takovou osobu mohlo vystavit riziku vzniku odpovědnosti.

6.7. Formální úprava prospektu

Dřívější právní úprava taktéž neobsahovala tak striktní požadavky, pokud jde o pořadí údajů uvedených v prospektu. V člancích 25 a 26 nařízení 809/2004 jsou uvedena podrobná pravidla pro úpravu prospektu, jeho dodatků, základního prospektu a konečných podmínek. Pro případ, že osoba vyhotovující prospekt nedodržovala pořadí údajů v souladu s pořadím v jednotlivých programech a modulech, je povinna příslušnému orgánu poskytnout i seznam křížových odkazů pro účely kontroly prospektu.

6.8. Odkazy

Další novinkou je možnost začlenit do prospektu (nikoli však do shrnutí prospektu) údaje ve formě odkazu, jestliže jsou zároveň splněny podmínky dle čl. 11 směrnice 2003/71/ES a na základě zmocnění, obsaženého v odst. 3 téhož článku směrnice, též podmínky podle čl. 28 nařízení 809/2004. Toto ustanovení bylo transponováno do § 36 odst. 3 zákona č. 256/2004 Sb.

Odkázat lze pouze na dokumenty, které schválil příslušný orgán domovského členského státu nebo které byly u něj uloženy.

S tím souvisí též další novinka dle současné právní úpravy a to dokument sestavovaný a zveřejňovaný v souladu s čl. 10 směrnice 2003/71/ES resp. v souladu s § 120 odst. 6 zákona č. 256/2004 Sb. Pro zjednodušení bude tento dokument dále v textu označován jako „Dokument“. V souladu s čl. 11 směrnice 2003/71/ES a § 36 odst. 3 zákona č. 256/2004 Sb. lze na Dokument v textu prospektu odkázat za podmínky, že byl zveřejněn a uložen u příslušného orgánu členského státu. Tento Dokument zároveň

obsahuje všechny údaje, které emitent uveřejnil za předcházejících 12 měsíců, anebo odkazuje na údaje specifikované ad a), ale již je sám o sobě neobsahuje.

Může pak nastat situace, kdy prospekt odkazuje na výše uvedený Dokument uveřejněný a uložený u příslušného orgánu členského státu v souladu s čl. 11 směrnice 2003/71/ES a § 36 odst. 3 zákona č. 256/2004 Sb., který však cílovou informaci obsahovat nebude, ale naopak bude obsahovat další odkaz na jiný dokument, který tentokrát již nebude ani schválen ani uložen u příslušného orgánu členského státu? Tato situace není řešena ani v čl. 28 nařízení 809/2004, který obsahuje prováděcí opatření týkající se začleňování údajů ve formě odkazu na základě zmocnění v čl. 11 odst. 3 směrnice 2003/71/ES.⁴⁹ Snad jen výkladem ustanovení čl. 28 odst. 5 nařízení 809/2004 by se dalo dovodit, že odkaz z prospektu na Dokument, který by obsahoval odkaz na další dokument, by mohlo ohrozit ochranu investora, jestliže by ztěžovalo jeho přístup k informacím.

Dalším problematickým bodem v souvislosti s Dokumentem by mohlo být jazykové zpracování. Tento Dokument bude zřejmě sestaven v jazyce, který přijímá příslušný orgán členského státu, u něhož má být uložen. Další údaje, na které by Dokument mohl odkazovat, ovšem již podléhají jazykovému režimu v souladu s právním řádem státu, v němž byly tyto údaje zveřejněny, přičemž ani směrnice 2003/71/ES ani zákon č. 256/2004 Sb. neukládají povinnost, aby údaje začleněné odkazem do Dokumentu byly uvedeny do souladu s jazykovým režimem nastaveným podle čl. 19 směrnice 2003/71/ES, resp. § 36g zákona č. 256/2004 Sb. Naproti tomu ustanovení čl. 28 odst. 2 nařízení 809/2004 výslovně stanoví jako jednu z podmínek, aby dokument mohl být začleněn do prospektu ve formě odkazu, zpracování údajů podle jazykových požadavků stanovených v čl. 19 směrnice 2003/71/ES a potažmo i v § 36g zákona č. 256/2004 Sb. Tato podmínka by tudíž u textu začleněného do Dokumentů pomocí odkazu nemusela být splněna.

Jak již bylo výše řečeno, formou odkazu lze do prospektu začlenit texty dokumentů, které byly schváleny příslušným orgánem, nebo u něho uloženy. I v druhém případě se zřejmě předpokládá, že příslušný orgán určitým způsobem kontroluje i obsah dokumentů ukládaných. Nabízí se další otázka, a to do jaké míry kontrolují příslušné orgány členských států údaje začleňované ve formě odkazu do Dokumentů.

⁴⁹ Článek 28 tohoto nařízení ani výslovně neuvádí dokument dle čl. 10 směrnice 2003/71/ES a § 120 odst. 6 zákona č. 256/2004 Sb. ve výčtu dokumentů, jejichž obsah lze začlenit ve formě odkazu do prospektu; tento výčet nicméně není taxativní.

Vzhledem k výše uvedenému je pravděpodobné, že by začlenění údajů do prospektu ve formě odkazu na konkrétní část Dokumentu odkazující na nějaký další dokument, který již nebyl schválen příslušným orgánem ani u něho nebyl uložen, je nepřijatelné.

S Dokumentem souvisí ještě jedna diskutovaná otázka. Podle některých názorů je pro emitenty jejich povinnost každoročně sestavovat a zasílat příslušnému orgánu Dokument zbytečně zatěžující. Mimo jiné i vzhledem k množství informací, které jsou emitenti kótovaných cenných papírů v průběhu roku povinni poskytnout či uveřejnit. A přitom Dokument neznámá ani větší přínos pro investory, neboť pro ty jsou většinou důležitější aktuální informace a nikoli historické.⁵⁰ Na druhou stranu lze namítat, že nejde o informace zase až o tak moc staré, vzhledem k tomu, že Dokument je vyhotovován nejméně jednou ročně. Investor s jeho pomocí může posuzovat například i informační disciplínu emitenta.⁵¹ Zda se používání Dokumentu osvědčí v praxi, ukáže až čas.

⁵⁰ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, str. 29-30, dostupné z: www.cesr.eu.

⁵¹ Čech, P.: Další vlna novelizací práva společností a cenných papírů, Právní zpravodaj, 3/2006.

6.9. Neuvedení údajů

Neuvedení údajů je nadpis osmého článku směrnice 2003/71ES, který v sobě zahrnuje vlastně tři případy, kdy prospekt nemusí obsahovat veškeré údaje vyžadované příslušnými přílohami nařízení 809/2004.

- Prvním případem je situace, kdy v okamžiku schvalování prospektu není známa konečná cena a počet cenných papírů, které jsou předmětem nabídky. Jak vyplývá z podstaty věci, tato situace může nastat pouze v případě veřejné nabídky cenných papírů. Toto ustanovení je transponováno do § 36d zákona č. 256/2004 Sb.
- Druhým případem je vynechání údajů jiných než konečné ceny a počtu cenných papírů, ovšem za předpokladu, že jsou splněny podmínky uvedené čl. 8 odst. 2 písm. a) až c) směrnice 2003/71/ES, pokud toto vynechání údajů povolí příslušný orgán členského státu. Zákon č. 256/2004 Sb. tento případ upravuje v § 36e a místo pojmu neuvedení údajů používá název zúžení prospektu.
- Třetím případem neuvedení údajů upraveným v čl. 8 odst. 3 směrnice 2003/71/ES jsou situace, kdy informace, které mají být v souladu s konkrétními přílohami nařízení 809/2004 uveřejněny v prospektu nejsou přiměřené oblasti činnosti či právní formě emitenta nebo nejsou přiměřené cenným papírům anebo tyto informace v daném případě vůbec neexistují. Tento případ není v zákoně č. 256/2004 Sb. řešen, krátké ustanovení je však obsaženo v čl. 23 odst. 4 nařízení 809/2004.

