

Dotaz

Ustanovení § 77 zákona o cenných papírech požaduje, aby byl prospekt uveřejněn ve formě brožury bezplatně poskytované v sídle emitenta, organizátora veřejného trhu, na který má být cenný papír přijat k obchodování, a dále v sídle osob, jejichž služeb emitent využívá k vyplácení výnosů z cenných papírů. Jak rozumět pojmu „bezplatně k dispozici“, „bezplatně poskytovat“? Postačí prospekt v uvedených místech uchovávat a poskytovat bezplatně k nahlédnutí s tím, že komukoliv, kdo o něj požádá, může být proti úhradě nákladů vyhotovena kopie? Nebo je nutné prospekt vytisknout v tolika výtiscích, aby si jej každý mohl odnést, kdykoliv o něj požádá? Jak dlouho?

Odpověď

1. Uveřejnění prospektu

Povinnost poskytnout prospekt bezplatně k dispozici ve formě brožury podle § 77 odst. 1 zákona o cenných papírech se nevyčerpává v možnosti do prospektu bezplatně nahlédnout. Jestliže zákon na dvou místech výslovně zdůrazňuje slovo „bezplatně“, bylo by absurdní vztahovat je pouze k nahlédnutí do brožury, jehož zpoplatňování samo o sobě by bylo možno označit za nemorální. Význam citované normy dopadá podstatně dále. Brožura s textem prospektu musí být investorům k dispozici k bezplatnému vyzvednutí a odnesení. Lze očekávat, že tisk prospektu způsobí emitentovi dodatečné náklady spojené s přijetím emise na veřejný trh¹, ty jsou však při podobných příležitostech v rozumné výši běžné.

Ustanovení § 77 odst. 1 zákona o cenných papírech ostatně přesně kopíruje čl. 20 evropské direktivy č. 80/390/EHS². Jak orgány Evropské unie, tak regulátoři jednotlivých členských států Evropské unie, které tuto normu do svých právních předpisů převzaly, ji vykládají způsobem výše popsáním. V tomto ohledu tedy Česká republika nevybočí z evropských standardů, naopak se jim významně přiblíží. S ohledem na evropský původ citovaného ustanovení považuje Komise za nezbytné vykládat je v souladu s autentickou interpretací jeho tvůrců na komunitární úrovni.

Náklad, v jakém musí dát emitent prospekt k dispozici na jednotlivá místa jmenovaná v § 77 odst. 1 zákona o cenných papírech, by měl odpovídat konkrétním okolnostem daného případu. Emitent by měl s odbornou péčí posoudit, jaký počet výtisků zajistí v míře rozumné a přiměřené dostatečnou informovanost trhu a investorů, a to s přihlédnutím k velikosti emise, k očekávanému rozptýlu mezi investorskou veřejností, ale též např. k alternativním možnostem seznámit se s obsahem prospektu (např. v elektronické formě prostřednictvím sítě internet). Pokud jde o rozložení nákladu mezi jednotlivá místa, i tady lze postupovat velmi individuálně. Nemá smysl dávat stejný počet výtisků k dispozici na místě, na kterém se očekává frekventovaný zájem, jako na místě odlehlejší.

Dobu, po kterou by měl být prospekt zdarma k rozebrání na místech zákonem vypočtených, bude při absenci výslovného zákonného ustanovení nezbytně dovodit z významu informační povinnosti v právu kapitálového trhu. Systém informační povinnosti v úpravě registrovaných cenných papírů, sestávající z tzv. iniciální informační povinnosti (uveřejnění prospektu), pravidelné informační povinnosti (ta se dále dělí na povinnost uveřejňovat roční a pololetní zprávu) a průběžné informační povinnosti (publicita ad hoc – povinnost uveřejňovat v průběhu roku informace, které mohou vyvolat významnou změnu kurzu), představuje zcela zásadní předpoklad fungování kapitálového trhu. Investorům zabezpečuje **neustálý** přísun informací o cenných papírech a jiných investičních instrumentech, se kterými se obchoduje na veřejném trhu, a jejich emitentech a tím umožňuje trhu plnit jeho základní funkci, tj. zajišťovat na soukromoprávní bázi, tedy na základě střetu nabídky a poptávky, soustředování, umístění a přerozdělování dočasně volných peněžních prostředků v ekonomice. Jejich efektivní alokace předpokládá co nejnižší informační asymetrii a co nejlépe informovanou

¹ Z dikce zákona neplyne, že náklady spojené s bezplatným poskytnutím prospektu by měl nést organizátor veřejného trhu nebo další osoby, jejichž služeb emitent využívá. Bude proto záležet především na smluvních ujednáních a pravidlech organizátorů veřejných trhů, kdo z těchto subjektů náklady ponese.

