

Důvodová zpráva

k vyhlášce č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

I. Obecná část

Komise pro cenné papíry (dále jen „Komise“) na základě zmocnění podle § 125 odst. 6 písm. c) a d) a § 199 odst. 2 písm. s) zákona o podnikání na kapitálovém trhu předkládá vyhlášku, kterou se stanoví podrobnější pravidla pro prezentaci informací doporučujících investiční strategie, resp. investiční rozhodnutí, a pro zveřejňování zájmů a konfliktů zájmů. Zpracovaný návrh vyhlášky vychází z nutnosti transponovat do českého právního řádu relevantní evropské směrnice, a to směrnicí č. 2003/6/EC o zneužívání trhu a směrnicí č. 2003/125/EC implementující směrnicí č. 2003/6/EC o zneužívání trhu, pokud jde o poctivou prezentaci investičních doporučení a uveřejňování zájmů a konfliktů zájmů.

Osoby provádějící výzkum trhu, publikující jeho výsledky a veřejně doporučující investiční strategii, resp. investiční rozhodnutí, hrají na kapitálovém trhu významnou roli. Jedná se o nezávislé analytiky, obchodníky s cennými papíry, banky a další osoby, které veřejně prezentují své názory na budoucí vývoj trhu. Integrita trhu a správné fungování jeho mechanismů vyžaduje, aby tyto osoby při výzkumu, jeho prezentaci a uveřejňování svých doporučení jednaly s odbornou péčí, transparentně, férově, čestně a nezávisle. Cílem nové právní úpravy je zajistit tyto požadavky na objektivitu a férovost investičních doporučení adresovaných veřejnosti a také působit preventivně v oblasti střetů zájmů, a to v souladu s právem Evropských společenství. Vyhláška neukládá žádné povinnosti nad rámec citovaných směrnic.

Základními povinnostmi či zásadami při tvorbě nebo šíření investičních doporučení jsou povinnost identifikace jejich tvůrců či šířitelů, povinnosti poctivé, úplné a nezavádějící prezentace doporučení a povinnosti uveřejňování zájmů a potenciálních střetů zájmů tvůrců doporučení.

Vyhláška reguluje pouze ta investiční doporučení, která jsou určena k šíření, tedy mezi veřejnost (přímo nebo prostřednictvím třetí osoby či distribučního kanálu). Pravidla se proto nevztahují na individuální investiční poradenství, prováděné zpravidla v souvislosti s poskytováním investičních služeb obchodníkem s cennými papíry nebo jinými osobami (poradci, investiční zprostředkovatelé) vůči jejich zákazníkům, jestliže tyto informace a doporučení nejsou nebo nemají být šířeny mezi veřejnost (např. krátkodobá doporučení k investičním rozhodnutím pocházející z prodejního či obchodního oddělení obchodníka s cennými papíry nebo banky určená pouze klientům).

Vyhláška používá obecný termín „šíření“ investičních doporučení. Šířením investičního doporučení je totiž nejen jeho uveřejnění (ve smyslu přímé publikace v novinách či na webové stránce), ale i jeho předání třetí osobě (distribuční kanál), o které se předpokládá, že jej uvede ve veřejnou známost (tisková agentura, noviny).

Vyhláška také zohledňuje, že investiční doporučení jsou šířena i jinak než v písemné formě. Vztahuje se tak i na šíření investičních doporučení formou televizního či rádiového vysílání, tiskových konferencí, prezentací pro investory apod.

Vyhláška nereguluje postup tvůrce při tvorbě investičního doporučení, tj. nereguluje kdy a jaké investiční doporučení může vydat, z čeho má při jeho tvorbě vycházet, jak hodnotit data,

jaké metody používat apod. Tento postup je u regulovaných osob předmětem jejich obecné povinnosti jednat s odbornou péčí (pro obchodníky s cennými papíry stanoveno v § 15 odst. 1 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu). Z hlediska vyhlášky je lhostejné, jakou metodu tvůrce k analýze použije, z jakých zdrojů a údajů vychází a jak je hodnotí. Je však třeba, aby všechny tyto informace byly v investičním doporučení uvedeny a aby tvůrce či šířitel byl schopen na žádost Komise doložit jeho odůvodněnost.

