

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Štefan Král

Povinnosti tzv. kótovaných akciových společností

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: prof. JUDr. Stanislava Černá, Csc.

Katedra obchodního práva

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 17. listopadu 2015

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem předloženou diplomovou práci vypracoval samostatně a že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny. Dále prohlašuji, že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 18. 11. 2015

Štefan Král

Poděkování

Děkuji svým rodičům za podporu po celou dobu studia.

Obsah

Úvod.....	6
1. Vymezení vybraných pojmů.....	8
1.1. Kótace a kótovaný cenný papír.....	8
1.2. Kótovaná akciová společnost.....	9
1.3. Zúžený pojem <i>kótovaná akciová společnost</i> pro účely této práce.....	10
1.4. Dílčí závěr.....	12
2. Kapitálový trh v České republice – vývoj a současný stav.....	13
2.1. Význam kapitálového trhu.....	13
2.2. Privatizace a kótované akciové společnosti v České republice.....	14
2.3. Současný stav.....	16
2.4. Dílčí závěr.....	17
3. Geneze právní úpravy.....	18
3.1. Současný právní rámec a vymezení vybraných důležitých pojmů.....	19
3.1.1. Kótace a kótovaná akciová společnost.....	19
3.2. Význam evropského práva pro povinnosti kótovaných akciových společností.....	23
3.3. Dílčí závěr.....	25
4. Povinnosti kótovaných akciových společností.....	26
4.1. Význam informačních povinností.....	26
4.2. Základní zásady a dělení informačních povinností.....	28
5. Periodické informační povinnosti.....	30
5.1. Výroční zpráva dle § 118 ZPKT.....	30
5.1.1. Způsob uveřejnění.....	30
5.1.2. Vybrané náležitosti výroční zprávy dle § 118 odst. 4 ZPKT.....	32
5.1.3. Náležitosti výroční zprávy dle § 118 odst. 5 ZPKT vztahující se na kótované akciové společnosti.....	36
5.1.4. Vztah zákona o podnikání na kapitálovém trhu a zákona o účetnictví v souvislosti s výroční zprávou.....	38
5.2. Pololetní zpráva.....	39
5.3. Zpráva statutárního orgánu – čtvrtletní zpráva.....	40
5.4. Dílčí závěr.....	41
6. Průběžné informační povinnosti.....	42
6.1. Vnitřní informace.....	42
6.1.1. Úvod.....	42

6.1.2.	Vymezení vnitřní informace	44
6.1.3.	Přesnost informace.....	45
6.1.4.	Přímý nebo nepřímý vztah vnitřní informace k investičnímu nástroji, emitentovi nebo jiné významné skutečnosti	47
6.1.5.	Neveřejnost	48
6.1.6.	Schopnost významně ovlivnit kurz nebo výnos investičního nástroje po uveřejnění	49
6.1.7.	Povinnost uveřejnit vnitřní informace	51
6.2.	Manažerské transakce dle § 125 odst. 5	53
6.3.	Oznamovací povinnost o nabytí a pozbytí podílu na hlasovacích právech.....	55
6.4.	Volba členského státu EU emitentem dle § 123.....	56
6.5.	Informační povinnosti spojené s konáním valné hromady či jiného shromáždění vlastníků	56
6.5.1.	Úvod	56
6.5.2.	Informační povinnost dle § 120b ZPKT	57
6.5.3.	Povinnosti nikoliv informační vztahující se k valné hromadě.....	58
6.6.	Dílčí závěr	65
7.	Správa a řízení společností	67
7.1.	Povinnost dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT	67
7.2.	Kořeny úpravy a teorie správy obchodních společností.....	68
7.2.1.	Vymezení správy obchodních společností.....	68
7.2.2.	„Comply or explain“ zásada	69
7.2.3.	Kodex správy a řízení společností založený na principech OECD	71
7.3.	Srovnání kótovaných akciových společností založených dle českého práva z pohledu plnění povinnosti dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT	71
7.4.	Dílčí závěr	73
	Závěr	74
	Seznam použitých zdrojů.....	75
	Resumé: Povinnosti tzv. kótovaných akciových společností	78
	Abstract: Obligations of the so-called listed joint-stock companies.....	79
	Klíčová slova	80
	Keywords.....	80

Úvod

V diplomové práci se zabývám vybranými povinnostmi, které tzv. kótovaným akciovým společnostem ukládají právní předpisy platné a účinné v České republice. Cílem této práce je v první řadě představit čtenáři ucelený pohled na vybrané povinnosti tzv. kótovaných akciových společností. Z důvodu roztržité úpravy povinností kótovaných akciových společností si dávám za úkol vybrané povinnosti těchto společností popsat a prozkoumat v ucelené podobě, zejména s ohledem na evropské právo, které v této oblasti prochází mnohými změnami, které se v dohledné době nevyhnutelně dotknou také právního řádu České republiky. Nad rámec deskripce platné, účinné a připravované právní regulace je cílem této práce zanalyzovat vybrané instituty práva kótovaných akciových společností a srovnat jejich stávající úpravu s úpravou minulou. V neposlední řadě si v diplomové práci kladu za cíl posoudit, zda je aktuální úprava vybraných povinností efektivní, tj. zda přispívá k rozvoji kapitálového trhu v České republice.

Rozvinuté kapitálové trhy jsou tradičně znakem rozvinuté ekonomiky i rozvinutého právního řádu. Důkazem je, že nejrozvinutější kapitálové trhy, včetně akciových, se vyvinuly v zemích, které jsou v posledních desetiletích a stoletích ekonomickými velmocemi.¹ K tomu, aby se mohl kapitálový trh v určitém místě úspěšně rozvíjet, je, kromě dalších faktorů jako je např. historická koncentrace kapitálu, sídel velkých společností a doprovodných služeb (banky, právnícké kanceláře, investiční společnosti a další), důležitá také úroveň správy a řízení akciových společností. Podmínkou pro úspěšný rozvoj kapitálových trhů je, aby byly kótované akciové společnosti spravovány efektivně, tj. takovým způsobem, který poskytuje dostatečné prostředky pro uplatňování zájmů všech zúčastněných stran (majoritních i minoritních akcionářů, managementu, věřitelů či dalších stakeholderů).

Předmětem této práce je analýza vybraných informačních povinností tzv. kótovaných akciových společností, a to informační povinnosti průběžné a periodické. Jiné povinnosti vyplývající z obchodního práva, práva obchodních korporací či práva daňového nejsou předmětem zkoumání a dotýkám se jich v diplomové práci pouze okrajově.

Mezi metody, které jsem k naplnění výše uvedených cílů v diplomové práci používal patří deskripce a analýza právních předpisů, komparace vnitrostátního právního řádu a evropského práva a neprávní analýza skutečného vývoje kapitálového trhu.

¹ Srov. např. New York Stock Exchange (NYSE) nebo NASDAQ ve Spojených státech amerických, London Stock Exchange (LSE) ve Velké Británii, Tokyo Stock Exchange (TSE) v Japonsku či Börse Frankfurt v Německu.

Diplomovou práci jsem rozčlenil do sedmi kapitol. Na začátku každé kapitoly jsem si položil otázku, na kterou se v závěru každé kapitoly snažím nalézt odpověď. Každá kapitola má také stanovený svůj dílčí cíl.

Cílem první kapitoly je vymezení pojem kótovaná akciová společnost pro účely této diplomové práce. V první kapitole odpovídám na otázku, zda existuje pouze jedno možné vymezení pojmu kótovaná akciová společnost, nebo zda je pojem neurčitý a skýtá různé možnosti výkladu.

Ve druhé kapitole nastiňuji význam kapitálového trhu pro ekonomiku a stručně připomínám specifický vývoj kapitálového trhu v České republice od 90tých let do současnosti. Cílem této kapitoly je přiblížení specifické české situace, která měla vliv na vývoj právní úpravy kapitálového trhu, včetně vývoje informačních povinností kótovaných akciových společností. V této kapitole odpovídám na otázku, jaký měla privatizace a následný vývoj na kapitálovém trhu podíl na tom, jak dnes vypadají informační povinnosti kótovaných akciových společností.

Ve třetí kapitole navazuji na kapitolu druhou, ovšem popisem právního vývoje. Zbývám se srovnáním a postupnou transpozicí evropského práva v oblasti kapitálového trhu do českého právního řádu.