Právní úprava z doby před přijetím směrnice 2003/71/ES neupravovala ani první ani třetí případ, druhý případ byl naopak řešen jak ve směrnici 89/298/EHS tak ve směrnici 2001/34/ES, dá se říci téměř shodně se současnou právní úpravou, až na několik odlišností. Pro údaje malého významu dříve platilo, že jejich neuvedení nesmí ovlivnit hodnocení majetku a závazku, finanční situace, hospodářského výsledku a finančních vyhlídek emitenta. Nyní mohou příslušné orgány povolit neuvedení nepodstatných údajů, pokud tím nedojde k ovlivnění hodnocení finanční situace a vyhlídek jak emitenta, tak i předkladatele nabídky či ručitele. Stejně tak neuvedení údajů, jejichž uveřejnění by emitenta vážně poškodilo, je podle současné právní úpravy možné pouze za předpokladu, že veřejnost tím nebude uvedena v omyl ohledně

skutečností a okolností, jejichž znalost je podstatná k hodnocení strany emitenta, předkladatele nabídky nebo ručitele. Předchozí právní úprava pro tento případ zakazovala uvedení veřejnosti v omyl ohledně skutečností a okolností, jejichž znalost je podstatná k hodnocení daných cenných papírů.

Výše uvedená ustanovení směrnic 89/298/EHS a 2001/34/ES vztahujících se k druhému případu vynechání údajů byla z komunitárního práva převzata i do úpravy užšího prospektu v § 35 odst. 7 a prospektu v § 51 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., ve znění platném do 7.3.2006, ovšem s odlišností v ustanovení § 51 odst. 5 písm. a), které zdůrazňovalo nejen posouzení situace emitenta, ale i posouzení cenného papíru.

Oproti té minulé tak aktuální právní úprava zpřísňuje a zpřesňuje podmínky, za kterých může příslušný úřad neuvést údaje povolit.

Kromě výše uvedeného obsahovala směrnice 89/298/EHS v čl. 13 odst. 2 ještě další ustanovení, které umožňovalo příslušným orgánům členských států povolit vypuštění údajů z prospektu, jestliže původcem nabídky nebyl emitent ani osoba jednající na jeho účet. Obdobné ustanovení vztahující se k užšímu prospektu bylo použito i v § 35 odst. 7 písm. d) zákona č. 256/2004 Sb. ve znění platném před transpozicí směrnice 2003/71/ES. Tato výjimka nebyla do současné právní úpravy převzata. K tomu viz také kapitola 6.2.

7. Odpovědnost spojená s prospektem a vady prospektu

7.1 Osoby odpovědné za prospekt

Směrnice 2003/71/ES v čl. 6 požaduje, aby odpovědnost za údaje uvedené v prospektu nesly alespoň osoby zde vyjmenované, přičemž ponechává členským státům prostor, aby ve svých národních právních úpravách tuto odpovědnost rozšířily na další osoby dle vlastního uvážení. Minimálně by měly nést odpovědnost za údaje uvedené v prospektu tyto osoby:

- a) emitent nebo jeho správní, řídicí či dozorové orgány,
- b) předkladatel nabídky,
- c) osoba, která žádá o přijetí k obchodování na regulovaném trhu, nebo
- d) ručitel

Česká republika možnost rozšířit tuto odpovědnost nevyužila. Dokonce v souladu s § 36b zákona č. 256/2004 Sb. v návaznosti na § 36 odst. 5 téhož je za údaje obsažené v prospektu odpovědný pouze emitent, nikoli už jeho orgány. Ručitel nese odpovědnost pouze v případě, že se za správnost údajů zaručil.

Zvlášť od odpovědnosti za údaje obsažené v prospektu je upravena odpovědnost za správnost údajů uvedených ve shrnutí prospektu. Oddělení odpovědnosti za údaje obsažené ve shrnutí prospektu od odpovědnosti za celý prospekt je praktické zejména v případech, kdy určitá osoba vyhotovuje pouze shrnutí a nikoli celý prospekt, například v situaci dle čl. 4 odst. 2 písm. h) směrnice 2003/71/ES, resp. § 57 odst. 2 písm. g) zákona č. 256/2004 Sb., kdy se žádá o přijetí k obchodování cenného papíru, který byl již přijat k obchodování na regulovaném trhu některého z členských států, na jiném regulovaném trhu a platí zde osvobození od povinnosti zveřejnit (celý) prospekt.

Směrnice 89/298/EHS a 2001/34/ES před přijetím směrnice 2003/71/ES obsahovaly v souvislosti s odpovědností za obsah prospektu pouze strohá ustanovení o tom, že odpovědné osoby musí být v prospektu identifikovány a dále musí prospekt obsahovat jejich prohlášení, že údaje obsažené v prospektu jsou úplné a nic nebylo zamlčeno, co by mohlo ovlivnit vypovídací hodnotu prospektu. Kromě toho směrnice 2001/34/ES v tehdejší podobě ještě v čl. 20 odst. 2 požadovala, aby členské státy zajistily, aby osoby odpovědné za prospekt měly povinnost sestavit prospekt tak, aby obsahoval všechny nezbytné údaje, jak stanovil odst. 1 téhož článku. Určení, kdo má být odpovědným za prospekt bylo ponecháno zákonodárství národních právních řádů.

Zákon č. 256/2004 Sb. ve znění platném do 7.3.2006 nepožadoval uvádět v souvislosti s užším prospektem žádné osoby, které by odpovídaly za jeho obsah. Pokud jde o prospekt, zákon č. 256/2004 Sb. v § 50 odst. 2 rozděloval odpovědnost mezi osobu uvedenou v prospektu, která měla odpovídat za jeho správné vyhotovení, a mezi emitenta, který měl odpovídat za správnost údajů uvedených v prospektu.

7.2 Rozhodnutí Evropského soudního dvora

V této souvislosti byla v řízení vedeném před řeckým soudem podána předběžná otázka k Evropskému soudnímu dvoru ohledně toho, zda mohou být správní sankce za nepřesnosti v prospektu ukládány i osobám, které v prospektu nejsou uvedené jako osoby odpovědné za prospekt.⁵²

Evropský soudní dvůr dospěl k názoru, že: *„článek 21 směrnice 2001/34 musí být vykládán v tom smyslu, že nebrání tomu, aby vnitrostátní zákonodárce stanovil, v případech, kdy se informace uvedené v prospektu cenného papíru zveřejněném za účelem přijetí cenných papírů ke kotování na Burze cenných papírů ukáží jako nepřesné nebo zavádějící, správní sankce ukládané nejen osobám výslovně uvedeným v tomto prospektu jako osoby odpovědné za tento prospekt, ale rovněž emitentovi uvedených cenných papírů, a bez rozlišení členům představenstva tohoto emitenta, bez ohledu na to, zda byli tito členové představenstva označeni jako odpovědné osoby“.*

Evropský soudní dvůr argumentoval tím, že cílem směrnice 2001/34/EHS bylo mimo jiné zaručit dostatečnou informovanost investorů za účelem zvýšení jejich ochrany a posílení jejich důvěry vůči trhům cenných papírů, aniž by vnitrostátní právní předpisy nezbytně byly předmětem úplné harmonizace. Vnitrostátní zákonodárce může tedy zavést odpovědnostní režim i na další kategorie osob i v případě, že tyto kategorie osob nejsou výslovně uvedeny v prospektu.

V odstavcích 50 a 51 rozsudku soud dále uvedl: *„s ohledem na cíl směrnice 2001/34/EHS spočívající v zaručení dostatečné informovanosti investorů, nelze identifikaci osob odpovědných za informace v prospektu, které jsou nezbytné pro*

⁵² Jednalo se o řízení sp. zn. C-430/05. Předběžná otázka zněla: Je vnitrostátní zákonodárce ve světle (...) článku 21 směrnice (2001/34) oprávněn stanovit pro případ, že se informace uvedené v prospektu cenného papíru ukáží jako nepřesné nebo zavádějící, správní sankce nejen osobám uvedeným v takovém prospektu jako odpovědné osoby, nýbrž rovněž emitentovi cenných papírů, které jsou přijímány ke kotování na Burze, a bez rozlišení členům jeho představenstva bez ohledu na to, zda byli označeni jako odpovědné osoby ve výše uvedeném smyslu?“

investory, jak je stanovena v čl. 21 ve spojení s programy A a B přílohy I této směrnice, považovat za vyčerpávající v tom smyslu, že odpovědnost za přesnost informací obsažených v prospektu by mohly mít pouze fyzické nebo právnické osoby v něm uvedené bez ohledu na hospodářskou a organizační realitu emise“. „Nelze totiž vyloučit, že prospekt (...) neuvede totožnost některých fyzických nebo právnických osob odpovědných za řízení emitenta nebo způsobilých předložit a zhodnotit údaje týkající se majetku a závazků, finanční situace, hospodářského výsledku a finančních vyhlídek tohoto emitenta, jakož i určit práva spojená s uvedenými cennými papíry.