V praxi často investiční doporučení šíří jiné osoby než tvůrci investičního doporučení (např. obchodník s cennými papíry vytvoří doporučení a publikuje jej na své webové stránce, odtud jej přebere tisková agentura a od ní zase konkrétní noviny). Proto vyhláška rozlišuje v povinnostech mezi tvůrci doporučení a šířiteli doporučení vytvořených třetími osobami. Je však zřejmé, že tvůrcem a šířitelem někdy může být jedna a tatáž osoba (např. obchodník s cennými papíry vytvoří doporučení, které uveřejní na své webové stránce). Na takovou osobu se samozřejmě vztahují pravidla pro tvorbu doporučení.

Tvůrci jsou primárně odpovědní za vlastní obsah investičního doporučení. Na šířitele doporučení vytvořených třetími osobami se kromě povinnosti identifikace kladou povinnosti v zásadě pouze tehdy, šíří-li doporučení změněné, upravené či zkrácené a stává se tak fakticky také jeho „tvůrcem“.

Komise bude muset v souvislosti se zavedením nových povinností zavést systém monitorování investičních doporučení, zahrnující způsob a kritéria hodnocení souladu investičních doporučení s požadavky právních předpisů. Zároveň bude muset na tuto činnost vyčlenit určité zdroje. Lze odhadovat, že náklady na zavedení budou v řádech statisíců korun (úprava a doplnění informačního systému a sběru dat).

Nová právní úprava se dotkne zejména obchodníků s cennými papíry, bank, poradenských společností a distributorů ekonomických informací (tiskové agentury, noviny, provozovatelé serverů s ekonomickými informacemi). Zavedení nových pravidel bude pro regulované osoby představovat zvýšení nákladů. V rámci usnadnění aplikace vyhlášky hodlá Komise připravit v souladu se svou obvyklou praxí k vybraným otázkám určitý vzor vycházející ze standardů na evropských trzích, kde již byla směrnice transponována.

Návrh vyhlášky je slučitelný s ústavním pořádkem České republiky a s právem Evropských společenství.

II. Zvláštní část

K § 1

Ustanovení vymezuje předmět úpravy v souladu se zákonným zmocněním.

K § 2

Ustanovení vymezuje základní pojmy používané vyhláškou.

Odstavec 1 navazuje na zákonné vymezení pojmu investiční doporučení. Je nutné zdůraznit, že investičním doporučením není pouze výslovně formulované doporučení typu „prodat“, „koupit“ nebo „držet“, ale i jiné informace, z nichž doporučení plyne implicitně (např. stanovisko ohledně současné nebo budoucí hodnoty či ceny investičních nástrojů, údaje o

cílové ceně, vyjádření typu „příští týden bude vhodný k vybírání zisků“ apod.). Při hodnocení, zda jde či nejde o investiční doporučení, je třeba posuzovat ad hoc konkrétní informaci podle jejích materiálních znaků. Formální označení informace (např. text „Toto není investiční doporučení“) je irelevantní. Investiční doporučení může být formulováno jak výslovně, například doporučením ke koupi, držení nebo prodeji, tak implicitně, například stanoviskem ohledně současné nebo budoucí hodnoty či ceny finančních nástrojů či emitentů finančních nástrojů.

Je nutné zdůraznit, že v souladu se zákonnou definicí investičním doporučením není informace poskytovaná v rámci individuálního investičního poradenství zákazníkům, která nemá být veřejně dostupná, ani jiná informace, která není určena k uveřejnění a jejíž uveřejnění nelze důvodně očekávat. Individuálním investičním poradenstvím se rozumí osobní doporučení klientovi, obzvláště neformální krátkodobá doporučení k investičním rozhodnutím, která pocházejí z prodejních či obchodních oddělení obchodníka s cennými papíry nebo banky a jsou určena jejich klientům.