Čtvrtá kapitola popisuje aktuální rozsah, význam a důvody ke kodifikaci povinností (zejména poskytování informací) kótovaných akciových společností. Je také terminologickou přípravou pro následující dvě, pro tuto diplomovou práci stěžejní kapitoly.

Pátá kapitola pojednává o periodických informačních povinnostech kótovaných akciových společností. Cílem této kapitoly je zanalyzovat účinnou a připravovanou úpravu a odpovědět si na otázku, které výhody a nevýhody se pojí s uvedenými povinnostmi z pohledu účastníka kapitálového trhu.

V šesté kapitole popisují vybrané průběžné informační povinnosti, zejména ve vztahu k vnitřním informacím, manažerským transakcím a informacím týkajících se konání valné hromady. Dále porovnávám stávající úpravu průběžných informačních povinností s jejich navrhovanými změnami a odpovídám na otázku, kdy a za jakých okolností jsou průběžné informace pro potenciálního investora důležitější než informace periodické. V šesté kapitole se snažím najít odpověď na otázku, zda jsou navrhované změny spíše kladné či záporné pro vývoj kapitálového trhu v České republice.

V sedmé kapitole se věnuji povinnosti kótovaných společností přijmout kodex správy a řízení společností, ukotvení této povinnosti s právním řádě a její význam. V této kapitole si také odpovídám na otázku, zda a jakým způsobem je tato povinnost v praxi.

1. Vymezení vybraných pojmů

1.1. Kótace a kótovaný cenný papír

Pojem kótovaný cenný papír byl do českého právního řádu zaveden zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“ nebo „ZPKT“), v jeho prvním znění s účinností od 1. 5. 2004. Kótovaný cenný papír nahradil pojem registrovaný cenný papír, jenž byl definován v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (dále jen „zákon o cenných papírech“ nebo „ZCP“) v době, kdy nabyl účinnosti zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Pojem kótovaný cenný papír má původ v právu Evropské unie, pracuje s ním mnoho sekundárních právních aktů, které byly přejaty do českého právního řádu.² Pojmy kotace a kótovaný cenný papír či jejich odvozeniny³ se však již v době psaní této diplomové práce⁴ v českém právním řádě nevyskytují. Byly z českého právního řádu vypuštěny v souvislosti s přijetím zákona č. 188/2011 Sb., kterým byl novelizován zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších zákonů a další související předpisy, včetně zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Přívlastek kótovaný byl nahrazen dovětkem přijatý k obchodování na evropském regulovaném trhu, který v sobě zahrnuje specifikaci převodního místa, tj. regulovaný trh, na kterém se s takovým cenným papírem obchoduje.

Ačkoliv je český právní řád již nezná, pojmy odvozené od pojmu kotace jsou stále užívány k označení přijetí na evropský regulovaný trh⁵ v předpisech evropského práva,

² Např. Směrnice Rady 79/279/EHS ze dne 5. března 1979 o koordinaci podmínek pro přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů, směrnice Rady 80/390/EHS ze dne 17. března 1980 o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektů cenných papírů, které mají být zveřejněny pro přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů, směrnice Rady 82/121/EHS ze dne 15. února 1982 o informacích, které mají pravidelně uveřejňovat společnosti, jejichž akcie byly přijaty ke kotování na burze cenných papírů, směrnice Rady 88/627/EHS o zveřejňování informací o nabytí nebo pozbytí podstatného podílu v kótované společnosti, směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny.

³ Např. pojem kótovaný investiční nástroj, který byl až do účinnosti zákona č. 188/2011 Sb., kterým se mění zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, definován v § 2 odst. 1 písm. l) ZPKT jako „investiční nástroj přijatý k obchodování na regulovaném trhu (§ 55) se sídlem v členském státě Evropské unie.“

⁴ Podzim roku 2015.

⁵ Pojem regulovaný trh dle ustanovení § 55 odst. 1 ZPKT označuje český regulovaný trh, k jehož organizaci vydala povolení Česká národní banka a na který zejména dopadá zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Evropský regulovaný trh dle ustanovení § 55 odst. 2 ZPKT označuje regulovaný trh uvedený v seznamu regulovaných trhů členských států EU. Evropský regulovaný trh tudíž zahrnuje i

především pak ve směrnici Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES a souvisejících předpisech.⁶

Pojem cenný papír přijatý k obchodování na evropském regulovaném trhu je deskriptivní a jeho význam zřejmý; jedná se o investiční cenný papír dle § 3 odst. 2 ZPKT, který je přijatý k obchodování na regulovaném trhu, definovaném v § 55 ZPKT. Pojmy investiční cenný papír a regulovaný trh jsou podrobněji vymezeny v kapitole 3.1 této práce.

Pojmy kótovaný cenný papír a cenný papír přijatý k obchodování na evropském regulovaném trhu používám v této jako zaměnitelné.

1.2. Kótovaná akciová společnost

Po vysvětlení základních pojmů kotace a kótovaný cenný papír, resp. pojmů, které je nahradily v platném a účinném znění ZPKT, je nutné vymezit také kótovanou akciovou společnost, jejíž povinnosti jsou předmětem zkoumání dle této práce.

Na základě účinného vymezení pojmu kótovaný cenný papír lze dle mého názoru za kótovanou akciovou společnost považovat akciovou společnost, která vydá kterýkoliv investiční cenný papír uvedený v § 3 odst. 2 ZPKT, který bude přijat k obchodování na regulovaném trhu. Cenný papír, který taková akciová společnost vydá, nemusí být jen akcie a obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti dle § 3 odst. 2 písm. a) ZPKT (dále v této práci souhrnně jako „akcie“),⁷ ale také všechny ostatní investiční cenné papíry, které spadají pod definici v § 3 odst. 2 ZPKT.

Dle mého názoru k tomu, aby bylo lze akciovou společnost považovat za kótovanou postačí, pokud alespoň jeden z investičních cenných papírů vydaných společností byl přijat k obchodování na regulovaném trhu. Vyplývá to např. ze znění § 118 odst. 1 písm. a) ZPKT, ve kterém se povinnost vydat výroční zprávu vztahuje na emitenta akcie nebo obdobného cenného papíru představujícího podíl na emitentovi přijatého

(český) regulovaný trh dle § 55 odst. 1 ZPKT. V této práci používám oba pojmy podle toho, jak stanoví odpovídající ustanovení ZPKT. Ale vzhledem k tomu, že se tato práce zabývá právní regulací v České republice, myslím i pod pojmem evropský regulovaný trh zpravidla ten český, ledaže je v práci výslovně stanoveno jinak.

⁶ MAZANEC, Luboš. Vyřazení účastnických cenných papírů z obchodování na evropském regulovaném trhu. *Obchodněprávní revue*. 3/201 (Petr, 2005)5, s. 74. ISSN 1803-6554.

⁷ V případě nutnosti rozlišení mezi akciemi a obdobnými cennými papíry představující podíl na společnosti je rozdíl výslovně v práci vyznačen.

k obchodování na evropském regulovaném trhu, a nikoliv akcií či obdobných cenných papírů. Ustanovení § 118 odst. 1 ZPKT používá jednotné číslo, z čehož vyplývá, že povinnost uveřejnit výroční zprávu se vztahuje na všechny emitenty, kteří vydali i jen jediný investiční cenný papír přijatý k obchodování na regulovaném trhu. Povinnost vydat výroční zprávu je ke všemu jednou z hlavních povinností tzv. kótovaných akciových společností a na definici povinných subjektů právě v § 118 odst. 1 ZPKT je nadále odkazováno v dalších ustanoveních, které zakládají těmto subjektům povinnosti. I další informační povinnosti dle hlav II až IV části deváté ZPKT tedy dopadají na emitenty i jen jediného kótovaného cenného papíru.

Kótovaná akciová společnost je taková akciová společnost, která vydává kótované cenné papíry neboli investiční cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném evropském trhu.

Jedním ze znaků kótovaných cenných papírů dle § 3 odst. 2 ZPKT je, že jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu.⁸ Samotné vydání investičního cenného papíru nestačí. Musí být následně přijat k obchodování na regulovaném trhu, aby byl považován za kótovaný.