Znění těchto dvou odstavců rozsudku by mohlo ovlivnit i výklad směrnice 2003/71/ES vzhledem k tomu, že jak směrnice 2001/34/EHS tak i 2003/71/ES sledují shodný cíl spočívající v zajištění dostatečné informovanosti investorů, a zároveň směrnice 2003/71/ES stanoví pouze minimální okruh osob, které by měly nést odpovědnost za údaje zveřejňované v prospektu a jejichž seznam může být na základě vnitrostátní právních předpisů rozšířen, jak již bylo řečeno výše. Je otázkou, nakolik se této argumentace v rozhodnutí soudu dá použít v případě českého právního řádu, který se přidržel minimálního okruhu odpovědných osob dle směrnice 2003/71/ES a jejich seznam nijak nerozšířil.

7.3 Právní následky vadného prospektu

Prospekt má vady tehdy, jestliže údaje v něm obsažené nejsou v souladu s § 36 zákona č. 256/2004 Sb., tj. neobsahuje všechny požadované údaje anebo obsahuje klamné či chybné.

Vzhledem k tomu, že se jedná o odpovědnostní vztahy při uzavírání úplatných smluv týkajících se cenných papírů v souladu s § 261 odst. 3 písm. c) obchodního zákoníku, v platném znění, mají tyto vztahy obchodněprávní povahu a budou se řídit úpravou v obchodním zákoníku a subsidiárně občanským zákoníkem.

Odhalení nesprávnosti v prospektu může být důvodem pro odstoupení od smlouvy uzavřené s nabízejícím i k požadování náhrady škody, neboť právě prospekt cenného papíru obsahuje valnou část informací, na základě kterých se investor rozhoduje o koupi či upsání konkrétního cenného papíru. Náhradu škody může investor požadovat po osobách odpovědných za prospekt a její výše se bude odvíjet od rozdílu

mezi cenou, za kterou byl cenný papír pořízen, a cenou za kterou po odhalení nesprávnosti v prospektu prodán.

Jestliže prospekt obsahuje chybné údaje, může se investor odvolávat na faktické vady cenných papírů, jež na základě takového prospektu koupil či upsal. Pokud jsou údaje v prospektu klamavé a investor na jejich základě dospěl k závěru, že cenné papíry mají takové vlastnosti, které ve skutečnosti nemají, může se dovolávat ustanovení o omylu v § 49 občanského zákoníku.

Tyto nároky mohou uplatnit jak osoby, které koupily cenné papíry od nabízejícího, tak osoby, které cenné papíry nabyly na regulovaném trhu cenných papírů, jestliže prokáží, že tak učinily na základě údajů obsažených v prospektu.

7.4 Správní sankce za porušení povinností spojených s prospektem

Směrnice 2003/71/ES v čl. 6 odst. 2 dále členským státům ukládá povinnost zajistit, aby odpovědnost za údaje v prospektu a ve shrnutí prospektu podléhala úpravě v právních a správních předpisech národního právního řádu. Takto výslovně ukládá komunitární právo tuto povinnost poprvé, směrnice 89/298/EHS ani 2001/34/ES, ve znění platném do nabytí účinnosti směrnice 2003/71/ES a změn zavedených touto směrnicí, obdobné ustanovení neobsahovaly. Členské státy byly nicméně i v této době povinny docílit dodržování pravidel přijatých na základě těchto směrnic.

V českém zákonodárství je úprava správního trestání za porušení zákona v souvislosti s prospektem obsažena v § 164 – další správní delikty (právnických osob a podnikajících fyzických osob), odst. f) až h), a § 166 – přestupky (fyzických osob), odst. f) až h), zákona č. 256/2004 Sb.

Výše uvedená ustanovení obsahují tři možná porušení předpisů týkajících se prospektu:

- veřejné nabízení cenných papírů, aniž by byl vyhotoven a zveřejněn prospekt,
- uveřejnění prospektu v rozporu s předpisy nebo uveřejnění prospektu, který nesplňuje všechny požadavky právních předpisů,
- porušení povinností souvisejících s propagačními sděleními týkajícími se prospektu.

Obdobně formulované podstaty správních deliktů a přestupků v souvislosti s prospektem cenného papíru obsahoval zákon č. 256/2004 Sb. již před transpozicí směrnice 2003/71/ES, ovšem s ohledem k některým odlišnostem v používaných termínech, případně pokud jde o dnes již zrušený užší prospekt.

Za tato porušení může být uložena pokuta až od výše 10.000.000,- Kč. Maximální výše pokuty zůstala i po 8.3.2006 nezměněna.

Dohled nad dodržováním povinností souvisejících s prospektem je v souladu s § 135 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb. svěřen České národní bance. Tentýž paragraf dále stanoví, které osoby podléhají tomuto dohledu, přičemž v souvislosti s prospektem přichází v úvahu:

- osoba, která veřejně nabízí investiční cenné papíry
- osoba, která podle § 36 odst. 5 vyhotovila prospekt, tzn.:
 - emitent,
 - osoba, která má v úmyslu veřejně nabízet cenné papíry
 - osoba, která žádá o přijetí cenného papíru k obchodování naregulovaném trhu
 - organizátor regulovaného trhu, který má v úmyslu sám přijmou cenný papír k obchodování na jím organizovaném regulovaném trhu bez souhlasu emitenta.

Ve výčtu osob, které podléhají dohledu České národní banky však není uvedena osoba (odlišná od emitenta cenného papíru), která v souladu s § 56 odst. 5 a 8 zákona č. 256/2004 Sb. požádala o přijetí cenného papíru k obchodování, jestliže tento cenný papír je již kótovaný na jiném regulovaném trhu a z tohoto důvodu se na základě ustanovení § 57 odst. 2 písm. g) na tuto žádost nevztahuje povinnost uveřejnit prospekt. Nicméně i v tomto případě je podle výše řečeného ustanovení nutno vypracovat a zveřejnit souhrnný dokument obsahující shrnutí prospektu a další informace.

8. Schvalování prospektu

8.1 Příslušné orgány

Zveřejnění prospektu předtím, než je schválen příslušným orgánem členského státu, směrnice 2003/71/ES zakazuje. Rámcový postup při schvalování prospektu upravuje čl. 13 směrnice 2003/71/ES; v tomto článku jsou stanoveny lhůty, v jakých by měl příslušný orgán rozhodnout o schválení prospektu, případně vyzvat k doplnění údajů v prospektu.

Příslušným ke schválení prospektu je v souladu s ustanovením čl. 2 odst. 1 písm. m) směrnice 2003/71/ES vždy orgán domovského členského státu, kterým je v závislosti na emitentovi cenného papíru ten členský stát, v němž má emitent sídlo. Jak je upřesněno v § 36c odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., rozhodující je vždy sídlo emitenta daného cenného papíru bez ohledu na to, zda osoba, která prospekt vyhotovila a žádá o jeho schválení, je či není zároveň emitentem tohoto cenného papíru.

V případě, že jde o emitenta se sídlem v třetí zemi, je dle čl. 2 odst. 1 písm. m) směrnice 2003/71/ES příslušným orgánem toho členského státu, je automaticky za domovský stát emitenta považován ten stát, kdy byly jeho cenné papíry poprvé veřejně nabídnuty po vstupu směrnice 2003/71/ES v platnost nebo v němž byla podána první žádost o přijetí k obchodování na regulovaném trhu, a to v závislosti na výběru emitenta, předkladatele nabídky nebo osoby, která žádá o přijetí k obchodování. Pokud nebyl domovský členský stát takto určen na základě výběru emitenta, je mu ještě ponechána výhrada následné volby.

Zvláštní režim se použije pro dluhové cenné papíry, jejichž jmenovitá hodnota nebo cena za 1 kus se rovná alespoň částce 1000 EUR, a pro cenné papíry, které opravňují k získání převoditelných cenných papírů nebo částky v hotovost v důsledku jejich přeměn nebo výkonu práv s nimi spojených, jestliže emitent dluhových cenných papírů není emitentem základních cenných papírů nebo subjektem příslušejícím ke skupině emitenta základních cenných papírů. V těchto dvou případech je domovským státem ten členský stát, v němž má sídlo emitent, nebo kde jsou tyto dluhové cenné papíry přijaty k obchodování nebo veřejně nabízeny, a to v závislosti na výběru emitenta, předkladatele nabídky nebo osoby, která žádá o přijetí k obchodování.

Stejný režim má být dle ustanovení směrnice 2003/71/ES použit pro dluhové cenné papíry, jejichž minimální jednotková jmenovitá hodnota je téměř rovnocenná

1000 EUR. Není však již stanoveno, jakou výši jmenovité hodnoty lze chápat jako „téměř rovnocennou“, což může v praxi působit potíže. Zákon 256/2004 Sb. toto ustanovení nepřevzal.

