

Dotaz

Jak vykládat pojem „uveřejnění“ v zákoně o cenných papírech, a to např. ve smyslu § 80c odst. 2 písm. c) - povinnost emitenta registrovaných akcií během roku bez zbytečného odkladu uveřejňovat podstatné změny, ... které se týkají ... situace emitenta ... a mohou vyvolat významnou změnu kurzu jím vydaného cenného papíru), jestliže zákon o cenných papírech jeho obsah nedefinuje ani neodkazuje na jiné zákonné ustanovení, které takovou definici obsahuje? Postačí uveřejnění na webovských stránkách emitenta?

Odpověď

Při absenci výslovné definice uveřejnění v zákoně o cenných papírech bude obsah tohoto pojmu nezbytné dovodit z účelu průběžné informační povinnosti (viz jeho citované ustanovení) v systému informační povinnosti emitenta registrovaných akcií v právu kapitálového trhu.

Vedle tzv. pravidelné informační povinnosti (uveřejňování roční a pololetní zprávy o činnosti a hospodaření emitenta) dotváří tzv. publicita ad hoc v právu kapitálového trhu ucelený informační systém, jehož účel spočívá v zajištění dostatečné informovanosti širokého investorského publika o poměrech emitentů cenných papírů přijatých k obchodování na veřejném trhu. S růstem informovanosti trhu roste kvalita investičních rozhodnutí, což vede k vyšší efektivitě kapitálového trhu (peníze jsou alokovány tam, kde jich je nejvíce třeba) a tím k poklesu transakčních nákladů. Jedině transparentní a informovaný trh může optimálně plnit svou základní funkci, tj. roli prostředníka mezi poptávkou po kapitálu a jeho nabídkou.

Průběžná informační povinnost kromě toho plní důležitou úlohu prevence před využíváním důvěrných informací - § 81 zákona o cenných papírech (insider trading). Včasné oznámení informace, která se týká hospodářské nebo finanční situace emitenta a která je způsobilá vyvolat významnou změnu kurzu cenného papíru, a její uveřejnění odpovídajícím způsobem znemožní osobě s privilegovaným přístupem k informaci její využití na úkor ostatních investorů. Jelikož důvěrná informace předpokládá splnění podmínky, že dosud nebyla uveřejněna, pozbude uveřejněním důvěrnou povahu a zákaz využívání důvěrných informací podle § 81 zákona o cenných papírech se neuplatní. Důsledné plnění informační povinnosti ad hoc tak přispívá k efektivitě a transparentnosti kapitálového trhu též z hlediska rovného přístupu k informacím, čímž významně posiluje důvěru investorů v tento trh. Z toho plyne nutnost posuzovat a vykládat ustanovení § 80c odst. 2 písm. b) zákona o cenných papírech ruku v ruce s předpisy o zákazu využívání důvěrných informací (v důležitém pojmovém znaku „schopnosti významně ovlivnit kurz cenného papíru“ se ostatně definice informací podléhajících uveřejnění podle § 80c odst. 2 písm. b) a tzv. „důvěrných informací“ podle § 81 odst. 1 zákona o cenných papírech shodují).

S ohledem na popsany účel musí emitent registrovaných cenných papírů zvolit v konkrétním případě takový způsob uveřejnění, který zajistí informovanost široké investorské obce, rovný přístup k informacím na kapitálovém trhu (rovnost příležitostí, zákaz exkluzivity určitých okruhů osob) a stav, kdy osoby s privilegovaným přístupem tyto informace nevyužívají na úkor osob nepriviligovaných.

Nejde o to, aby se kurzotvorná informace dostala ke všem účastníkům kapitálového trhu; takový požadavek by byl s ohledem na jejich počet a často rozdílnou angažovanost ve vyhledávání kurzotvorných informací nereálný. Postačí, dospěje-li k těm z nich, kteří se vyhledáváním informací o registrovaných cenných papírech a jejich emitentech a jejich případnou analýzou aktivně zabývají (viz zmíněná rovnost příležitostí), ať již soustavně, na

profesionální úrovni, nebo příležitostně na amatérské bázi. K těmto investorům se však informace musí dostat současně, resp. každý musí mít stejnou příležitost, aby se s takovou informací seznámil ve stejný okamžik, bude-li mít zájem. V žádném případě nelze připustit zvýhodnění profesionálních investorů (zejména institucionálních), poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu (obchodníků s cennými papíry) či jiné exkluzivní skupiny účastníků kapitálového trhu. Nesofistikovaní investoři sice mají možnost využít služeb zmíněných profesionálů, rovnost přístupu k informacím a příležitostem na kapitálovém trhu by však měla platit, i když se rozhodnou investovat přímo. Uvedený přístup plně odpovídá nejmodernějším trendům v oblasti plnění informační povinnosti na vyspělých kapitálových trzích¹.