Tzv. kótovanými akciovými společnostmi jsou dle výše uvedených definičních znaků dle mého názoru nejen společnosti, které vydaly kótované akcie, ale také akciové společnosti, které vydaly jiné investiční cenné papíry, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, s nimiž není spojeno právo vlastníka cenného papíru jakkoliv se podílet na fungování akciové společnosti, ale pouze např. právo na finanční vypořádání (dluhopisy či finanční deriváty).

1.3. Zúžený pojem kótovaná akciová společnost pro účely této práce

Ačkoliv lze pod pojem tzv. kótovaných akciových společností zařadit všechny akciové společnosti, jež vydaly kterýkoliv investiční cenný papír, který byl přijatý k obchodování na regulovaném evropském trhu, v této práci se věnuji zejména akciovým společnostem, jejichž akcie nebo cenné papíry nahrazující akcie byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu. V této práci se tedy nevěnuji

⁸ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9. Str. 53 a 54.

akciovým společností, které nevydaly kótované akcie, ale pouze kótované dluhopisy či finanční deriváty.

Z tohoto zužujícího vymezení vycházím proto, že informační a další povinnosti, které popisuje tato diplomová práce, dopadají v největším rozsahu právě na emitenty kótovaných akcií, se kterými jsou spojena práva podílet se na konání rozhodovacích procesů společností a práva na výnosy z takových cenných papírů.

Kótovaná akciová společnost, jejíž akcie byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, je tradičním subjektem vyspělých kapitálových trhů a projevuje se v ní většina vztahů, nákladů i problémů spojených s řízením a správou společností. Důležitým faktorem je, že se na regulovaných trzích obchoduje de facto s kontrolou nad takovými kótovanými akciovými společnostmi. Naopak v případě akciových společností, které k obchodování na regulovaném trhu vydaly „pouze“ dluhové nástroje či finanční deriváty, má vlastník takového investičního cenného papíru nárok na předem danou částku, ale nikoliv již právo na kontrolu nad společností formou využití hlasovacích práv či reziduální nároky na peněžní toky a majetek. Vlastník akcie je v postavení vlastníka (ačkoliv často vlastníka minoritního) dané kótované akciové společnosti, zatímco vlastník dluhopisu či finančního derivátu je pouze v postavení věřitele stojícího mimo společnost.

Ačkoliv jsou některé náklady správy a řízení akciových společností manifestovány také při vztazích mezi společností a věřiteli, tj. vlastníky dluhopisů či finančních derivátů či jiných investičních cenných papírů, se kterými není spojeno právo na účast na společnosti, informační povinnosti vztahující se na kótované akciové společnosti míří na ochranu minoritních akcionářů, kteří by bez této právní regulace neměli účinný způsob, kterým by mohli účinně zasáhnout do správy a řízení akciové společnosti.

V kontextu výše uvedeného se v této diplomové práci zabývám informačními povinnostmi akciových společností, které emitovaly akcie, se kterými je obchodováno na regulovaném trhu. Terminologie ZPKT nepracuje s termínem kótovaná akciová společnost, ale s termínem emitent akcií nebo obdobného cenného papíru představujícího podíl na emitentovi přijatého k obchodování na evropském regulovaném trhu. Oba termíny jsou v této práci používány zaměnitelně, častěji je ovšem ctěna terminologie, se kterou pracují odkazované právní předpisy.

1.4. Dílčí závěr

Na základě výkladu relevantních ustanovení ZPKT jsem dospěl k závěru, že pojem kótovaná akciová společnost není vůbec jednoznačný. Formalistickým jazykovým výkladem jsem dospěl k velmi širokému vymezení kótované akciové společnosti, které ovšem není pro účely této práce vhodný. Rozhodl jsem se proto pojem zúžit tak, že se se za kótovanou akciovou společnost považuje akciová společnost, která vydala akcie přijaté k obchodování na regulovaném trhu.

2. Kapitálový trh v České republice – vývoj a současný stav

2.1. Význam kapitálového trhu

Kapitálový trh je trhem, na kterém společnosti získávají financování. Kapitálový trh v širším smyslu zahrnuje jak veřejné trhy s kapitálem, tak neveřejně a soukromě sjednávané úvěrové a akciové financování zpravidla od bank.⁹ Pro účely této práce se v další části pod pojmem kapitálový trh myslí kapitálový trh v užším smyslu, tj. trh na kterém se veřejně obchodují akcie, dluhové investiční nástroje a finanční deriváty, případně další investiční nástroje.¹⁰ Dle ZPKT je takovým trhem regulovaný trh, oficiální trh a mnohostranný obchodní systém.¹¹ Kapitálové trhy, jež jsou regulovány ZPKT jsou popsány v kapitole 3.1.1.1 této práce.

Na rozdíl od bankovního úvěrového financování je regulovaný trh přístupný, ačkoliv pouze zprostředkovaně, pro všechny potenciální investory¹² i potenciální adresáty financování. Jedná se tedy o místo, kde se střetává nabídka a poptávka po volných finančních prostředcích. Jedná se tedy o převodní místo, jehož funkcí je zabezpečovat přesun volných prostředků z rukou subjektů, kteří mají přebytek prostředků, ale nedostatek investičních možností, do rukou těch, kteří mají deficit prostředků, ale lepší investiční příležitosti. Kapitálový trh tímto způsobem umožňuje efektivní využití volných finančních prostředků.¹³ Regulovaný trh je velmi důležité místo, prostřednictvím kterého dochází k alokaci kapitálu, který může být následně využit k ekonomickému růstu.¹⁴ Pro zdravý a efektivně fungující finanční systém je nutné, aby v dané zemi existoval jak rozvinutý kapitálový trh, tak rozvinutý bankovní úvěrový

⁹ RICHTER, Tomáš. *Kuponová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností*. Praha: Karolinum, 2005. 134 s. ISBN 8024610124. Str. 35.

¹⁰ Např. emisní povolenky dle nařízení MAR.

¹¹ Směrnice MiFID doplňuje obchodní systémy o další typ, tzv. organizovaný obchodní systém.

¹² Oblast regulace poskytovatelů investičních služeb, konkrétně obchodníků s cennými papíry, souvisí s regulací cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu, její problematika jde ovšem nad rámec této diplomové práce.

¹³ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer, 2007. 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6. Str. 19.

¹⁴ KRCHNIVÁ, Kateřina. *Studie provázanosti akciových trhů a jejich vliv na vývoj HDP vybraných států* [online]. 2013 [cit. 11. 11. 2015]. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Provozně ekonomická fakulta. Dostupné z:

http://is.mendelu.cz/zp/portal_zp.pl?prehled=vyhledavani;podrobnosti=55484;download_prace=1

trh.¹⁵ Pokud v některé zemi jeden z trhů není dostatečně rozvinutý a naopak jeden dominuje, značí to neefektivní alokaci finančních zdrojů.

Nejen v České republice, ale obecně v členských státech Evropské unie, je bankovní sektor silnější než kapitálové trhy. Evropská komise proto v roce 2015¹⁶ představila akční plán ustanovit unii kapitálových trhů, která má vést k vytvoření jednotného trhu s kapitálem v rámci Evropské unie.¹⁷ Přístup ke kapitálu primárně skrze bankovní úvěry brzdí rozvoj mnoha společností, zejména malých a středních podniků (SME),¹⁸ čemuž má mobilizace kapitálu skrze jednotný kapitálový trh zabránit, a otevřít tak cestu pro efektivnější alokaci finančních zůstatků.

2.2. Privatizace a kótované akciové společnosti v České republice

Z pohledu vývoje kapitálových trhů je zajímavé ohlédnout se za procesem privatizace z 90. let. Privatizace proběhla formou kupónové privatizace se silným zapojením kapitálových trhů, a to i přesto, že v té době neexistoval dostatečný právní režim pro takový způsob privatizace. Mezi nejčastější argumenty kritiků české privatizační cesty patří právě tvrzení, že privatizace u nás proběhla bez dostatečné právní regulace kapitálového trhu. Rozhodnutí privatizovat velké množství státních podniků prostřednictvím kapitálového trhu za situace, kdy neexistovala dostatečná regulace, je dle mého názoru jedním z hlavních důvodů, proč je privatizace hromadně považována za nepodařenou, a také důležitým faktorem, který formoval právní regulaci kapitálových trhů v České republice v posledních dvaceti pěti letech.