² „Listing particulars must be published... in the form of a brochure **to be made available, free of charge, to the public at the offices... In addition... a notice stating where the listing particulars have been published and where they may be obtained by the public must be inserted...**“

stranu jejich nabídky – investory. Jedině na základě úplného arzenálu informací o hospodaření emitenta může investor učinit správné investiční rozhodnutí a umístit prostředky, které má dočasně k dispozici, tak, aby dosáhl jejich nejvyššího zhodnocení, tj. tam, kde je ekonomika nejefektivněji využije.

Potřebný soubor informací tak musí být investorovi dostupný vždy ve své celistvosti, tj. včetně informací obsažených v prospektu a všech jejich pravidelných aktualizací v podobě zpráv o činnosti a hospodaření emitenta (výroční zpráva a pololetní zpráva). Jednotlivé zprávy by ztratily mnoho na své vypovídací schopnosti, kdyby je nebylo možné zasadit do určitého historického kontextu. Bez srovnání s předchozími obdobími od uvedení cenného papíru na trh by si investor sotva mohl učinit dokonalý obraz o (případném) předmětu své investice.

Z uvedeného významu dovozuje Komise, že investor musí mít možnost informace o emisi čerpat nejen před přijetím cenného papíru k obchodování na veřejném trhu a započítím obchodování s ním, ale též po celou dobu registrace. Tento závěr se ostatně shoduje s praxí v členských státech Evropské unie.

Podcení-li emitent zájem o brožuru s textem prospektu, jeví se jako dostatečné, zajistí-li poskytnutí textu na zákonem předpokládaných místech jakoukoliv formou (např. xerokopie zdarma vyhotovené pro investora na požádání a na počkání). Po formální stránce ostatně není třeba trvat na „brožurě“ od samého počátku. Nejde o nákladnou grafickou prezentaci na křídovém papíře. Rozhoduje informovanost investora, tedy text prospektu, nikoliv forma, je-li učiněno zadost požadavku bezplatné dispozice.

Povinnosti emitenta uveřejnit prospekt popsanou formou odpovídá právo zájemce z řad veřejnosti plný text prospektu zdarma získat. Jako každé jiné může být i toto právo zneužito. Problémem zneužití práva se zabývá civilistická doktrína odedávna a způsoby jeho řešení nabízí. Šikanózní výkon práva především nepoživá právní ochrany, nelze se jej proto dovolávat před soudem nebo orgánem státní moci. Právní úkon učiněný v rozporu s dobrými mravy je neplatný. Bude-li se proto investor domáhat několika výtisků prospektu, popř. opakovaně přicházet pro stejné prospekty (např. ve snaze zvyšovat náklady emitenta, v honbě za sběrnou surovinou apod.), nepochybí emitent ani osoba jednající jeho jménem, odmítne-li text prospektu vydat.

2. Uveřejnění roční a pololetní zprávy

Způsob uveřejnění výroční a pololetní zprávy emitenta registrovaných cenných papírů upravují ustanovení § 80a odst. 1 a § 80b odst. 1 zákona o cenných papírech odkazem na způsob uveřejnění prospektu.

Nakolik se Komise cítí vázána zásadou terminologické a interpretační jednoty právního řádu, jeví se v kontextu českého kapitálového trhu jako mimořádně potřebné vzít při interpretaci a aplikaci obou ustanovení v úvahu některé důležité souvislosti.

Je nutné zdůraznit, že zmíněný odkaz překračuje rámec evropských direktiv – evropské předpisy způsob uveřejnění pravidelných zpráv na rozdíl od prospektu nijak blíže nevymezují. Imperativ konformní interpretace s komunitárním právem se proto v daném případě neuplatní.