K průběžnému uveřejňování informací o hospodářské a finanční situaci by tak mělo docházet způsoby, které zajistí širokou informovanost trhu na bázi nediskriminace a současně s co nejkratší časovou prodlevou – viz opět vazba na úpravu zákazu obchodování s využitím privilegovaných informací.

V úvahu připadají v každém případě zprávy v celostátně distribuovaných periodikách, popř. tiskovinách specializovaných na problematiku kapitálového trhu (ne už však v lokálních občasnících, stranou zájmu většiny investorské obce apod.). Totéž platí o netištěných médiích, především o rozhlasovém či televizním vysílání s celostátním dosahem. Výhradně regionálně dostupné vysílání na druhé straně požadavku dostatečně široké distribuce nevyhoví.

Zvláštní kapitolu tvoří elektronická média. Vzhledem k rostoucí elektronické gramotnosti domácího investorského publika a k rapidnímu nárůstu dostupnosti počítačové sítě internet tuzemským občanům považuje Komise elektronická média za srovnatelná ostatním komunikačním médiím. Lze namítnout, že prostředky elektronické komunikace nejsou dostupné všem účastníkům kapitálového trhu, totéž však platí o jakémkoliv tištěném či jiném periodiku. Ani předplatné výhradně ekonomicky zaměřených deníků nepatří k obvyklým položkám v rozpočtu průměrné tuzemské domácnosti, přesto nelze pochybovat, že uveřejnění v takovém deníku požadavku na dostatečnou informovanost investorské veřejnosti vyhoví.

K řádnému uveřejnění prostřednictvím elektronických médií ovšem dojde pouze za podmínky dostatečné šíře okruhu adresátů příslušného sdělení a jejich nediskriminace. Informaci nebude možné považovat za uveřejněnou, jestliže jí emitent zpřístupní výhradně úzkému okruhu zpravidla profesionálních účastníků trhu prostřednictvím elektronických terminálů dosažitelných jen proti úhradě zvláštních uživatelských poplatků (Reuters, Bloomberg apod.). Pro volbu elektronických médií platí stejná pravidla jako pro všechna ostatní – způsob uveřejnění musí zajistit současnou dostupnost informace co nejširšímu okruhu investorů. Umístění na vlastní webovské stránce emitenta tomuto požadavku obvykle nevyhoví, ledaže se jedná o masivně a pravidelně navštěvovanou centrální informační adresu.

Výše uvedené způsoby uveřejňování kurzotvorných informací sice mohou zvýšit náklady emitenta registrovaných cenných papírů, z dlouhodobého hlediska se však jeví jako účelně vynaložené. Je prokázáno, že využívání důvěrných informací citelně podkopává důvěru investorů v konkrétní emisi, což vede k vyloučení přístupu nedostatečně informujícího emitenta k finančním prostředkům na kapitálovém trhu. Jedině řádné plnění informační

¹ Srov. zejména materiál nazvaný Selective Disclosure and Insider Trading (Regulation Fair Disclosure), který přijal regulátor amerického kapitálového trhu, Securities and Exchange Commission, s účinností od 23. října 2000. Podle pravidla 101 (e) jsou emitenti povinni zvolit takový způsob uveřejnění, který je způsobilý zajistit širokou, neexkluzivní distribuci informace veřejnosti („method (or combination of methods) of disclosure that is reasonably designed to provide broad, non-exclusionary distribution of the information to the public“).

povinnosti popsanými způsoby může přispět ke vstřebání předmětné skutečnosti účastníky kapitálového trhu a promítnout tuto informaci do kursu cenného papíru.

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

Kontaktní osoba: Marek Spurný, 21096463