Pojem investiční doporučení se zpřesňuje negativním vymezením - investičním doporučením není informace podávaná individuálně, která není určena veřejnosti. Za investiční doporučení ve smyslu vyhlášky také zpravidla nelze považovat obecné ekonomické studie, předpovědi vývoje či analýzy bez vazby na konkrétní investiční nástroj nebo jeho emitenta. Stejně tak nelze za investiční doporučení možno považovat globální, odvětvové či sektorové analýzy. Za investiční doporučení by však bylo možné je považovat tehdy, pokud by z textu takové analýzy bylo možné usoudit na konkrétní investiční doporučení týkající se konkrétního investičního nástroje (např. existuje-li na trhu jediný „chemický“ titul a analytik uveřejní „odvětvovou analýzu“ obsahující informaci, že doporučuje prodávat „chemické tituly“).

Odstavec 2 vymezuje pojem „šíření“. Jeho rozsah je širší než u „uveřejnění“, protože šířením může být nejen samotné zpřístupnění informace veřejnosti, ale i její předání tomu, kdo se uveřejňováním informací zabývá (distribuční kanál). Investiční doporučení tedy mohou šířit jak přímo jeho tvůrci, tak i jiné osoby (novináři, tiskové agentury, informační servery apod.).

Odstavec 3 vymezuje pojem „propojené osoby“. Implementační směrnice používá pojem „related legal person“, který však není v právním řádu ES nikde definován. Komise proto musela tento pojem pro účely vyhlášky definovat.

Odstavce 4 a 5 vymezují pojmy „povinná osoba“ a „kvalifikovaná povinná osoba“, používané v textu vyhlášky.

K § 3

Odstavec 1 upravuje základní povinnosti všech tvůrců a šířitelů investičních doporučení. Cílem je poskytovat investorům korektní, pravdivé a především nezavádějící informace. Vyhláška přímo nenařizuje způsob plnění povinností, ale zakotvuje pouze žádoucí výsledek. Směrnice 2003/125/EC používá v této souvislosti obrat „...take reasonable care... to ensure...“, tedy „vynaložit přiměřenou či náležitou péči“. Cílem úpravy zde je, aby povinná osoba vyvinula přiměřenou snahu k zajištění dosažení žádoucího výsledku.

Uvedený požadavek mj. zohledňuje český právní řád v § 125 odst. 6 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kde používá termín „...musí vynaložit přiměřenou péči k tomu, aby...“, a dále v § 192 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kde je obecně vymezena

podmínka odpovědnosti za správní delikt podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Povinná osoba podle tohoto ustanovení neodpovídá za správní delikt (v daném případě porušení povinnosti poctivé prezentace doporučení podle zákona, resp. vyhlášky), pokud prokáže, že vynaložila veškeré úsilí, které je možno požadovat, aby porušení povinnosti zabránila. Tento obecný liberační důvod má tedy stejné důsledky a plní stejný účel jako pojem „reasonable care“ v implementační směrnici.

Pokud se hovoří o povinnosti identifikovat tvůrce a zpracovatele, musí být identifikována musí být jak fyzická osoba připravující doporučení, např. analytik nebo makléř, tak osoba, jejímž jménem se doporučení tvoří, zpravidla obchodník s cennými papíry či jiná společnost).

Odstavec 2 stanoví, vzhledem k možnosti tvorby a šíření investičních doporučení v rámci celé Evropské unie, povinnost regulovaných osob (tj. obchodníků s cennými papíry a bank) publikovat spolu s doporučením označení příslušného dozorového úřadu. Příslušným dozorovým úřadem je podle čl. 11 směrnice o zneužívání trhu ten úřad, který dozoruje plnění pravidel plynoucích ze směrnice. Není-li tvůrce doporučení regulován, ale podléhá jiným, zejména samoregulačním pravidlům či standardům (code of conduct apod.), je třeba odkaz na tato pravidla do doporučení také uvést.

K § 4

Upravuje pravidla pro uveřejňování zájmů a střetů zájmů.