Důvodem, proč byla příprava institucionálního a právního rámce kapitálového trhu podceněna, byla dle Stiglitze mylná představa, že privatizace sama vyvolá poptávku po vzniku a vývoji tržní infrastruktury, včetně kapitálového trhu.¹⁹ Rozsáhlý program

¹⁵ POLOUČEK, Stanislav a kol. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-152-9. Str. 19.

¹⁶ Konkrétně dne 30. 9. 2015.

¹⁷ COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS. *Action Plan on Building a Capital Markets Union*. COM(2015) 468 final [online]. 30. 9. 2015 [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf

¹⁸ Tamtéž.

¹⁹ STIGLIZ, Joseph. *Globalisation and its discontents*. W. W. Norton & Company, 2002. ISBN 978-0-393-32439-6. Str. 163-4.

kupónové privatizace z roku 1990 však nevedl k organickému vývoji právní regulace kapitálového trhu takovým způsobem, jak si podle Stiglitze tehdejší legislativní moc slibovala. Absence regulace²⁰ naopak byla příčinou toho, že česká privatizace proběhla velmi neefektivně a se všem známými kauzami zpronevěry.²¹ Omyl spočívající v tom, že se trhy začnou regulovat autonomně na základě dobrovolných smluvní vztahů mezi jednotlivými aktéry, shrnul dle mého názoru trefně Eisenberg tvrzením, že „*samy o sobě nejsou ani trhy, ani morální pravidla, ani právo dostatečné k tomu, aby udržely na uzdě [zejména] problémy zmocnění. Při společném působení však trhy, morální pravidla a právo dokázaly, že toho schopny jsou.*“²²

V době zahájení veřejného obchodování s akcemi v roce 1993²³ bylo na hlavní a vedlejší trh organizovaný Burzou cenných papírů Praha a.s. (dále jen „BCPP“)²⁴ v důsledku 1. vlny kupónové privatizace uvedeno 955 emisí, a po konci druhé vlny kupónové privatizace v roce 1995 dalších 674 emisí. Celkem tedy bylo v polovině 90. let na burzovním trhu obchodováno s více než 1600 tituly.²⁵ V roce 1997 bylo z obchodování na regulovaných trzích z různých důvodů vyřazeno 1301 emisí a v roce

²⁰ Na průběh a výsledky privatizace mělo vliv zcela jistě více faktorů než pouze nedostatečně rozvinutý první systém, ale pro účely této práce se zabývám zejména tím, jakou roli sehrála regulace.

²¹ Domnívám se, že jedním z hlavních důvodů byla regulace tzv. investičních privatizačních fondů (dále jen „IP fondy“). IP fondy měly zabránit tomu, aby vlastnictví velkého množství privatizovaných společností nebylo roztrženo mezi velký počet minoritních akcionářů a nedocházelo tím k neefektivnímu řízení a správě privatizovaných společností. IP fondy, do kterých by jednotliví občané investovali, měly plnit dozorovou funkci nad managementem privatizovaných společností. Velmi rychlý úspěch HC&C, investiční společnosti, která spravovala 8 IP fondů vedl k obavě vlády z toho, že by HC&C, investiční společnost po prvním kole velké privatizace ovládla nebývale velkou částí privatizovaných podniků. V roce 1992 tak bylo nařízením vlády č. 69/1992 Sb. novelizováno původní nařízení vlády č. 383/1991 Sb., o vydávání a použití investičních kupónů, v důsledku čeho IP fondy nemohly akcie žádné privatizované společnosti tvořit více než 10 % všech akcií získaných IP fondem, a zároveň nemohly IP fondy získat více než 20 % akcií kterékoliv privatizované společnosti. Zároveň nemohly IP fondy založené jednou investiční společností vlastnit více než 40 % akcií kterékoliv privatizované společnosti. Tato omezení IP fondů následně vedla k tomu, že získaly v privatizovaných podnicích maximální možné 20% pozice, jež jim však často nezaručovaly takové pozice, aby jich následně využily k monitorování managementu společnosti za účelem zvýšení zisku společnosti jako celku, ale za účelem požívání tzv. privátních požitků z kontroly formou transakcí za jiných než tržních podmínek či formou tunelování. In: KOUBA, Karel, VYCHODIL, Ondřej, ROBERTS, Jitka. *Privatizace bez kapitálu. Zvýšené transakční náklady české transformace*. Praha: Karolinum, 2005. 178 s. ISBN 8024609541. Str. 52.

²² EISENBERG in: RICHTER 2005 op. cit., str. 62.

²³ Na regulovaném trhu organizovaném Burzou cenných papírů Praha a.s. bylo obchodování se cennými papíry zahájeno dne 6. dubna 1993.

²⁴ BCPP byla zřízena na základě zákona č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů.

²⁵ Historie burzy. *Pse.cz* [online]. O burze [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Historie-Burzy>

1999 dalších 75 emisí, zejména z důvodu nedostateční likvidity daných titulů.²⁶ Mnohé kótované akcie měly z důvodu vysokého převisu nabídky nad poptávkou daleko nižší hodnotu, než byl jejich kurz při uvádění na trh a mnohé svou hodnotu ztratily mimo jiné v důsledku různých machinací, pro něž byl zaveden univerzální termín „tunelování“.²⁷

Od vyloučení mnoha obchodovaných emisí v letech 1997 a 1999 se postupně počet kótovaných společností na regulovaném trhu²⁸ BCPP postupně snižuje ze 195 v roce 1999 na 25 emisí kótovaných akciových společností v říjnu 2015.²⁹ Pokles zaznamenaly také objemy obchodů s akciemi kótovaných akciových společností z 261,67 mld. Kč za rok 2000 na 153,5 mld. Kč za rok 2014.³⁰

2.3. Současný stav

V době zpracování této diplomové práce³¹ existují v České republice tři organizátoři regulovaných trhů podle § 37 ZPKT. Jedná se o BCPP, společnost RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. (dále jen „RM-S“) a společnost Power Exchange Central Europe, a.s. (dále jen „PXE“).^{32 33} Pouze organizátoři regulovaných trhů BCPP

²⁶ VESELÁ, Jitka. Historický exkurz světovým a českým burzovníctvím. *Český finanční a účetní časopis* [online]. 2006, roč. 1, č. 2, s. 153-164. [cit. 14. 11. 2015]. Dostupné z: www.vse.cz/polek/download.php?jnl=cfuc&pdf=166.pdf

²⁷ Popisu a vysvětlení různých druhů mechanismů, prostřednictvím kterých byly zprivatizované společnosti vytunelovány zejména privatizačními fondy, které vlastnily minoritní podíly, se věnuje 3. kapitola KOUBA, K., VYCHODIL, O., ROBERTS, J. 2005 op. cit.

²⁸ Terminologie dle stávajícího zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

²⁹ Statistics. *Fese.eu*. [online]. Monthly Statistics, 10/2015 [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: <http://fese.eu/statistics-market-research/last-month>

³⁰ papíry zahájeno dne 6. dubna 1993.

³⁰ Statistika. *Pse.cz* [online]. Statistika [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/Statistika/Objemy-Obchodu/>

³¹ Podzim 2015.

³² Regulated markets. <http://mifiddatabase.esma.europa.eu> [online]. [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: http://mifiddatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=23&language=0&pageName=REGULATED_MARKETS_Display&subsection_id=0&action=Go&ds=14&ms=11&ys=2015&mic_code=MIC%20Code&full_name=Full%20Name&sort=8&cpage=1

³³ Komentovaná prezentace regulovaných trhů a vnitrostátních předpisů, kterými se provádějí relevantní požadavky směrnic o trzích finančních nástrojů (směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES) č. 2011/C 209/13 [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie. [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2011.209.01.0021.01.CES

a RM-S organizují trhy, na kterých jsou obchodovány kótované akcie. Na regulovaných trzích organizovaných PXE jsou obchodovány komoditní deriváty.