Směrnice 2003/71/ES taktéž umožňuje přenést schvalování prospektu na příslušný orgán jiného členského státu, pokud s tím tento příslušný orgán souhlasí; ani směrnice ani zákon č. 256/2004 Sb. neuvádějí žádné důvody, pro které lze schvalování prospektu přenést na jiný příslušný orgán, zřejmě bude tedy záležet pouze na uvážení a rozhodnutí příslušných orgánů. Jedna ze situací, kdy příslušný orgán požádá o přenos schvalování na jiný příslušný orgán, by například mohla nastat tehdy, když tento orgán shledá, že není dostatečně odborně či jinak kvalifikován k řádnému posouzení konkrétní emise.⁵³ Dle zprávy CESRu je však přenos schválení prospektu na příslušný orgán jiného členského státu ve valné většině případů iniciován ze strany emitenta. O důvodech, které k tomu emitenta vedou, se zpráva bohužel nezmiňuje.⁵⁴

Lze ovšem předpokládat, že jedním z takových důvodů by mohla být situace, kdy se emitent, jehož domovským členským státem není Česká republika, rozhodne zde vydat dluhopisy (o nízké jmenovité hodnotě). Jak již bylo zmíněno v kapitole 5.1, kromě schválení prospektu příslušným orgánem domovského členského státu, by byl emitent povinen vyhotovit a nechat si Českou národní bankou schválit též emisní podmínky dluhopisů. Pokud by na základě jeho žádosti bylo schvalování prospektu přeneseno na Českou národní banku, mohl by emitent vyhotovit prospekt a emisní podmínky dluhopisů jako jednotný dokument podléhající jedinému schválení Českou národní bankou.

Čl. 21 směrnice 2003/71/ES uvádí základní organizaci a přehled minimálních pravomocí, jakými by členské státy měly vybavit své příslušné orgány, pokud jde o záležitosti prospektů. Čl. 22 odst. 1 směrnice 2003/71/ES vyžaduje uložit osobám, které pracující pro příslušný orgán povinnost zachovávat profesní tajemství.

Příslušnými orgány se zabývaly i směrnice 89/298/EHS a 2001/34/ES. Směrnice 89/298/EHS nicméně pouze okrajově, když požadovala v čl. 19, aby členské státy zajistily příslušným orgánům dostatečné pravomoci k plnění úkolů, a dále v čl. 23 odst. 1 stanovila vázanost osob činných v těchto orgánech profesním tajemstvím.

⁵³ Čech, P.: Nová směrnice ES o prospektu, Právní zpravodaj, 3/2004.

⁵⁴ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, str. 13-14, dostupné z www.cesr.eu.

Ani směrnice 2001/34/ES ve znění do 30.6.2005 zdaleka nedosáhla rozsahu, v jakém se tomuto tématu věnuje směrnice 2003/71/ES. Čl. 105 směrnice 2001/34/ES obsahoval obdobná ustanovení o dostatečných pravomocích příslušných orgánů a vázanosti profesním tajemstvím jako směrnice 89/298/EHS, kromě toho ale také v čl. 11 až 14 směrnice 2001/34/ES uváděla některé z pravomocí, které by příslušným orgánům měly být členskými státy svěřeny. Dalším rozdílem byl fakt, že směrnice 89/298/EHS v případě užšího prospektu dokonce ani výslovně nevyžadovala, aby byl před svým uveřejněním schválen příslušným orgánem.⁵⁵

V praxi se činnost příslušných orgánů jednotlivých členských států neobejde bez problémů. Dle některých respondentů průzkumu CESRu se příslušné orgány členských států při procesu schvalování prospektu odlišují např. i v metodách, rychlosti, efektivnosti, pečlivosti a podrobnosti, s jakými provádí zkoumání schvalovaných prospektů. Dalším zmiňovaným problémem jsou rozdíly v interpretaci jednotlivých ustanovení směrnice 2003/71/ES a nařízení 809/2004 v platném znění, které mohou mít za následek poškození fungování jednotného trhu cenných papírů. Odstranění uvedených problémů je jedním z úkolů CESRu, který za tímto účelem vytvořil pracovní skupinu „Prospectus Contact Group“, jejímiž členy jsou odborníci na problematiku prospektu. Výsledkem práce této pracovní skupiny je dokumentu Q&A uveřejněný na internetových stránkách CESRu www.cesr.eu, jejichž obsahem jsou doporučení zaměřená na sjednocení postupu příslušných orgánů i jejich interpretace ustanovení týkající se prospektu.⁵⁶

8.2 Schvalování prospektu v České republice

V České republice je příslušným orgánem Česká národní banka a její postup při schvalování prospektů byl podle čl. 13 směrnice transponován do ustanovení § 36c zákona č. 256/2004 Sb. Jinak se však Česká národní banka při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem řídí zákonem č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů.

⁵⁵ Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., komentář k § 34 až 36.

⁵⁶ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, June 2007, str. 17, dostupné z www.cesr.eu.

Žádost o schválení prospektu podává České národní bance osoba, která prospekt vyhotovila, což je současně osoba, která nese odpovědnost za údaje uvedené v prospektu dle § 36b. Přílohu žádosti České národní bance tvoří dle § 36c odst. 6 zákona č. 256/2004 Sb. dva výtisky prospektu a případně doklady o tom, že emitent cenného papíru má již cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie nebo už veřejně cenné papíry nabízel. Tyto skutečnosti mají souladu s čl. 13 odst. 3 směrnice 2003/71/ES, resp. § 36c odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb. vliv na délku lhůt stanovených k vydání rozhodnutí o (ne)schválení prospektu.

I úprava postupu České národní banky při schvalování prospektu je změnou oproti znění zákona č. 256/2004 Sb. ve znění účinném do 7.3.2006, neboť do tohoto dne tento zákon řešil v této souvislosti pouze otázku, co má být přílohou žádosti o schválení prospektu nebo užšího prospektu.

Česká národní banka je povinna schválit prospekt, jestliže splňuje všechny stanovené náležitosti.

8.3 Schválení prospektů emitentů se sídlem v třetích zemích

Čl. 20 směrnice 2003/71/ES a na jeho základě § 36c odst. 9 zákona č. 256/2004 Sb. umožňují, aby příslušný orgán (Česká národní banka) při splnění stanovených podmínek schválil prospekt vyhotovený podle právních předpisů třetího státu. Není to sice novinka, neboť jak směrnice 89/298/EHS v čl. 24, tak 2001/34/ES v čl. 41 dovolovaly uznat prospekt sestavený podle právních předpisů třetí země jako vyhovující požadavkům směrnic, nicméně současné pojetí se od toho předchozího poněkud liší. Směrnice 89/298/EHS a 2001/34/ES zdůrazňovaly především dva prvky, a to:

- 1) právní předpisy třetích zemí zaručovaly investorům rovnocennou ochranu jako předpisy členských států,
- 2) podmínkou uznání bylo dále sjednání mezistátní dohody – prospekty se uznávaly pouze na základě vzájemnosti.

Obdobně i zákon č. 256/2004 Sb., ve znění platném před transpozicí směrnice 2003/71/ES, v § 55 umožňoval uznat prospekt schválený dozorovým orgánem státu, který není členským státem Evropské unie, za podmínky, že Česká republika s tímto státem uzavřela dohodu o vzájemném uznávání prospektů.

Současná úprava ve směrnici 2003/71/ES nahradila rovnocennost ochrany investorů rovnocenností v požadavcích na údaje, což je zřejmě objektivnější kritérium. Druhým požadavkem je, aby prospekt byl sestaven v souladu s mezinárodními standardy, které stanovily mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry, včetně standardů Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry. Požadavek vzájemnosti v uznávání prospektů byl opuštěn, na místo něho je kladen důraz na shodné principy, na nichž jsou založeny právní předpisy upravující prospekty jak v členských státech, tak v třetích zemích, neboť i komunitární úprava čerpá z mezinárodních standardů sestavených mezinárodními organizacemi.⁵⁷

⁵⁷ Recital 22 odůvodnění směrnice 2003/71/ES.

9. Uveřejnění prospektu

Zveřejnění prospektu je upraveno v čl. 14 směrnice 2003/71/ES, transponovaných do § 36h zákona č. 256/2004 Sb., a na základě zmocnění obsažených v ustanovení směrnice též v čl. 29-31 nařízení 809/2004.