Zájmy a střety zájmů osob produkujících investiční doporučení mohou ovlivnit objektivitu doporučení a jejich prezentaci, s následným negativním dopadem na důvěru investorů v kapitálový trh. Proto vyhláška upravuje obecné povinnosti uveřejnit zájmy a střety zájmů těchto osob, což umožňuje investorům vnímat kontext konkrétního investičního doporučení a vyhodnotit si její.

Protože nelze předem uspokojivě definovat, o jaké zájmy by se mělo jednat, používá vyhláška neurčitý právní pojem „významný finanční zájem“ týkající se doporučovaných investičních nástrojů. Jedná se o skutečnosti finančního charakteru, které mohou potenciálně ovlivnit objektivitu publikovaných investičních doporučení. Výklad tohoto pojmu však bude nutno provádět ad hoc. Vždy bude nezbytné hodnotit konkrétní skutečnost, vztah či okolnost s ohledem na to, zda mohou ovlivnit objektivitu investičního doporučení. Významným finančním zájmem tak nebude např. vlastnictví jedné akcie v emisi milionu kusů. Bližší vymezení pojmu významný finanční zájem Komise předpokládá přinést v rámci své výkladové praxe.

Dostupnost nebo předpokládanou dostupnost informací o zájmech a střetech zájmů osobám, které tvoří investiční doporučení, bude nutné posuzovat podle nastavení tzv. čínských zdí v rámci konkrétních povinných osob.

K § 5

Investiční doporučení často šíří i jiné osoby než které je tvoří (přebírající tiskové agentury, informační servery apod.). Investiční doporučení lze šířit v nezměněné i významně změněné podobě, lze také šířit jeho shrnutí.

Základní povinností je identifikace povinné osoby - šířitele. Identifikace je však nutná pouze v případě, kdy šířitel jedná při šíření v rámci své vlastní odpovědnosti. Pokud je šířitel pouze

obstaravatelem a šíří (např. na základě smlouvy) investiční doporučení jménem jeho tvůrce, povinnosti podle tohoto paragrafu se na něj nevztahují.

Pokud je šířeno významně změněné investiční doporučení (tzn. netýká se jakýchkoliv změn, např. drobných či formulačních), je třeba tuto změnu v šířené informaci popsat. V případě změny stupně či směru doporučení (např. z „držet“ na „prodat“ a obdobné) musí šířitel splnit stejné povinnosti, jako kdyby investiční doporučení sám vytvořil.

Důležitým opatřením je také možnost „dopátrat“ se původního investičního doporučení, které šířitel pozměnil a teprve poté rozšířil. Proto vyhláška stanoví povinnost šířitele – právnické osoby zajistit, aby investor měl možnost zjistit originální informace, jsou-li veřejně dostupné. Tuto povinnost šířitel splní např. tím, že uvede originální zdroj doporučení na webové stránce apod.

Často také dochází k šíření souhrnů několika investičních doporučení či výňatků z doporučení (samotných instrukcí či cenových cílů). To se týká zejména informačních agentur (typu Reuters či Bloomberg) nebo informačních serverů, které šíří pouze krátká sdělení obsahující pouze podstatu investičního doporučení (např. společnost ABC doporučuje koupit akcie XYZ). V takovém případě by měl šířitel zajistit jasnost sdělení a odkazy na relevantní zdroje informací, ze kterých souhrny vycházejí. Jiné povinnosti se na šířitele v tomto případě nevztahují.

K § 6

Ustanovení upravuje nad rámec obecného § 3 další pravidla pro tzv. kvalifikované povinné osoby. Tyto osoby mají z povahy své činnosti významnější vliv na finanční trh a předpokládá se zde také určitá pravidelnost tvorby a publikace investičních doporučení a obecně vyšší důvěryhodnost jejich investičních doporučení (jakožto profesionálů) mezi veřejností. Proto je jejich jednání podřízeno dalším pravidlům.

Ustanovení používá stejnou formulaci povinnosti jako § 3, tedy formou obligatorních výsledků (povinnost přiměřené péče).