2.4. Dílčí závěr

Kupónová privatizace byla jedním z faktorů, které ovlivnily vývoj regulace kapitálového trhu v České republice. Nedokonalost a fragmentálnost původního regulačního rámce, který byl obsažen zejména v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „ObchZ“ či „obchodní zákoník“), zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (dále jen „ZCP“ nebo „zákon o cenných papírech“), zákoně č. 242/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen „ZISIF 92“) a zákoně č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů (dále jen „zákon o burze“)³⁴ vedla k plošnému zneužívání nedostatečného regulačního rámce. Důkazem toho jsou četné případy machinací s majetkem privatizovaných společností.³⁵ Naopak důkazem toho, že privatizace měla vliv na vývoj regulace kapitálového trhu a souvisejícího právního oboru je počet novelizací, kterými si základní zákony v této oblasti prošly. Obchodní zákoník byl od svého přijetí v roce 1991 do přijetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu novelizován 17krát,³⁶ ZCP období 15krát,³⁷ ZISIF 92 10krát³⁸ a zákon o burze byl do svého zrušení v roce 2004 novelizován 8krát.³⁹ Ačkoliv důvody novelizací byly různé, domnívám se, že turbulentní vývoj kapitálového trhu hrály svůj vliv.

Vliv privatizace a specifického vývoje na českém kapitálovém trhu byl od počátku 21. století postupně nahrazován vlivem harmonizace a evropskými právními předpisy. V současné době je velká část právní úpravy přejatá ze směrnic a nařízení.

³⁴ Právní regulace kapitálového trhu obecně byla dále upravena v zákoně č. 530/1990 Sb., o dluhopisech a zákoně č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, zákoně č. 6/1993 Sb., o České národní bance, a dalších.

³⁵ Podrobně popsány v KOUBA, K., VYCHODIL, O., ROBERTS, J. 2004 op. cit.

³⁶ In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 16. 11. 2015].

³⁷ Tamtéž.

³⁸ Tamtéž.

³⁹ Tamtéž.

3. Geneze právní úpravy

Na počátku 90. let v podstatě neexistoval kapitálový trh,⁴⁰ ani jeho právní regulace. Veškeré právní předpisy proto musely být nově přijaty nebo zásadním způsobem novelizovány. Pro regulaci kapitálového trhu, včetně úpravy povinností kótovaných akciových společností bylo nutné přijmout zákony, které upraví, resp. vytvoří určitou právní a institucionální infrastrukturu.

Úpravu povinností kótovaných akciových společností zavedl obchodní zákoník a zákon o cenných papírech. Obchodní zákoník obsahoval s účinností od 30. 5. 1996 například povinnost oznamovat nabytí či zcizení podílu na hlasovacích právech emitenta.⁴¹ Zákon o cenných papírech zase obsahoval informační povinnosti, a to jak periodické (povinnost uveřejnit tzv. roční zprávu)⁴², tak průběžné (povinnost oznamovat Ministerstvu financí tzv. vnitřní informace).⁴³

Kusá a nedostatečná úprava povinností kótovaných akciových společností z počátku 90. let byla v průběhu novelizací rozšiřována a upřesňována. Informační povinnosti dle zákona o cenných papírech se postupně rozšířily také na povinnost uveřejňovat pololetní zprávu⁴⁴ a také ostatní informační povinnosti emitentů byly postupně zpřesňovány.⁴⁵

Důležitým krokem bylo přijetí zákona, kterým byla zřízena Komise pro cenné papíry.⁴⁶ Na Komisi pro cenné papíry byly přesunuty kompetence v oblasti kapitálového trhu a Komise pro cenné papíry začala důsledněji kontrolovat, zda kótované akciové společnosti dodržují povinnosti stanovené jim právními předpisy. V rámci procesu tzv. přelicencování posléze Komise pro cenné papíry zkontrolovala, zda kótované akciové

⁴⁰ Myšlen kapitálový trh v užším smyslu, tj. trh s veřejně obchodovatelnými akciemi a dluhovými investičními nástroji.

⁴¹ Ustanovení § 183d obchodního zákoníku, ve znění novely č. 142/1996 Sb.

⁴² Ustanovení § 80 odst. 1 zákona o cenných papírech, v původním znění č. 591/1992 Sb.

⁴³ Ustanovení § 80 odst. 3 zákona o cenných papírech, v původním znění č. 591/1992 Sb.

⁴⁴ Ustanovení § 80 odst. 3 zákona o cenných papírech, ve znění novely č. 152/1996 Sb.

⁴⁵ Ustanovení § 80a až 80d zákona o cenných papírech, ve znění novely č. 236/2000 Sb.

⁴⁶ Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů, byl až do novelizace zákonem č. 70/2006 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím zákona o provádění mezinárodních sankcí, ve znění pozdějších předpisů, původně nazván zákon o Komisi pro cenné papíry.

společnosti plní své povinnosti, a následně udělila povolení k obchodování jejich cenných papírů na regulovaném trhu.

Zcela zásadní změnou bylo pak v souvislosti se vstupem do EU přijetí zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, kterým došlo k unifikaci roztržité regulace kapitálových trhů do jednoho předpisu. Působnost i pravomoc dohledu přešly v souvislosti se zrušením Komise pro cenné papíry k 1. 4. 2006 na Českou národní banku.

3.1. Současný právní rámec a vymezení vybraných důležitých pojmů

Za účelem vyloučení pochybností a nejasností obsahuje tato kapitola vymezení a vysvětlení některých pojmů, které jsou používány v ZPKT a v dalších částech této práce. Pojmy vysvětlené v kapitolách 3.1.1.1 až 3.1.1.3 doplňují vymezení kótované akciové společnosti v kapitole 1.

3.1.1. Kótace a kótovaná akciová společnost

Pro lepší pochopení těchto pojmů je dle mého názoru vhodné vymežit také některé další pojmy uvedené v následujících kapitolách.

3.1.1.1. *Regulovaný trh*

V rámci novelizace ZPKT zákonem č. 230/2008 Sb.⁴⁷ byla zrušena dichotomie burzovních a mimoburzovních trhů.⁴⁸ V současné době dělíme obchodní systémy, tj. převodní místa, kde lze uzavírat smlouvy o investičních nástrojích a obchodovat s nimi, na regulovaný trh (§ 55 ZPKT) a mnohostranný obchodní systém (§ 69 ZPKT). Na rozdíl od mnohostranného obchodního systému, který může dle § 69 ZPKT provozovat buď organizátor regulovaného trhu (§ 37 ZPKT) nebo obchodník s cennými papíry, může regulovaný trh provozovat pouze organizátor regulovaného trhu. Regulovaný trh musí mít stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, pravidla obchodování na regulovaném trhu a pravidla přístupu na

⁴⁷ Zákon č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, implementoval směrnici 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů („MiFID“).

⁴⁸ SMOLKOVÁ, K. Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu. *Epravo.cz* [online]. 16. 10. 2008 [cit. 4. 11. 2015]. Dostupné online z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-55271.html>

regulovaný trh. Definičním znakem regulovaného trhu je také pravidelnost obchodování. K naplnění znaku pravidelnosti není nutné zabezpečit nepřetržité obchodování, ale nemělo by ani docházet pouze k občasnému otevření trhu dle zvážení organizátora regulovaného trhu.⁴⁹

Směrnice Evropského parlamentu a Rady EU č. 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (dále jen „**MiFID II**“), která má být do právního řádu České republiky transponovaná do 3. 7. 2016, zavádí další kategorii obchodního systému nad rámec regulovaného trhu a mnohostranného obchodního systému (dále jen „MTF“ z anglického multilateral trading facility). Bude jím tzv. organizovaný obchodní systém (dále jen „OTF“ z anglického organized trading facility).⁵⁰ Tato nová platforma byla vytvořena za účelem podřídit regulaci také ty obchody s finančními nástroji,⁵¹ které dosud nespádaly pod kategorie regulovaného trhu nebo MTF. Směrnice MiFID II proto rozšiřuje regulační rámec na všechny obchody s investičními nástroji *„bez ohledu na metody obchodování používané k uzavírání těchto obchodů, aby byla při provádění obchodů investorů zajištěna vysoká kvalita a integrita i celková efektivita finančního systému.“*⁵²

53

Mimo dělení na regulovaný trh a MTF (a OTF po transpozici MiFID II) existuje ještě trh oficiální dle § 64 ZPKT. Oficiální trh není zvláštní kategorií obchodního systému, ale jedná se o segment trhu regulovaného, který musí splňovat nejen požadavky dle § 55 a násl. ZPKT, ale také požadavky stanovené v § 65 a násl. ZPKT. Jedná se o institut, který byl do českého právního řádu transponován ze směrnice 2001/34/ES, a který po nabytí účinnosti směrnice MiFID a zrušení dichotomie burzovního a mimoburzovního trhu ztratil svůj původní význam.⁵⁴ V ZPKT byl oficiální trh zákonodárcem ponechán dle mého názoru zcela zbytečně, jelikož organizátor

⁴⁹ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 478.