Z hlediska právní aplikace je Komise nucena konstatovat, že uveřejnění výročních a pololetních zpráv emitentů registrovaných cenných papírů ve formě brožury poskytnuté k bezplatnému „odnesení“ ze sídla organizátora veřejného trhu nelze v praxi realizovat. Kdyby se u každého emitenta registrovaného cenného papíru jednalo by jen o několik desítek výtisků, což obvykle představuje naprosté minimum, dosahovaly by celkové počty zpráv doručených do sídel organizátorů veřejných trhů několik desítek tisíc (Komise eviduje stále více než 1100 emitentů registrovaných cenných papírů). Jen v letošním roce by tak organizátoři veřejných trhů museli vytvořit skladové kapacity pro nejméně dvě stě tisíc obsáhlých dokumentů. Při vysokém riziku šikanózního výkonu práva na „odnesení“ výtisku zprávy by přitom emitenti registrovaných cenných papírů sotva mohli s ohledem

na panující poměry na tuzemském akciovém trhu spoléhat na nízký zájem o tyto dokumenty, a tedy umísťovat do sídel organizátorů trhů pouze několik málo výtisků od každého z nich.

S ohledem na objektivní nemožnost plnění zákonné informační povinnosti popsáním způsobem, považuje Komise za dostatečné, jestliže budou pravidelné zprávy o činnosti a hospodaření emitenta registrovaného cenného papíru zdarma k dispozici investorům v sídle organizátorů veřejných trhů, na kterých jsou cenné papíry přijaty k obchodování, výhradně k „nahlédnutí“. Investor musí mít možnost pořizovat si z materiálů výpisky a poznámky, poskytnutí xerokopie dokumentu nebo jeho části však může být podmíněno úhradou nákladů na její pořízení. S rostoucí dostupností počítačové sítě internet mezi tuzemskými investory, vzrůstající možností seznámit se s uvedenými dokumenty v elektronické podobě a též s ohledem na možnost vyzvednout text zprávy bezplatně v sídle emitenta registrovaného cenného papíru (viz dále) se ochrana investorů jeví jako zajištěná i při tomto výkladu citovaného ustanovení. Pravidelné zprávy o činnosti a hospodaření emitentů registrovaných cenných papírů jsou kromě toho k dispozici k nahlédnutí, popř. k okopírování za stanovený poplatek též v informačním centru Střediska cenných papírů, U Půjčovny 2, Praha 1.

Jelikož popsané technické obtíže jsou jen přechodné (do konce letošního roku několik stovek emitentů registrovaných cenných papírů veřejné trhy opustí), **týká se uvedený výklad pouze způsobu uveřejnění pravidelných zpráv v sídle organizátora veřejného trhu v průběhu roku 2001 (tj. výroční zprávy za rok 2000 a pololetní zprávy za první pololetí roku 2001).** Komise je přesvědčena, že změněné poměry na tuzemském kapitálovém trhu po důsledné aplikaci § 78 odst. 3 ve spojení s § 72 zákona o cenných papírech zmíněné nesnáze do značné míry eliminují.

Pokud jde o uveřejnění pravidelných zpráv v sídle emitenta registrovaného cenného papíru, nelze o objektivní technické nemožnosti plnění způsobem zákonem předvídaným (tj. bezplatně k „odnesení“) hovořit. Uvedená interpretace se proto nevztahuje ani na tuto formu uveřejnění textu pravidelné zprávy. **Ve svém sídle tak musí emitent registrovaného cenného papíru poskytovat výroční i pololetní zprávu k bezplatné dispozici ve smyslu „zdarma k odnesení“ i v průběhu roku 2001.**

Požádá-li tedy investor o poskytnutí roční či pololetní zprávy v sídle emitenta, nesmí jej emitent odmítnout s poukazem na požadavek úhrady nákladů na kopii zprávy. Jestliže však investor vyzve emitenta, aby text zprávy doručil na místo odlišné od sídla emitenta, může emitent podmínit distribuci zprávy úhradou veškerých nákladů spojených s balením a odesláním zásilky.

Prezídium Komise pro cenné papíry schválilo dne 5. června 2001.

Kontaktní osoba: Marek Spurný, 21096463.