Mezi zákonem č. 256/2004 Sb. a komunitárními předpisy přitom panuje nesoulad ohledně používání pojmů. Komunitární předpisy, resp. jejich znění v českém jazyce, zásadně užívají termín „zveřejnit“ prospekt, zatímco zákon č. 256/2004 Sb. používá termín „uveřejnit“ prospekt.

Vzhledem k tomu, že dle § 769 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, v platném znění, se povinností zveřejnit údaje chápe jejich zveřejnění v Obchodním věstníku, bude v souvislosti s prospektem cenného papíru správné použití termínu „uveřejnit“, neboť v souvislosti s prospektem žádný právní předpis nestanoví povinnost, aby byl zveřejněn právě v Obchodním věstníku.

9.1 Způsoby uveřejnění prospektu

V souladu s čl. 14 odst. 1 směrnice 2003/71/ES a § 36h zákona č. 256/2004 Sb. se prospekt uveřejní co nejdříve po svém schválení.

Směrnice 2003/71/ES v čl. 14 odst. 2 vyjmenovává situace, kdy se prospekt z hlediska komunitárního práva považuje za uveřejněný. S výjimkou písm. a), podle kterého lze prospekt uveřejnit formou inzerátu v deníku, a písm. b), kdy se prospekt uveřejňuje ve formě tištěné brožury, jsou všechny ostatní způsoby uveřejnění prospektu v elektronické podobě na internetových stránkách. Všechny způsoby zveřejnění jsou stanoveny alternativně, to znamená, že prospekt je považován za uveřejnění, jestliže byl uveřejněn alespoň jedním z uvedených způsobů uveřejnění. Směrnice nicméně členským státům umožňuje odchýlit se od jejích ustanovení, aby v případech uvedených v písm. a) a b) požadovat, aby zároveň byl prospekt uveřejněn i v elektronické podobě na internetových stránkách emitenta a případně také na internetových stránkách investičních zprostředkovatelů. Česká republika této možnosti využila a uveřejnění prospektu v elektronické podobě vyžaduje za všech okolností; uveřejnění prospektu pouze formou inzerátu v novinách nebo jako tištěnou brožuru se samo o sobě nepovažuje za dostatečné, jestliže není zároveň doprovázeno i uveřejněním

v elektronické podobě. Zároveň vždy musí jít o uveřejnění na internetových stránkách emitenta těchto cenných papírů, jak toto omezení vyplývá již ze směrnice 2003/71/ES.

Zákon č. 256/2004 Sb. v § 36h odst. 1 uvádí způsoby uveřejnění prospektu s několika odlišnostmi o znění směrnice 2003/71/ES:

- § 36h především nezahrnuje ustanovení čl. 14 odst. 2 písm. e) směrnice, toto ustanovení bylo nicméně podmíněno dobrovolností příslušného orgánu domovského členského státu.
- Druhou odlišností je možnost uveřejnit prospekt způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetových stránkách nabízejícího, pokud cenné papíry veřejně nabízí jiná osoba než emitent. Z hlediska českého právního řádu je takto přístupný prospekt považován za uveřejněný bez toho, aby musel být uveřejňován ještě některým z ostatních možných způsobů uveřejnění. Je otázka, zda je tomu tak i z hlediska komunitárního práva, když tato možnost uveřejnění prospektu není v čl. 14 odst. 2 směrnice 2003/71/ES zmíněna.

Směrnice 2003/71/ES a na jejím základě zákon 256/2004 Sb. dále stanoví další podmínky pro uveřejnění prospektů, např. jak se postupuje v případě, kdy se prospekt skládá z více samostatných dokumentů, nebo v případě začlenění údajů formou odkazu, či povinnost zaslat listinnou kopii prospektu v případě, že je prospekt uveřejněn pouze způsobem umožňujícím dálkový přístup. Možnosti požadovat uveřejnění oznámení v souladu s ustanovením čl. 14 odst. 3 směrnice 2003/71/ES Česká republika nevyužila.

Nařízení 809/2004 v čl. 29 dále upřesňuje podmínky uveřejňování prospektů v elektronické podobě, např. to, že prospekt má být na internetové stránce snadno přístupný a investoři mají mít možnost si prospekt stáhnout a vytisknout. Také je řešeno začlenění údajů do prospektu formou odkazu, což se v elektronické podobě prospektu objeví v podobě hypertextového odkazu. Problematiku uveřejňování prospektů v elektronické podobě ovšem řeší také § 36h odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., který na rozdíl od nařízení 809/2004 určuje i dobu, po kterou musí být prospektu na internetových stránkách dostupný.

V čl. 30 nařízení 809/2004 je pak příslušným orgánům členských států svěřena další pravomoc: jestliže se domnívají, že deník, který byl zvolen pro uveřejnění prospektu, nesplňuje požadavky stanovené právními předpisy, určí pro uveřejnění jiný deník.

Současná komunitární úprava týkající se uveřejnění prospektu je značně obsáhlejší než úprava dřívější. Směrnice 89/298/EHS ponechávala způsoby

uveřejňování prospektů zcela k úpravě vnitrostátním právním řádům. Směrnice 2001/34/ES pak jako způsoby uveřejnění uváděla pouze uveřejnění celého znění prospektu v deníku a formou tištěné brožury. Elektronický způsob uveřejnění prospektu směrnice neobsahovala. Obdobou čl. 14 odst. 3 směrnice 2003/71/ES ve spojení s čl. 31 nařízení 809/2004 byl zřejmě čl. 98 odst. 2 směrnice 2001/34/ES, který stanovil povinnost uveřejnit ve stanovené publikaci oznámení o tom, kde lze prospekt získat, jestliže tímto způsobem nebyl uveřejněn celý prospekt. Čl. 99 směrnice 2001/34/ES odkazoval, pokud jde o přiměřenou lhůtu pro uveřejnění prospektu, na vnitrostátní právní předpisy či na rozhodnutí příslušných orgánů. Odstavec 2 téhož článku obsahoval možnost, aby příslušné orgány členských států v odůvodněných případech a za stanovených podmínek povolily opožděné uveřejnění prospektu; směrnice 2003/71/ES již takové opožděné uveřejnění prospektu nepovoluje, lhůty pro uveřejnění prospektu jsou pak v čl. 14 odst. 1 této směrnice přesněji vymezeny.

I zákon č. 256/2004 Sb. ve znění platném do transpozice směrnice 2003/71/ES vyžadoval v § 52 odst. 5 uveřejnění oznámení o uveřejnění prospektu nebo o přijetí cenných papírů k obchodování na oficiálním trhu; toto oznámení muselo být ještě před uveřejněním zasláno Komisi pro cenné papíry. Dle § 52 odst. 4 musel být prospekt uveřejněn do 6 měsíců od svého schválení, jinak právní účinky schválení zanikaly. Na rozdíl od dřívější úpravy je nyní lhůta pro uveřejnění prospektu neurčitější, jestliže prospekt musí být v souladu se současnou úpravou uveřejněn co nejdříve.

9.2 Inzerce

Kromě postupů uveřejnění prospektu jsou jak v zákoně č. 256/2004 Sb. tak i v komunitárních předpisech upraveny též zásady týkající se uveřejňování propagačních sdělení (či dle terminologie českého překladu směrnice 2003/71/ES inzerce) u příležitosti veřejné nabídky cenných papírů nebo přijetí k obchodování na regulovaném trhu, a to i v situacích, kdy nevzniká povinnost uveřejnit prospekt.

Především nesmí být podle zásad stanovených v čl. 15 směrnice 2003/71/ES a § 36k zákona č. 256/2004 Sb. žádný z údajů obsažených v propagačním sdělení zavádějící nebo nepřesný. Propagační sdělení musí též uvádět, kdy byl či bude zveřejněn prospekt, a jak ho lze získat.

Pravidla týkající se propagačních sdělení se uplatní i v případech, kdy na základě některé z výjimek nevzniká povinnost uveřejnit prospekt. V této souvislosti se však

objevuje rozpor mezi ustanoveními směrnice 2003/71/ES a zákona č. 256/2004 Sb. Oba právní předpisy zřetelně rozlišují mezi pojmy nabídka cenných papírů (čl. 3 odst. 2 směrnice, § 35 odst. 2 zákona) a veřejná nabídka cenných papírů (čl. 4 odst. 1 směrnice, § 35 odst. 3 zákona). Zatímco se čl. 15 odst. 5 směrnice vztahuje jak na veřejné nabídky cenných papírů tak i na nabídky cenných papírů, transponující ustanovení § 36k zákona se v této souvislosti zřetelně omezuje pouze na veřejné nabídky.

