
K některým otázkám týkajícím se nakládání s důvěrnými informacemi ve smyslu ustanovení § 81 zákona o cenných papírech

V rámci výkonu své činnosti se Komise opakovaně setkala s dotazy ze strany účastníků kapitálového trhu, které se týkaly režimu nakládání s informacemi v souvislosti s přípravou a následnou realizací prodeje významných majetkových účastí na společnostech, jejichž akcie jsou registrované (cílová společnost). Většina otázek směřovala k problematice tzv. *due diligence*, tedy procesu revize aktivit cílové společnosti organizované ad hoc za účelem zajištění dodatečných informací o cílové společnosti potencionálním kupcům významných (především majoritních) účastí na společnosti. Toto stanovisko se na obecné úrovni zabývá jednotlivými právními aspekty této problematiky, které Komise pro cenné papíry považuje za zásadní.

I. Podmínky provedení *due diligence*

Obecně lze konstatovat, že možnost provádět revize hospodaření či jiných aspektů činnosti společnosti (*due diligence*) jejími pracovníky je vnitřní záležitostí společnosti a je plně v kompetenci představenstva či osob dle vnitřních předpisů oprávněných o provedení takové kontroly rozhodnout.

Akcionář obecně nemá možnost nařídit společnosti provedení *due diligence*.¹ Když však akcionář přiměje společnost k tomu, aby *due diligence* (s níž mohou být spojeny značné náklady) provedla nebo uzavře se společností smlouvu o jejím provedení, pak bude povinen uhradit společnosti vzniklou újmu (srov. § 66a odst. 8 zák. č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů).

Vzhledem k požadavku na rovné zacházení s akcionáři společnosti vyjádřenému v ustanovení § 155 odst. 7 obchodního zákoníku a opětovně vůči společnostem emitujícím registrované akcie v § 80c odst. 2 písm. d) zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, je třeba trvat na požadavku, aby společnost vytvořila transparentní pravidla pro provádění *due diligence* za účelem prodeje podílu na společnosti. Za splnění předem stanovených podmínek by měla být akcionáři dána možnost využít tohoto nástroje pro usnadnění prodeje jeho účasti na cílové společnosti. Lze doporučit, aby tato pravidla byla součástí stanov.

II. *Due diligence* a důvěrné informace

Principiálně by nemělo docházet k tomu, že v rámci *due diligence* vyjdou najevo skutečnosti, které by bylo nutné klasifikovat jako důvěrné informace dle § 81 zákona o cenných papírech.

¹ Stranou ponecháváme situaci, kdy má společnost uzavřenu ovládací smlouvu, popř. kdy tato možnost vyplývá ze stanov.

Emitent registrovaných akcií má totiž dle § 80c odst. 2 písm. b) zákona o cenných papírech povinnost bez zbytečného odkladu průběžně uveřejňovat tzv. kurzotvorné (cenově citlivé) informace.²

Pokud však přesto v rámci due diligence dojde ke zjištění kurzotvorné informace, bude emitent povinen dle § 80c odst. 2 písm. a) zákona o cenných papírech informaci bez zbytečného odkladu uveřejnit.³ Dokud není informace uveřejněna, nesmí osoba, která se informaci v rámci due diligence dozvěděla, ve smyslu ustanovení § 81 odst. 2 zákona o cenných papírech informaci využít ve svůj prospěch nebo ve prospěch jiné osoby a dále je dle § 81 odst. 4 zákona o cenných papírech povinna zachovávat o takové informaci mlčenlivost a zamezit jiným osobám k ní přístup. Pokud by tedy výsledky due diligence nebo jejich část splňovaly podmínky důvěrných informací ve smyslu § 81 odst. 1 zákona o cenných papírech, nemohla by je ani cílová společnost poskytnout svému akcionáři ani jakékoli jiné osobě.

Podotýkáme, že zákaz zneužití důvěrných informací se vztahuje nejen na obchody uzavírané na veřejném trhu, ale i na obchody uzavřené a provedené mimo veřejný trh. Smyslem této regulace je především ochrana důvěry účastníků kapitálového trhu v to, že cena na veřejném trhu představuje skutečnou aktuální hodnotu cenného papíru. Lze poukázat na to, že právě z důvodu nutnosti kontroly obchodů uzavřených mimo veřejný trh stanoví např. § 15 zákona č. 15/1998, o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, povinnost obchodníka s cennými papíry hlásit Komisi obchody s investičními instrumenty uzavřené mimo veřejný trh. Díkce § 81 je v tomto ohledu jednoznačná.