Odstavec 1 písm. a) stanoví povinnost přiměřeně uvést v doporučení všechny podstatné zdroje informací. Není tedy třeba zde uvádět každý dílčí či podpůrný zdroj (zpravidla jich bývá celá řada), ale pouze ty zdroje, jejichž informace jsou rozhodující pro konkrétní investiční doporučení.

Odstavec 1 písm. b) hovoří o přiměřeném shrnutí metod ohodnocení investičního nástroje. Není třeba rozebírat detailně použitou metodu analýzy, ale je třeba uvést její základní charakteristiku nebo místo, kde lze její popis nalézt (viz níže odst. 2). Pokud jde např. o doporučení na základě pouhého expertního odhadu, je třeba, aby to z doporučení vyplývalo.

Odstavec 1 písm. c) požaduje upřesnit, co se doporučením rozumí. Např. zdánlivě jednoznačné doporučení „koupit“ se může významem lišit – u některého obchodníka s cennými papíry takové doporučení znamená, že titul má růstový potenciál nad 5 %, u jiného nad 15 %, význam má též časový horizont apod.

Odstavec 2 dopadá na ty případy, kdy by povinné uvádění řady doplňujících informací do samotného textu investičního doporučení znesnadnilo jeho prezentaci a ve svém důsledku fakticky zmařilo účel doporučení. Vyhláška zde dává kvalifikované povinné osobě možnost uveřejnit doplňující informace na internetu za podmínky, že samotné investiční doporučení bude na tyto informace zřetelně odkazovat.

K § 7

Stejně jako v § 6 této vyhlášky a ze stejných důvodů se v oblasti uveřejňování zájmů a jejich střetů stanoví některá doplňující pravidla pro obsah investičních doporučení tvořených kvalifikovanými povinnými osobami.

Odstavec 1 písm. a) až c) konkretizují zájmy, které je třeba uveřejnit. Jsou jimi zejména majetkové účasti ve společnostech, jichž se investiční doporučení týká a naopak majetkové účasti těchto společností na producentech investičního doporučení. V souladu s návrhem implementační směrnice je práh pro uveřejnění stanoven na 5% základního kapitálu všech těchto společností. Uveřejňování všech, byť minimálních, podílů by bylo kontraproduktivní, protože by zatěžovalo nejen samotné producenty doporučení, ale i samotné investory, a zároveň nelze předpokládat, že by velmi malé podíly příliš ovlivňovaly objektivitu investičních doporučení. Další finanční zájmy tvůrců doporučení vzhledem k emitentům hodné uveřejnění nelze předem exaktně vymezit, zcela konkrétní obsah tak musí přinést praxe posuzovaná v konkrétních případech.

Odstavec 1 písm. d) až g) požaduje publikaci informací pouze v případech, kdy relevantní skutečnosti nastaly nebo existují. Není tedy třeba uvádět negativní informace o tom, že tvůrce doporučení není tvůrcem trhu, nemá žádnou smlouvu s emitentem apod.

Odstavec 1 písm. h) a i) se vztahuje pouze na obchodníky s cennými papíry a banky. Neobjektivní investiční doporučení by mohlo vzniknout tam, kde osoby vytvářející doporučení byly finančně zainteresovány na výsledcích obchodů, které obchodník s cennými papíry nebo banka sami provádějí. Proto se stanoví povinnost tuto skutečnost uveřejnit.

Odstavec 3 zakotvuje pro obchodníky s cennými papíry a banky, kteří tvoří investiční doporučení, povinnost čtvrtletní publikace poměru jednotlivých stupňů všech aktuálně platných investičních doporučení typu „prodat“, „držet“, „koupit“ a jim podobných a zároveň publikace podílu emitentů, kterým obchodník s cennými papíry nebo banka poskytli v uplynulých 12 měsících služby významného rozsahu, a to zvláště pro každý stupeň investičních doporučení.

Stejně jako § 6 obsahuje i toto ustanovení možnost neuvádět všechny informace přímo v investičním doporučení, ale uvést je na internetu a v investičním doporučení na ně pouze zřetelně odkázat.