Na základě zmocnění ve směrnici 2003/71/ES obsahuje čl. 34 nařízení 809/2004 výčet osmnácti způsobů komunikace, jimiž lze v současné době šířit inzerci a v jejichž rámci musí být dodržovány podmínky a povinnosti uložené právními předpisy.

10. Platnost prospektu

Okamžik nabytí platnosti spadá u prospektu v jedno s okamžikem jeho zveřejnění.

Logičtější by se možná zdála být vázanost platnosti prospektu na jeho schválení příslušným orgánem členského státu (k datu právní moci rozhodnutí o schválení prospektu) než na jeho zveřejnění, na druhou stranu formulace obsažené v právních předpisech týkající se zveřejnění prospektu, které má následovat co nejdříve či bez zbytečného odkladu po schválení prospektu mohou ve skutečnosti znamenat různě dlouhou dobu. V případě navázání platnosti prospektu na okamžik schválení by se pak mohlo stát, doba mezi zveřejněním a koncem platnosti prospektu by byla nepřiměřeně krátká.

Doba platnosti prospektu byla čl. 9 směrnice 2003/71/ES a § 36i zákona č. 256/2004 Sb. omezena na 12 měsíců za podmínky, že případné změny údajů, které nastanou po uveřejnění prospektu v době jeho platnosti budou též uveřejněny formou dodatku prospektu. Výjimkou jsou nekapitálové/dluhové cenné papíry uvedené v čl. 5 odst. 4 písm. b) směrnice 2003/71/ES, resp. § 36a odst. 1 písm. b). Pro tyto cenné papíry, v praxi půjde zejména o hypoteční zástavní listy, zůstává prospekt v platnosti po celou dobu, po kterou jsou průběžně či opakovaně emitovány bez ohledu na to, jak dlouho to bude. Ovšem taktéž za podmínky, že změny údajů budou uveřejňovány formou dodatku prospektu.⁵⁸

Důvodem omezení platnosti prospektu je dle znění recitálu 26 odůvodnění směrnice 2003/71/ES je zabránění šíření zastaralých informací.

Omezení platnosti prospektu může být problematické v situaci, kdy např. veřejná nabídka cenných papírů trvá déle než 12 měsíců. Nabízí se otázka, co dělat poté, co prospekt pozbude platnosti. Dle článku 3 odst. 1 směrnice 2003/71/ES nesmí být povolena veřejná nabídka bez *předchozího* zveřejnění prospektu. Směrnice výslovně nevyžaduje, aby prospekt byl v platnosti po celou dobu veřejné nabídky, či aby v případě, kdy veřejná nabídka přesáhne dobu platnosti původního prospektu, byl schválen nový prospekt. V praxi však zřejmě bude nutné tento nový prospekt vyhotovit a nechat schválit.⁵⁹

⁵⁸ Pihera, V.: Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Právní rádce, 1/2006.

⁵⁹ Kotásek, J. Pokorná, J., Raban, P a kol.: Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání, Praha, C. H. Beck, 2005, str. 104.

V případě prospektu uveřejněného u příležitosti žádosti o přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu se jeho platnost jeví méně problematickou. Přijetí cenných papírů k obchodování je jednorázová událost, jež s sebou nese vznik pravidelných informačních povinností emitenta kótovaných cenných papírů, mezi něž patří též uveřejňování výroční zprávy, která bývá někdy označována za každoroční aktualizaci prospektu, neboť v ní musí být podány informace o hospodářských výsledcích, finanční a podnikatelské situaci za minulé účetní období v rozsahu, jaký se uvádí v prospektu.⁶⁰

⁶⁰ Kotásek, J. Pokorná, J., Raban, P a kol.: Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání, Praha, C. H. Beck, 2005, str. 165.

11. Dodatky k prospektu

Uveřejňování dodatků je podmínkou pro trvání platnosti prospektu. Dodatek je v souladu s čl. 16 směrnice 2003/71/ES a § 36j zákona č. 256/2004 Sb. nutno uveřejňovat v případech, kdy vyjde najevo nová skutečnost, nebo se zjistí chyba či nepřesnost v údajích prospektu. Zároveň musí v těchto případech hrozit, že nepřesné údaje v prospektu tak budou moci ovlivnit hodnocení cenných papírů.

Nevýznamné nepřesnosti, které toto hodnocení neovlivní, nemají za následek vznik povinnosti uveřejnit dodatek prospektu. V praxi však rozhodnutí o tom, zda jde významnou či nevýznamnou změnu, resp. nepřesnost, může činit problémy.⁶¹ Pokud by byla nepřesnost nebo změna vyhodnocena jako nevýznamná a dodatek prospektu by nebyl uveřejněn, ale později se by ukázalo, že naopak významná byla a ovlivnila hodnocení cenných papírů, mělo by to značný vliv i na smlouvy uzavřené na základě údajů obsažených v prospektu.

Dle znění čl. 16 směrnice 2003/71/ES je nutno dodatky k prospektu za stanovených podmínek uveřejňovat od okamžiku schválení prospektu až do konečného uzavření veřejné nabídky nebo okamžiku zahájení obchodování na regulovaném trhu. Platnost prospektu a doba jejího trvání není v čl. 16 nijak zohledněna. Z toho vyplývá, že dodatky je nutno uveřejňovat po celou dobu veřejné nabídky a až do zahájení obchodování s cennými papíry na regulovaném trhu bez ohledu na to, zda v tuto dobu bude prospekt, k němuž se dodatky uveřejňují, ještě platný.

Každý dodatek před svým uveřejněním podléhá schválení příslušného orgánu členského státu, přičemž rozhodnutí o schválení či neschválení dodatku musí tento orgán učinit do sedmi dnů. Podle některých názorů však tento postup v případě cenných papírů kótovaných na regulovaném trhu není v souladu s ustanoveními směrnice 2003/6/ES, která ukládá zveřejnit vnitřní informace co nejdříve. V praxi budou většinou nové či opravené informace uveřejněny dříve, než samotný dodatek prospektu, jež se jich týká.⁶² V takovém případě již ovšem uveřejnění dodatku prospektu částečně ztrácí smysl.

Uveřejnění dodatku prospektu probíhá stejným způsobem, jako byl uveřejněn samotný prospekt.

⁶¹ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, str. 33, dostupné z: www.cesr.eu.

⁶² Tamtéž, str. 34.

Za účelem posílení ochrany investorů byla uzákoněna možnost, aby investor odvolal svůj souhlas s koupí či odstoupil od upsání cenného papíru do dvou pracovních dnů od uveřejnění dodatku prospektu. Dle zprávy CESRu však mnozí respondenti především z řad emitentů cenných papírů nesouhlasí s touto úpravou a navrhují přinejmenším omezení práva investorů na odvolání souhlasu s koupí či upsáním cenných papírů. Toto právo investorů by se dle jejich názoru nemělo uplatnit například v případech, kdy změna údajů v prospektu nemohla ovlivnit posouzení cenných papírů negativním způsobem.⁶³

Povinnost nechat ve stanovených případech schválit příslušným orgánem členského státu dodatek prospektu a uveřejnit ho byla vyžadována i dříve, a to v čl. 18 směrnice 89/298/EHS a v čl. 100 směrnice 2001/34/ES, ve znění platném do přijetí směrnice 2003/71/ES, i v zákoně č. 256/2004 Sb., v § 35 odst. 10 ve vztahu k užšímu prospektu a v § 52 odst. 3 pro prospekt. Nicméně úprava dodatků prospektu ve směrnici 2003/71/ES je mnohem propracovanější: je blíže specifikována doba, po kterou se dodatky mají zveřejňovat, stanoven časový limit pro rozhodnutí o schválení prospektu a novinkou je především výše uvedená možnost investorů odstoupit po uveřejnění dodatku od nákupu nebo upsání cenných papírů.

⁶³ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, str. 35, dostupné z: www.cesr.eu.

12. Přeshraniční nabídky a jazykový režim

Jedním z cílů sledovaných novou právní úpravou prospektu cenného papíru bylo mimo jiné také usnadnit příhraniční nabídky cenných papírů, resp. zjednodušit emise cenných papírů ve více členských státech současně, a to pomocí tzv. jednotného pasu pro emitenty.⁶⁴

12.1 Uznávání prospektů

Na základě čl. 17 směrnice 2003/71/ES je prospekt schválený v jednom členském státu platný pro veřejnou nabídku nebo přijetí k obchodování v ostatních členských státech.