⁵⁰ Ustanovení článku 4 odst. 1 bod 23 směrnice MiFID II.

⁵¹ Ve smyslu článku 4 odst. 1 bod 15 směrnice MiFID II.

⁵² Bod 13 preambule směrnice MiFID II.

⁵³ *Právní aktuality – Směrnice MiFID II a nařízení MiFIR*. Bulletin BBH, červen 2014. Dostupné online z: <http://www.bbh.sk/files/bulletin/bulletin-bbh-6-2014.pdf>

⁵⁴ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 490.

regulovaného trhu je oprávněn svůj regulovaný trh provozovat s přísnějšími podmínkami pro přijetí cenných papírů k obchodování než stanoví ZPKT bez ohledu na existenci speciální institutu oficiální trh.⁵⁵

Organizátorem regulovaného trhu je právnická osoba, jejímž ústředním předmětem činnosti je právě organizování a provozování regulovaného trhu a která získala povolení od České národní banky. Česká národní banka povolení k organizování regulovaného trhu udělí pouze za splnění podmínek uvedených v § 38 ZPKT. Musí jít se o důvěryhodnou akciovou společnost se sídlem v České republice s vlastním kapitálem alespoň 730 tisíc eur, která splňuje další institucionální, organizační, personální a formální náležitosti.

3.1.1.2. *Investiční cenný papír*

Investiční cenné papíry dle § 3 odst. 2 ZPKT tvoří podskupinu investičních nástrojů. Investiční cenné papíry jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu. Není důležité, zda se jedná o trh regulovaný, MTF či jiný, neregulovaný kapitálový trh. Podmínkou však je, aby byly takové cenné papíry způsobilé býti obchodovány.⁵⁶ Aby mohl být cenný papír obchodovatelný, je nutné, aby byl převoditelný a zastupitelný. Za zastupitelné cenné papíry jsou dle § 516 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen „**NOZ**“ či „**občanský zákoník**“) považovány cenné papíry téhož druhu vydané tímž emitentem v téže formě, z nichž vznikají stejná práva. Pod definici investičních cenných papírů budou zcela jistě spadat také zaknihované cenné papíry, které jsou vydané stejným emitentem a jsou s nimi spojena stejná práva, ačkoliv zaknihované cenné papíry již nejsou v novém pojetí pouze podobou cenného papíru, ale jedná se o zvláštní objekt soukromého práva odlišný od cenných papírů.⁵⁷

Otázka převoditelnosti je komplikovanější a po přijetí občanského zákoníku není dosud zcela vyjasněná. Pro účely této práce však vycházím z názoru Marka a Ježka, že převoditelnost cenných papírů na řad i na jméno lze nově omezit nejen na základě

⁵⁵ Zvláštní část Důvodové zprávy k zákonu č. 230/2008 Sb., kterým byla transponovaná MiFID. Dostupné online z: <http://www.beck-online.cz/>

⁵⁶ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 54.

⁵⁷ MAREK, Radan., JEŽEK, Václav. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013. 462 s. ISBN 978-80-7400-466-7. Str. 32.

zvláštního zákona, ale také např. v emisních podmínkách.⁵⁸ To ovšem neplatí pro akcie na jméno, u kterých dle § 270 zákona č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních korporacích (dále jen „**ZOK**“ či „**zákon o obchodních korporacích**“) lze převoditelnost omezit, ale nikoliv vyloučit, ani u akcií na majitele, jejichž převoditelnost dle § 274 ZOK omezit nelze.

Z výše uvedeného je zřejmé, že investičním cenným papírem dle § 3 odst. 2 ZPKT nemohou být všechny cenné papíry ani zaknihované cenné papíry, např. za investiční cenné papíry nebudou považovány krátkodobé depozitní certifikáty či směnky.⁵⁹ Na druhé straně je seznam investičních cenných papírů v § 3 odst. 2 ZPKT pouze demonstrativní a za investiční cenné papíry bude možné považovat veškeré cenné papíry, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu.

3.1.1.3. Přijetí k obchodování na regulovaném trhu

Podmínky pro přijetí investičních papírů k obchodování na regulovaném jsou uvedené v § 56 a 57 ZPKT. K obchodování na regulovaném trhu mohou být přijaty pouze ty investiční cenné papíry, které splní požadavky kladené ZPKT právě v § 56 a 57, dále požadavky stanovené v pravidlech pro přijímání investičních cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu vydaných organizátorem regulovaného trhu a požadavky uvedené v nařízení č. 1287/2006.⁶⁰ Podmínky k přijetí jsou stanovené tak, aby bylo zajištěno obchodování likvidní, transparentní, efektivní a spravedlivé a aby byly převoditelné cenné papíry volně obchodovatelné.⁶¹

Na základě ustanovení § 57 ZPKT je navíc organizátor regulovaného trhu oprávněn přijmout investiční cenné papíry k obchodování na regulovaném trhu nejdříve jeden den po uveřejnění prospektu těchto investičních cenných papírů. Náležitosti prospektu jsou stanovené v § 36 a násl. ZPKT, nařízení č. 809/2004 a směrnice 2003/71/ES (dále jen „**listingová směrnice**“).

⁵⁸ Tamtéž.

⁵⁹ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 54.

⁶⁰ Nařízení Komise č. 1287/2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES (MiFID), pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

⁶¹ Ustanovení článku 40 odst. 1 směrnice MiFID.

Pro přijetí účastnických investičních cenných papírů vydaných akciovou společností je dále dle § 421 odst. 2 písm. i) ZOK potřeba rozhodnutí valné hromady akciové společnosti o podání žádosti o přijetí. Ke schválení podání žádosti k přijetí účastnických cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu postačí dle § 415 ZOK rozhodnutí většiny přítomných, ledaže stanovy určí jinak. Pokud bude však valná hromada rozhodovat o vyřazení účastnických cenných papírů z obchodování na regulovaném trhu, bude k takovému rozhodnutí dle § 417 odst. 2 ZOK potřeba souhlas alespoň tříčtvrtinové většiny hlasů přítomných akcionářů, kteří dané účastnické cenné papíry vlastní.

3.2. Význam evropského práva pro povinnosti kótovaných akciových společností

Nový zákon o podnikání na kapitálovém trhu byl v roce 2004 přijat z důvodu, že stávající úprava nevyhovovala svou „*roztříštěností, nesystematičností, nejasností a nepřesnou harmonizací s právem ES.*“⁶² Přijetím ZPKT bylo do právního řádu České republiky implementováno osm směrnic, z nichž povinnosti kótovaných akciových společností v době přijetí ZPKT upravovaly:

- i) směrnice č. 2001/34/ES o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které musí být uveřejněny o těchto cenných papírech;
- ii) směrnice č. 89/298/EHS o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce převoditelných cenných papírů;⁶³ a
- iii) směrnice č. 2003/6/ES o zneužívání trhu (dále jen „**MAD**“ z anglického market abuse directive).

Legislativní proces přijetí ZPKT a doprovodných zákonů v roce 2004 byl v akademických kruzích silně kritizován z důvodů četných chyb a nepřesností, které se v navrhovaných a nakonec schválených zákonech objevily.⁶⁴ V prvotním znění ZPKT

⁶² Bod 2.1 obecné části důvodové zprávy k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu [online]. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 12. 11. 2015].

⁶³ Tato směrnice č. 89/298/EHS byla zrušena směrnicí č. 2003/71/ES (listinová směrnice) o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování.