Komise podotýká, že za využití důvěrné informace ve svůj prospěch nebo prospěch jiné osoby nelze považovat situaci, kdy zjištění důvěrné informace při due diligence povede k odstoupení od zamýšlené investice, popřípadě k uzavření smlouvy za podmínek sjednaných před provedením due diligence (take it or leave it). Naopak za nepřipustné využití důvěrné informace bude nutné považovat případy, kdy budou podmínky nabytí akcií vycházet ze znalosti důvěrné informace, tj. nebudou alespoň předběžně sjednány ještě před provedením due diligence⁴. Pokud by cena nebo jiné podstatné podmínky obchodu byly učiněny závislými na výsledku due diligence nebo sjednány až po jeho provedení, pak by, za předpokladu, že výsledky due diligence by obsahovaly důvěrnou informaci, bylo nutné takový postup považovat za zneužití důvěrné informace ve prospěch účastníků obchodu.

Dále je nutné upozornit, že ne každá informace důvěrného charakteru (chráněná např. jako obchodní tajemství) bude též důvěrnou informací ve smyslu § 81 odst. 1 zákona o cenných papírech.

Emitent registrovaných akcií se může zprostit povinnosti uveřejnit kurzotvorné informace pouze tehdy, pokud získá výjimku Komise pro cenné papíry ve smyslu § 80c odst. 2 písm. b) zákona o cenných papírech. Udělení výjimky však nezabavuje emitenta ani ostatní zasvěcené

² Srov. metodiku Komise: Průběžná informační povinnost emitentů registrovaných cenných papírů ve vztahu k cenově citlivým informacím (http://www.sec.cz/download/Standpoint/STN_Prubezna_infopovinnost.rtf)

³ Takovou informaci může být i cena, za kterou došlo k prodeji významné účasti na emitentovi, pokud se jí emitent dozví.

⁴ Srov. obdobně německý regulátor Bundesausichtsamt für den Wertpapierhandel in Insider Trading Prohibitions and Ad hoc Disclosure Pursuant to the German Securities Act. Deutsche Börse AG, 1998, s.18, nebo francouzský regulátor Commission des opérations de bourse v doporučení č. 1 z roku 2003 „relative à la transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de participations significatives dans des sociétés cotées sur un marché réglementé (« procédures dites de data room »)“ na stránkách www.amf-france.org.

osoby povinností vyplývajících pro ně z § 81 zákona o cenných papírech, protože udělením souhlasu nepřestává být daná informace důvěrnou informací dle tohoto ustanovení.

III. Osoby zúčastněné na due diligence

V praxi nejčastějšími jsou případy, kdy due diligence provádí zájemce o koupi výrazného podílu na cílové společnosti, a to buď svými vlastními silami nebo za využití služeb odborníků, jako jsou auditoři, advokáti či obdobné poradenské společnosti. Není ovšem vyloučeno, aby due diligence vykonal sám akcionář, který zamýšlí svůj podíl na společnosti prodat nebo jiná osoba jinak zúčastněná na obchodu s akciemi cílové společnosti.

Pro účely úpravy nakládání s důvěrnými informacemi dle § 81 zákona o cenných papírech je nutné rozlišovat dvě skupiny osob, které mohou s důvěrnými informacemi přijít do styku. Jedná se o tzv. primární insidery, tj. zasvěcené osoby ve smyslu § 81 odst. 2 zákona o cenných papírech a tzv. sekundární insidery ve smyslu § 81 odst. 3 zákona o cenných papírech.

Dle názoru Komise je nutné postavení konkrétní osoby hodnotit vždy ve vztahu ke konkrétní informaci, o kterou se jedná, a s ohledem na to, jaký přístup k dané informaci tato osoba má. Ustanovení § 81 odst. 2 zákona o cenných papírech výslovně pamatuje na akcionáře cílové společnosti, když konstatuje, že zasvěcenou osobou je i ten, kdo má z titulu své účasti na společnosti přístup k důvěrné informaci a takovou informaci získá. Rozhodnou skutečností tedy bude to, zda akcionář měl k dané informaci přístup v důsledku svého postavení coby akcionář společnosti.