Podmínkou uznání prospektu schváleného v jednom členském státě v druhém členském státě je předání osvědčení o schválení prospektu dle čl. 18 směrnice 2003/71/ES (a § 361 zákona č. 256/2004 Sb.) vystavené příslušným orgánem domovského členského státu (Českou národní bankou) a předané příslušnému orgánu druhého členského státu, tj. hostitelského státu. V osvědčení o schválení prospektu by případně měly být též objasněny důvody pro rozhodnutí příslušného orgánu domovského členského státu povolit zúžení prospektu.⁶⁵

Stejný postup se uplatní v případě dodatků k prospektu. Případný dodatek k prospektu schvaluje tentýž příslušný orgán členského státu, který před tím schválil samotný prospekt. Jestliže byl prospekt použit pro účely veřejné nabídky či přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu i v jiných členských státech, příslušný orgán domovského členského státu na žádost vystaví osvědčení o tom, že i dodatek prospektu byl schválen, a po doručení tohoto osvědčení příslušným orgánům hostitelských členských států v nich může být tento dodatek uveřejněn.

Směrnice 2003/71/ES v čl. 17 zakazuje, aby příslušné orgány hostitelských členských států prováděly ve vztahu k prospektu nějaké schvalovací nebo správní řízení. Prospekt schválený příslušným orgánem domovského státu je považován za platný v celé Evropské unii, aniž by bylo potřeba jakékoli další schválení nebo splnění administrativních povinností uložených příslušným orgánem hostitelského členského

⁶⁴ Čech, P.: Nová směrnice ES o prospektu, Právní zpravodaj, 3/2004.

⁶⁵ Kotásek, J. Pokorná, J., Raban, P a kol.: Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání, Praha, C. H. Beck, 2005, str. 109.

státu. V rozporu s tímto však příslušné orgány hostitelských států často požadují například překlady prospektu nebo jeho částí, předání dodatečných dokumentů či jejich kopií, uveřejňování oznámení, atd.⁶⁶

Přitom pokud příslušný orgán hostitelského členského státu zjistí nějakou nesrovnalost týkající se prospektu nebo souvisejících povinností, není oprávněn řešit tuto záležitost sám, ale měl by na ni upozornit příslušný orgán domovského členského státu, ať už na základě ustanovení čl. 17 směrnice 2003/71/ES, pokud jde o nové údaje či nepřesnosti v prospektu, nebo v souladu s čl. 23 směrnice 2003/71/ES, jako součást bezpečnostních opatření. Příslušný orgán hostitelského členského státu je dle čl. 23 odst. 2 směrnice 2003/71/ES oprávněn zasáhnout proti porušování právních nebo správních předpisů tohoto státu až poté, co jsou splněny následující podmínky: 1) příslušný orgán hostitelského členského státu informoval příslušný orgán domovského členského státu emitenta o nesrovnalosti či porušení povinností, 2) příslušný orgán domovského členského státu přijal opatření proti uvedeným nesrovnalostem či porušením povinností, a 3) navzdory opatřením dochází nadále k porušování právních předpisů.

Příslušný orgán hostitelského členského státu je povinen předem informovat příslušný orgán domovského členského státu o všech opatřeních, která v dané situaci k ochraně investorů přijme.

Co by se však stalo v případě, kdy by na základě informování příslušného orgánu hostitelského členského státu nedošlo ze strany příslušného orgánu domovského členského státu k přijetí žádných opatření? Byl by pak příslušný orgán hostitelského členského státu oprávněn zasáhnout? Zřejmě nelze spravedlivě požadovat, aby příslušný orgán hostitelského členského státu nečinně přihlížel porušování právních předpisů, směrnice 2003/71/ES nicméně tento případ neřeší.

Úprava vzájemného uznávání prospektů obsažená ve směrnicích 89/298/EHS a 2001/34/ES zaváděla o poznání složitější systém⁶⁷, především pokud jde o možnost četných výjimek a povolení neuvést v prospektu určité údaje na základě ustanovení národních právních řádů. Směrnice výslovně stanovily podmínky, při jejichž naplnění existuje povinnost daný prospekt uznat, mimo to bylo členským státům povoleno uznat i takové prospekty, které tyto podmínky stanovené směrnicemi nesplňovaly.

⁶⁶ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, str. 39-41, dostupné z: www.cesr.eu.

⁶⁷ Dle znění recitálu 1 odůvodnění směrnice 2003/71/ES: (Směrnice 80/390/EHS a 89/298/ESH) „... byly přijaty před několika lety a zavedly částečný a složitý mechanismus vzájemného uznávání, který neumožňuje jediné schválení jako tato směrnice (tj. 2003/71/ES)“.

12.2 Jazykový režim

Jakým jazykem má být prospekt vyhotoven upravuje § 36g zákona č. 256/2004 Sb., v souladu s čl. 19 směrnice 2003/71/ES, v závislosti na tom, v jakých členských státech má být prospekt použit.

Emitent musí v zásadě vždy, když hodlá prospekt použít v domovském členském státě, tento prospekt vyhotovit v jazyce tohoto státu. Pokud hodlá prospekt použít i v jednom nebo více hostitelských státech, záleží na jeho rozhodnutí, zda prospekt vyhotoví v jazycích všech těchto států nebo v jazyce obvyklém v oblasti mezinárodních financí, tj. v anglickém jazyce⁶⁸.⁶⁹

Výjimka platí v situaci popsané v § 36g odst. 4, kdy prospekt nemusí být vyhotoven v jazyce přijímaném příslušným orgánem domovského členského státu, jestliže je vyhotoven v anglickém jazyce.

Možnosti dle čl. 19 odst. 2-4 směrnice 2003/71ES požadovat překlad souhrnu do úředního jazyka státu, jestliže je prospekt vyhotoven v angličtině, Česká republika nevyužila.

Naopak § 36g odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb. umožňuje České národní bance povolit vyhotovení prospektu pouze v anglickém jazyce, je-li to v zájmu investorů, ačkoli tento zákon jinak vyžaduje, aby prospekt byl vyhotoven v českém jazyce. Shrnutí těchto prospektů však musí být vždy vyhotoveny v českém jazyce.

S ohledem na tento jazykový režim lze usuzovat, že u příležitosti veřejných nabídek či žádostí o přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu bude v České republice stále více prospektů uveřejňováno v anglickém jazyce, hlavně pak prospekty schvalované příslušnými orgány jiných členských států. Především v případě prospektů, které mají být použity ve více státech, bude jednodušší, vyhotovit je v anglickém jazyce než v úředních jazycích více (či všech) států.

Možnost použít v prospektu zveřejňovaném v České republice anglického jazyka jakožto jazyka obvyklého v oblasti mezinárodních financí je významnou změnou, neboť v minulosti musely být všechny prospekty včetně prospektů schválených v jiných

⁶⁸ Důvodová zpráva k zákonu č. 56/2006 Sb., komentář k § 36g.

⁶⁹ Čech, P.: Další vlna novelizací práva společností a cenných papírů, Právní zpravodaj, 3/2006.

členských státech, přeloženy do českého jazyka⁷⁰. Dodejme, že dle čl. 103 směrnice 2001/34/ES ve znění platném do nabytí účinnosti směrnice 2003/71/ES, bylo použití anglického jazyka jakožto jazyka obvyklého v oblasti financí k vyhotovení prospektu podmíněno tím, zda příslušný orgán členského státu tento jazyk akceptuje či ne.

⁷⁰ Zákon č. 256/2004 Sb. ve znění platném před transpozicí směrnice 2003/71/ES: § 35 odst. 3 písm. d) pro užší prospekt, § 54 odst. 3 pro prospekt.

13. Závěr

Hlavními cíli komunitární právní úpravy prospektu bylo 1) ochrana investorů, 2) snížení nákladů na získání kapitálu, a 3) přispět k rozvoji jednotného trhu cenných papírů v rámci Evropské unie. Prostředkem k dosažení těchto cílů bylo mimo jiné zvýšení standardů povinně uveřejňovaných informací.⁷¹

Nová komunitární právní úprava zavedla do praxe mnoho novinek, mezi nejvýznamnější jistě náleží: tzv. jednotný pas pro emitenty cenných papírů, možnost vyhotovit prospekt buď jako jednotný dokument nebo jako souhrn tří dokumentů – registračního dokumentu, dokladu o cenných papírech a shrnutí, možnost vyhotovit prospekt ve formě základního prospektu, či možnost začlenění údajů do prospektu formou odkazu.