⁶⁴ O kvalitě návrhů ZPKT a souvisejících zákonů se na počátku roku 2004 vedla v odborných právních časopisech debata. Kriticky se k návrhům vyjádřili členové katedry obchodního práva na Právnické fakultě I. Pelikánová, J. Dědič a P. Čech či ředitel legislativního a právního odboru Komise pro cenné

nebyly zohledněny některé předpisy EU, které byly na orgány EU přijaty v měsících předcházejících schválení ZPKT, a proto čelil ZPKT v prvních dvou letech své účinnosti hned šesti novelizacím.

V současné době zpracovává ZPKT osmnáct směrnic EU⁶⁵ a navazuje na šest přímo použitelných nařízení.⁶⁶ Povinnosti kótovaných akciových společností, které jsou předmětem této práce, upravují následující nařízení a směrnice:⁶⁷

- i) Nařízení Komise (ES) č. 1126/2008 ze dne 3. listopadu 2008, kterým se přijímají některé mezinárodní účetní standardy v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002, v platném znění;
- ii) Nařízení Komise (ES) č. 2273/2003 ze dne 22. prosince 2003, kterým se provádí směrnice MAD, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů;
- iii) Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice MAD, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů, ve znění nařízení Komise (ES) č. 1787/2006 a č. 211/2007;
- iv) Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice MiFID, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice;
- v) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny, ve znění směrnic Evropského Parlamentu a Rady 2003/6/ES, 2003/71/ES, 2004/109/ES a 2005/1/ES;
- vi) Směrnice MAD;

papíry J. Hart. Naopak obrannou pozici zastávala J. Hanslová z Ministerstva financí, předkladatele návrhů. Srov. např. PELIKÁNOVÁ, I., DĚDIČ, J., ČECH, P. Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba. *Právní zpravodaj*. 1/2004, str. 11. DĚDIČ, J., ČECH, P. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem EU a řada vad vyžadující jejich rychlou novelizaci. *Právní zpravodaj*. 6/2004, str. 1. HART, J. Kapitálový trh: vlna nových zákonů. *Právní zpravodaj*. 2/2004, str. 16. HANSLOVÁ, J. K návrhům zákonů kapitálového trhu. *Právní zpravodaj*. 4/2004, str. 13.

⁶⁵ Poznámka pod čarou č. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 14. 11. 2015].

⁶⁶ Poznámka pod čarou č. 2 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 14. 11. 2015].

⁶⁷ Seznam je aktuální ke dni 14. 11. 2015.

- vii) Listingová směrnice;
- viii) Směrnice MiFID;
- ix) Směrnice Komise 2004/72/ES ze dne 29. dubna 2004, kterou se provádí směrnice MAD, pokud jde o uznávané tržní postupy, definici důvěrné informace ve vztahu ke komoditním derivátům, sestavení seznamů zasvěcených osob, oznamování transakcí odpovědných řídicích osob a oznamování podezřelých transakcí;
- x) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES, ve znění směrnic 2008/22/ES a 2010/73/EU (dále jen „TD I“ z anglického transparency directive);
- xi) Směrnice Komise 2007/14/ES ze dne 8. března 2007, kterou se stanoví prováděcí pravidla k některým ustanovením směrnice TD I.

Z výše uvedeného seznamu výše je zřejmé, že oblast kapitálového trhu, a konkrétně povinnosti kótovaných akciových společností, je v podstatné míře regulovaná předpisy EU, které je Česká republika povinna implementovat nebo se jimi přímo řídit. V této diplomové práci při identifikaci a popisu jednotlivých povinností kótovaných akciových společností odkazují převážně na české právní předpisy, v drtivě většině na konkrétní ustanovení ZPKT. Na jednotlivá ustanovení směrnic a nařízení poukazují pouze v případě, že je úprava v těchto předpisech EU odlišná od ZPKT nebo doplňuje-li úpravu v ZPKT.

3.3. Dílčí závěr

Z počtu evropských předpisů, které jsou zapracovány do ZPKT a dalších zákonů právního řádu České republiky jednoznačně vyplývá, že podstatná část regulace kapitálových trhů podléhá harmonizaci a členským státům zůstává čím dále tím méně diskrečních pravomocí. Tento dílčí závěr je podpořen tím, že koncem roku 2015 a 2016 budou do českého právního řádu implementovány další předpisy, které jsou specifikované v dalších kapitolách diplomové práce.

4. Povinnosti kótovaných akciových společností

Po úvodním vymezení kótované společnosti v kapitole 1, představení významu efektivního kapitálového trhu a jeho vývoje v České republice v kapitole 0 a vysvětlení některých právních pojmů důležitých pro další části práce v kapitole 3 se v následujících kapitolách této diplomové práce budu zabývat již vybranými jednotlivými povinnostmi, které musí kótované akciové společnosti plnit a zajistit.

4.1. Význam informačních povinností

Základním předpokladem dobrého fungování kapitálového trhu je transparence, tedy aby jeho účastníci na straně nabídky i poptávky vycházeli, či alespoň měli možnost vycházet, z co nejpřesnějších informací o obchodovaných investičních nástrojích a jejich emitentech. Proto je stěžejní částí této diplomové práce popis a analýzy vybraných informačních a oznamovacích povinností, kterým kótované akciové společnosti podléhají.

Rozsah informačních povinností a způsob uveřejnění těchto informací má vést k tomu, aby všichni potenciální investoři měli možnost správně zhodnotit a ocenit kótované cenné papíry. V případě kótovaných akcií jsou informace poskytované kótovanými akciovými společnostmi veřejnosti důležité nejen pro potenciální investory, ale také pro stávající akcionáře dané společnosti (zejména minoritní), kteří by se jinak k informacím dostali pouze s vysokými náklady a s časovým odstupem.⁶⁸

Účelem informačních povinností je překonání informační asymetrie mezi společností a investory, resp. mezi managementem společnosti/majoritními akcionáři a minoritními akcionáři. Pokud by měl každý investor a minoritní akcionář sám monitorovat a zkoumat veškeré informace důležité pro správné ocenění kótovaných akcií, transakční náklady na získání takových informací by byly příliš vysoké a vedlo by to pravděpodobně k neaktivitě menších investorů, kteří by neměli možnost efektivně zhodnotit své investiční příležitosti. Minoritní akcionáři by zase neměli přístup k informacím, které by jim umožňovaly zhodnotit, zda mají akcie prodat, podržet či nakoupit další.⁶⁹ Transakční náklady na získání dostatečných informací by byly příliš

⁶⁸ Tradičně na řádné valné hromadě konané jednou za kalendářní rok.

⁶⁹ RICHTER 2005 op. cit., str. 61.

velké. Ne všichni potenciální investoři a minoritní akcionáři mohou nezávisle zkoumat ekonomický a finanční stav kótované akciové společnosti způsobem, kterým si informace zajišťují při úvěrovém financování banky či kupující při fúzí a akvizicích.

Informační povinnosti ovšem nechrání pouze jednotlivé investory, ale přeneseně také (nad)národní celý kapitálový trh a ekonomiku. V prostředí, ve kterém nemají minoritní akcionáři dostatek informací je pro management kótovaných společností nebo pro majoritní akcionáře relativně jednoduché i efektivní konzumovat tzv. privativní požitky z kontroly na úkor zvyšování hodnoty celé kótované společnosti. Kurzy nabízených akcií následně klesnou a trh s kótovanými akciovými společnostmi upadne. Příkladem může být vývoj kapitálového trhu během a po ukončení privatizace v České republice. Nedostatečné či nesprávné nastavení informačních povinností, nebo jejich hromadné nedodržení, potom může mít zásadní dopady na celou ekonomiku. Příkladem jsou poklesy trhů v důsledku účetních skandálů společnosti Enron, Arthur Andersen či Tyco.

Předmětem informace, resp. informační povinnosti by měl být *„precizní údaj, relevantní z hlediska účelu, který úprava sleduje, vycházející z reálné existence nějaké skutečnosti (tj. musí být jasně prokazatelný), nikoliv pouze z fantazie, domněnky či očekávání.“*⁷⁰

Povinným subjektem informačních povinností, které se vztahují ke kótovaným akciovým společnostem, je jednak samotná kótovaná akciová společnost, dále akcionář kótované akciové společnosti oznamující podíl na hlasovacích právech, osoba podílející se na rozhodování emitenta a osoby jí blízké.⁷¹ Je-li subjektem informační povinnosti kótovaná akciová společnost, odpovědným orgánem za splnění této povinnosti bude statutární orgán společnosti, tj. představenstvo nebo statutární ředitel.