Lze konstatovat, že pokud se akcionář dozví důvěrnou informaci, protože si vyžádá od společnosti výsledky due diligence za účelem jejich využití při prodeji svého podílu na cílové společnosti, je zřejmé, že se jedná o informaci, ke které získal přístup v důsledku svého podílu na cílové společnosti, protože jinak by přístup k daným informacím nezískal. Z tohoto důvodu je v těchto případech akcionář cílové společnosti zasvěcenou osobou, vůči které se plně uplatní režim ustanovení § 81 odst. 2 a 4 zákona o cenných papírech, především zákaz využití informací ve svůj prospěch nebo prospěch jiné osoby, povinnost mlčenlivosti a povinnost zamezit jiným osobám přístup k důvěrné informaci. Obdobně toto platí i pro jiné osoby, které v důsledku svého postavení (ať již jako zadavatelé due diligence nebo osoby, kterým byly výsledky due diligence z jakéhokoli důvodu určeny) získaly k předmětným informacím přístup.

Pokud by tedy akcionář nebo jiná osoba zmíněná v předchozím odstavci zamýšlela využít výsledky due diligence pro účely sjednání obchodu s podílem na cílové společnosti, mohla by tak učinit pouze tehdy, pokud by neobsahovaly důvěrné informace ve smyslu § 81 zákona o cenných papírech. V opačném případě je jejich využití vyloučené. Zde lze odkázat na výše uvedené k otázce, jaké jednání lze považovat za využití důvěrné informace v něčí prospěch.

Zmíněné informace by bylo možné využít jen za předpokladu, že budou emitentem uveřejněny a ztratí tak charakter důvěrné informace ve smyslu zákona o cenných papírech. Lze proto doporučit, aby smlouvy, týkající se provedení due diligence, na tuto situaci pamatovaly. Je vhodné upozornit, že povinnost mlčenlivosti a zákaz zneužití důvěrné informace v tomto ustanovení jsou konstruovány objektivně a akcionář se tak nemůže zprostit případné veřejnoprávní odpovědnosti např. odkazem na prohlášení emitenta, že dané informace již uveřejnil.

Tento závěr dle názoru Komise platí, i pokud by bylo due diligence provedeno přímo zájemcem o koupi podílu na společnosti. I zájemce by totiž informace získal z titulu svého „postavení“, které spočívá ve smluvním vztahu, jenž umožňuje provedení due diligence. Za sekundární insiderů lze považovat jen osoby, které se dozví důvěrnou informací, aniž by měly právně relevantní postavení, umožňující k dané informaci přístup. Typickými případy sekundárních insiderů jsou osoby, které dostanou „tip“ od zasvěcené osoby, a osoby, které informace získají náhodou či protiprávně. Akcionář ani zájemce o koupi však do této kategorie nespádají a jsou insiderů primárními

Poněkud sporné je postavení třetí osoby, jejíž služeb využila osoba, které jsou výsledky due diligence určeny (beneficient). Je zřejmé, že obdobné situace mohou nastat např. při auditu, kdy ale ze zákona přímo vyplývá povinnost auditora zohlednit tyto informace ve zprávě o auditu a projednat je statutárním i dozorčím orgánem účetní jednotky (srov. § 14 zákona č. 254/2000 Sb., o auditorech, ve znění pozdějších předpisů). Dle názoru Komise je v uvedených případech nutné vzít zvláštní zřetel na charakter smluvního vztahu mezi beneficentem a osobou provádějící due diligence. V těchto případech bude osoba provádějící due diligence pravidelně vystupovat jako mandatář, resp. zástupce, beneficenta, přičemž ve smlouvě uzavřené s beneficentem bude pravidelně zavázána ho informovat o veškerých relevantních zjištěních. S ohledem na charakter tohoto vztahu tedy bude osoba provádějící due diligence oprávněna sdělit důvěrné informace beneficentovi a to dle ustanovení § 81 odst. 4 zákona o cenných papírech, které obsahuje výjimku z povinnosti mlčenlivosti ve vztahu k sdělení informací, které je součástí povinnosti nebo zaměstnání dané osoby. Beneficient i jeho mandatář jsou v těchto případech primárními insiderů a podléhají režimu mlčenlivosti dle § 81 odst. 2 a 4 zákona o cenných papírech.

Prezidium Komise pro cenné papíry schválilo dne 16. 12. 2003.

Kontaktní osoba:

JUDr. Vlastimil Pihera, tel.: 221 096 233, email: vlastimil.pihera@sec.cz