Výsledkem této úpravy je především výrazné prohloubení harmonizace právní úpravy jednotlivých členských států, podpořené přijetím přímo závazného nařízení 809/2004 k provedení směrnice 2003/71/ES. Obecně lze říci, že právní úprava prospektu byla výrazně zpřísněna, a dále také značně rozšířena a na mnoha místech též zpřesněna.

Velký význam pro právní úpravu prospektu měly i více či méně s prospektem související, příkladem budiž právní úprava Mezinárodních standardů finančního výkaznictví (IFRS) provedená nařízením 1606/2002, která si vyžádala novelizaci nařízení 809/2004.

Od prosince 2006 do ledna 2007 provedl CESR průzkum mezi účastníky kapitálových trhů, aby zjistil jejich názor na fungování nové právní úpravy prospektu.

Dle výsledů průzkumu byla většina účastníků kapitálového trhu s novou právní úpravou prospektu spokojena. Dle jejich názoru bylo přijetí Směrnice 2003/71/ES a nařízení 809/2004 za účelem dosažení jednotného trhu cenných papírů krokem správným směrem. Především mechanismus jednotného pasu pro emitenty cenných papírů byl oceňován jako velice užitečný nástroj pro dosažení jednotného trhu cenných papírů v rámci Evropské Unie. Pozitivně byla oceněna též možnost vyhotovit prospekt v angličtině jakožto jazyku mezinárodních financí či institut shrnutí prospektu.⁷²

⁷¹ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, str. 2 a 18, dostupné z: www.cesr.eu.

⁷² Tamtéž, str. 2.

Výsledkem komunitární právní úpravy je nicméně dle názoru některých respondentů CESRu dokument, který je velmi těžké sestavit a který je též velmi obtížné číst. Prospekty někdy dosahují až 1000 stran textu.⁷³ Důsledkem uvedeného se zřejmě většina neprofesionálních investorů omezí pouze na studium shrnutí prospektu, které nedosahuje takových délek a má být sepsáno jednodušším a méně odborným jazykem než zbytek prospektu.

Respondenti dále uvedli i některé překážky v běžném fungování tohoto režimu a identifikovali některá ustanovení ve směrnici a v nařízení, jejichž aplikace je v praxi problematická. Jako problematický byl označen kupříkladu omezenost výjimek z povinnosti uveřejnit prospekt v případech nabídek cenných papírů zaměstnancům emitenta, nedostatek ustanovení upravujících registrační dokument, nedostatky související s pravidelným ročním přehledem dle čl. 10 směrnice 2003/71/ES, nejasnosti ohledně okolností, za kterých má být uveřejněn dodatek prospektu, či nejasnosti související se stanovením hranice mezi základním prospektem a konečnými podmínkami, anebo nejasnosti ohledně ustanovení čl. 3 odst. 2 směrnice 2003/71/ES řešící následné prodeje cenných papírů.⁷⁴

Problémy v některých oblastech často působí též odlišný postup jednotlivých příslušných orgánů členských států.⁷⁵

Řešením uvedených problémů by měly být buď novelizace komunitární právní úpravy, ve většině případů však postačí zlepšení koordinace mezi příslušnými orgány členských států, především pokud je o jednotný výklad právní úpravy obsažené ve směrnici 2003/71/ES a v nařízení 809/2004 včetně jeho novel, či sjednocení jejich postupu. Podpora a rozvoj kooperace příslušných orgánů členských států je jedním z úkolů CESRu, při jeho činnosti na úrovni 3 (level three) komunitární právní úpravy.⁷⁶ Určité úpravy dozná i transpozice komunitárních ustanovení do českého právního řádu.

Další vývoj zřejmě povede k dalšímu sjednocování právní úpravy a ke sjednocení přístupů příslušných orgánů členských států, jak již bylo zmíněno výše.

Objevují se hlasy volající po opětovném zjednodušení procesu a omezení počtu povinností souvisejících s vyhotovením a uveřejněním prospektu. Vývoj bude jistě ve znamení elektronizace a rozšiřování možností za použití internetu, např. se plánuje

⁷³ Tamtéž, str. 16.

⁷⁴ Tamtéž, str. 2.

⁷⁵ CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, str. 2, dostupné z: www.cesr.eu.

⁷⁶ Tamtéž, str. 2-3.

zavedení elektronického centrálního registru, v němž by měly být dostupné veškeré prospekty schválené v některém ze států Evropského hospodářského prostoru, či možnost podat příslušnému orgánu členského státu elektronicky žádost o schválení prospektu. Zmíněný centrální registr (European network of the officially appointed mechanisms), jehož vytvoření je již předvídáno např. i v čl. 22 směrnice 2004/109/ES, by měl obsahovat i další informace povinně uveřejňované nejen podle směrnice 2003/71/ES, ale i směrnic 2004/109/ES či 2003/6/ES.⁷⁷

V České republice se pak mimo jiné navrhuje přijetí zvláštního zákona upravujícího odpovědnost za prospekt obdobnou úpravě německé.⁷⁸

⁷⁷ Tamtéž, str. 17-18.

⁷⁸ Kotásek, J. Pokorná, J., Raban, P a kol.: Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání, Praha, C. H. Beck, 2005, str. 105.

14. Seznam literatury

- CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, červen 2007, dostupné z www.cesr.cz
- Čech, P.: Nová směrnice o prospektu, Právní zpravodaj, 3/2004, str. 7-10
- Čech, P.: Další vlna novelizací práva společností a cenných papírů, Právní zpravodaj, 3/2006, str. 7-10
- Dědič, J., Čech, P. a kol.: Obchodní zákoník. Komentář, 2. vydání, Polygon, Praha 2007
- Dědič, J., Čech, P.: Obchodní právo po vstupu ČR do EU, 2. vydání, Polygon, Praha 2005
- Důvodová zpráva k zákonu č. 56/2006 Sb.
- Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb.
- Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members, 6th updated version, srpen 2008, dostupné z www.cesr.cz
- International Primary Market Association: Urgent notice for non-eu issuers of securities, ze dne 5.12.2003, dostupné z www.icma-group.org.
- Ježek, T. a kol.: Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu, dostupné z webové stránky www.sec.cz
- Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: Kurz obchodního práva, Právo cenných papírů, 4. vydání, C. H. Beck, Praha 2005
- Pihera, V.: Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, Právní rádce, 1/2006
- Stanovisko Komise pro cenné papíry č. STAN/8/2005 ze dne 20.7.2005
- Štenglová, I., Dědič, J., Kříž, R., Čech, P.: Akciové společnosti, 6. vydání, C. H. Beck, Praha 2007
- Tichý, L., Arnold, R., Svoboda, P., Zemánek, J.: Evropské právo, C.H. Beck, Praha 2003

15. Summary

New legislation on the prospectus, its benefit and significance for functioning of the capital market

The purpose of my thesis is to deal with the prospectus and the new European Prospectus regime introduced by the Prospectus Directive and Regulation, to analyse its benefits and its significance for functioning of the capital market, to recognize its main changes and innovations, and to consider the implementation of the Prospectus Directive in the Czech Republic.

The thesis is composed of 13 chapters, each of them dealing with different aspects of the prospectus. Chapter One is introductory and describes the purpose of the thesis and working methods.

Chapter Two mentions the development of the legislation in the European Union and in the Czech Republic.

Chapter Three contains a definition of the prospectus and describes its functions.

Chapter Four deals with the conception of the current legislation on the prospectus and with the role of CESR.

Chapter Five concerns with the obligation to produce and publish a prospectus.

Chapter Six focuses on the possible forms and content of the prospectus. This chapter is divided into nine subchapters which deals with different aspects of this topic, e.g. production of a prospectus as a single document or as separate documents, as a base prospectus, specification of information to be included in a prospectus, a summary, incorporation of information by reference or omission of information.

Chapter Seven is concerned with the responsibility attaching to the prospectus and is divided into two subchapters. The first deals with the responsible persons, the second concerns sanctions.

Chapter Eight refers to the approval of the prospectus and consists of three subchapters. The first describes competent authorities, the second describes the process of the approval proceedings and the three deals with specifics of approval or prospectus of issuers which are incorporated in a third country.

Chapter Nine focuses on publication of the prospectus, its subchapters deals with the means of publication and with the advertisement.

Chapter Ten concerns the validity of the prospectus.

Chapter Eleven refers to supplements to the prospectus.

Chapter Twelve is concerned with cross-border offers and with the use of languages.

Conclusions are drawn in Chapter Thirteen. It rates the current legislation on prospectus and anticipates its possible future development.

16. Seznam klíčových slov

prospekt cenného papíru / prospectus