K § 8

Stejně jako v § 6 a 7 této vyhlášky a ze stejných důvodů se v oblasti šíření investičních doporučení vytvořených třetími osobami stanoví některá doplňující pravidla pro obchodníky s cennými papíry a banky a fyzické osoby pro ně pracující.

Šíří-li taková osoba investiční doporučení vytvořené třetí osobou, které dosud nebylo uveřejněno, musí dodržovat povinnosti oznámit své zájmy a střety zájmů stejně jako tvůrce doporučení. Pokud taková osoba významně pozmění šířené investiční doporučení, vztahují se na ni logicky stejná ustanovení jako na samotného tvůrce doporučení uvedená v předchozích ustanoveních vyhlášky.

K § 9

Odstavce 1 a 2 se zabývají problematikou zahraničních obchodníků s cennými papíry a bank. Vzhledem k tomu, že by se zákonná úprava a na ni navazující vyhláška měly vztahovat nejen na osoby podle českého práva, ale na osoby s charakterem obchodníka s cennými papíry nebo banky či jiné úvěrové instituce v celé EU (čl. 10 směrnice o zneužívání trhu), je nezbytné vztáhnout pravidla poctivé prezentace i na tyto zahraniční osoby bez ohledu na jejich pojmenování podle zahraničního právního řádu (tedy *investiční firmy* podle směrnice č. 93/22/EEC o investičních službách a *úvěrové instituce* ve smyslu směrnice č. 2000/12/EC o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu).

Ustanovení vyhlášky se rovněž vztahují na osoby s charakterem obchodníka s cennými papíry nebo banky pocházející ze zemí mimo EU, které v České republice působí prostřednictvím pobočky.

Odstavec 3 se týká jiných než písemných investičních doporučení. V případě jiné než písemné formy investičního doporučení (TV, rozhlas) může být obtížnější dodržet všechna výše uvedená pravidla, ale nelze na ně rezignovat. Proto se zakotvuje povinnost přiměřeného použití těchto pravidel.

Odstavec 4 řeší střet mezi pravidly podle této vyhlášky a pravidly podle jiných právních předpisů. Obchodníci s cennými papíry či banky mají zavedeny tzv. čínské zdi. V konkrétním případě zpravidla jde o informační bariéry mezi analytiky a ostatními organizačními složkami podniku (např. útvarem investičního bankovníctví apod.). Důsledkem regulace poctivé prezentace investičních doporučení by nemělo být porušování těchto opatření, postupů a bariér. Proto ustanovení odstavce 4 zakotvuje výjimku, že informace o zájmech podle tohoto ustanovení tak nemusí obchodník s cennými papíry nebo banka v investičním doporučení uvádět, pokud by tím měla být zavedená bariéra překročena. Například jde o situaci, kdy analytik nemá díky informační bariéře informace o konkrétním zájmu banky (např. o majetkové účasti). V takovém případě by striktní požadavek na publikaci této informace v analytickově investičním doporučení vedl k nežádoucímu překročení zavedené informační bariéry.

Odstavec 5 se zabývá problematikou novinářské profese.

Novináři při své činnosti také mohou tvořit informace, které mohou mít povahu investičních doporučení. Je však třeba vždy vážit, zda podávaná informace podléhá definici investičního doporučení v § 2, zejména zda informace přímo vyjadřuje konkrétní doporučení nebo zda jde pouze o informování o skutečnostech nebo publikaci názoru. Z důvodu ochrany novinářské profese a ústavně zakotvené svobody projevu stanoví vyhláška výjimku - povinnosti stanovené touto vyhláškou se nevztahují na novináře, pokud jedná v souladu s pravidly novinářské profese a v souvislosti s touto činností nezíská přímo nebo nepřímo jakýkoliv prospěch nad rámec obvyklé odměny.

Jedná se o formulaci shodnou s formulací, která v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu určuje, kdy nějaké jednání není manipulací s trhem – viz. § 126 odst. 2 písm. c) zákona.

K § 10

Stanoví účinnost vyhlášky. Komise předpokládá legisvakanci v délce cca dvou měsíců.