⁷⁰ PELIKÁNOVÁ, I., ČECH, P. Informační povinnosti emitenta registrovaného cenného papíru. *Právo a podnikání*. 2002, č. 4 – 5, s. 19.

⁷¹ Zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. obsahuje informační povinnost, které se vztahují i na jiné subjekty, např. obchodníka s cennými papíry či organizátora regulovaného trhu. Analýza a informačních povinností těchto subjektů je však nad rámec této diplomové práce.

4.2. Základní zásady a dělení informačních povinností

Vybrané informační povinnosti, kterým se věnují následující dvě kapitoly, jsou členěny na periodické (pravidelné) a na průběžné (ad hoc). Periodické i průběžné informační povinnosti jsou stanovené v Části deváté, Hlavě II ZPKT. Mezi periodické povinnosti patří zejména povinnost uveřejnit výroční zprávu podle § 118 ZPKT, pololetní zprávu podle § 119 ZPKT a zprávu statutárního orgánu podle § 119a ZPKT. Průběžné informační povinnosti se skládají zejména s oznamování podílů na hlasovacích právech dle § 122 odst. 1 ZPKT, vnitřní informace dle § 125 odst. 1 ZPKT, manažerské transakce dle § 125 odst. 5 ZPKT či informace o nabytí nebo pozbytí vlastních akcií emitentem dle § 122 odst. 15 ZPKT.

Bez ohledu na to, zda se jedná o periodické či průběžné informační povinnosti, nesmí emitent kótovaných cenných papírů dle § 118 odst. 1 písm. a) ZPKT, neboli kótovaná akciová společnost, při plnění svých informačních povinností porušit zákazy stanovené § 121 ZPKT. Ustanovení § 121 ZPKT stanoví pro kótovanou akciovou společnost zákaz

- i) používat nepravdivé, klamavé nebo zavádějící informace,
- ii) zamlčovat skutečnosti důležité pro rozhodování investorů,
- iii) nabízet výhody, jejichž spolehlivost nemůže zaručit,
- iv) uvádět nesprávné informace o své hospodářské situaci.

Porušení § 121 ZPKT je správním deliktem, kterého se emitent může dopustit pouze při plnění *svých informačních povinností*. Porušením zákazu v § 121 ZPKT nebude, pokud emitent použije klamavé nebo zavádějící informace při jiné činnosti, např. při obchodování s jím vydanými akciemi.⁷² Z ustanovení ovšem výslovně nevyplývá, že by byl emitent povinen ustanovení § 121 ZPKT dodržovat pouze při plnění informačních povinností, které vyplývají právě ze ZPKT. Kolektiv autorů Komentáře k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu z roku 2012⁷³ je toho názoru, že Česká národní banka, jakožto orgán dohledu, bude moci za porušení § 121 ZPKT postihnout emitenta také při plnění informačních povinností, které vyplývají z jiného právního předpisu než ze ZPKT. Dle mého názoru není takto obecné prohlášení správné, jelikož

⁷² HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 700.

⁷³ Tamtéž.

bude vždy záležet na tom, zda bude určitá povinnost emitenta považována za informační povinnost dle ustanovení § 121 ZPKT. Extenzivním výkladem by totiž bylo možno dojít k závěru, že jakákoliv komunikace emitenta vůči investorské veřejnosti či vůči České národní bance vyplývající ze zákona, je informační povinností. Domnívám se, že takový závěr by nebyl správný a při posuzování, zda se může emitent dopustit správního deliktu dle § 162 odst. 2 písm. b) ZPKT v případě plnění informační nebo podobné povinnosti dle jiných zákonů, bude vždy potřeba *ad hoc* zkoumat, zda byl § 121 ZPKT porušen při plnění své povinnosti, a zda byla tato povinnost ve své podstatě podobná jako informační povinnosti dle ZPKT, teda zda měla zajišťovat stejnou funkci.

5. Periodické informační povinnosti

Účelem periodických informací je poskytnout o kótované akciové společnosti ucelený obraz k určitému dni.⁷⁴ Periodické informace poskytované kótovanými akciovými společnostmi mívají danou formu, typicky jasně strukturované zprávy, a bývají uveřejňovány s časovou prodlevou ke dni, který nastal v minulosti až několik měsíců dávne.

5.1. Výroční zpráva dle § 118 ZPKT

Nejdůležitější i nejstarší periodickou informační povinností je povinnost kótované akciové společnosti vydat výroční zprávu. Jedná se strukturovaný report, který obsahuje informace o finanční, ekonomické, personální, organizační situaci emitenta ke konci účetního období.

5.1.1. Způsob uveřejnění

Dle ustanovení § 118 odst. 1 ZPKT musí být výroční zpráva uveřejněna nejpozději do 4 měsíců po skončení účetního období, tj. zpravidla do 30. dubna následujícího roku za minulé účetní období.

Nejvyšší správní soud v rozhodnutí ze dne 28. srpna 2003 č. j. 6 A 167/2002-28⁷⁵ rozhodl, že nestačí, aby v daném termínu bylo uveřejnění pouze objednáno ke zveřejnění v Obchodním věstníku. Dle předchozí úpravy v zákoně o cenných papírech, konkrétně dle § 80a odst. 1 v souvislosti s § 77 odst. 1, měly být způsob a místo uveřejnění výroční zprávy zveřejněny v Obchodním věstníku nejpozději do 4 měsíců po skončení hospodářského roku. Emitent cenného papíru přijatého k obchodování na regulovaném trhu (v tehdejší terminologii „registrovaného trhu cenných papírů“) v posuzovaném případě objednal publikaci v Obchodním věstníku v zákonné lhůtě, avšak k samotnému zveřejnění došlo až dne 9. 5. 2001, tj. 9 dní po uplynutí zákonné lhůty. Nejvyšší správní soud v uvedeném rozhodnutí vyložil ustanovení zákona

⁷⁴ LORENC, Michal. *Vybrané otázky informačních povinností emitentů kótovaných cenných papírů a dalších subjektů kapitálového trhu* [online]. Rigorózní práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. [cit. dne 10. 11. 2015]. Dostupné z: http://is.muni.cz/th/61375/pravf_r/

⁷⁵ Nejvyšší soud České republiky [online]. [cit. 16. 11. 2015] Dostupný z: http://www.nssoud.cz/files/SOUDNI_VYKON/2002/0167_6A__0200028A_prevedeno.pdf

způsobem, že k uvedenému datu je potřeba výroční zprávu zákonným způsobem fakticky uveřejnit, nikoliv jen objednat.

Zajímavostí je, že ZPKT ve znění účinném v době odevzdání této diplomové práce⁷⁶ nestanoví povinnost emitenta uveřejnit informaci o tom, na jakém místě bude výroční zpráva přístupná. Z ustanovení § 127 odst. 2 ZPKT však plyne, že povinně uveřejňovanou informaci, včetně výroční zprávy dle § 118 ZPKT emitent uveřejní způsobem, který zajistí neupřednostňující, snadný a bezúplatný přístup k takové informaci.

Povinnost uveřejnit výroční zprávu dle § 118 ZPKT dopadá na emitenty investičních cenných papírů přijatých k obchodování na evropském regulovaném trhu, kteří mají sídlo v České republice nebo na území nečlenského státu Evropské unie, pokud byl prospekt daných cenných papírů schválen Českou národní bankou. Česká národní banka schvaluje prospekt takových cenných papírů vydaných emitentem se sídlem mimo EU v případě, že byly tyto cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu v České republice jako první.⁷⁷ V určitých případech si emitent investičních cenných papírů může dle § 123 ZPKT stanovit Českou republiku (či jiný členský stát) pro plnění srovnatelných povinností. Tato situace se ovšem ve znění současného ZPKT nevztahuje na kótované akciové společnosti a tudíž je nad rámec této diplomové práce.⁷⁸

Ustanovení § 118 odst. 2 ZPKT povazuje emitenta k tomu, aby zabezpečil přístupnost výroční a konsolidované výroční zprávy nejméně po dobu 5 let. Z ustanovení § 127c ZPKT dále plyne, že jazyk uveřejnění výroční zprávy dle § 118 odst. 1 ZPKT je buď jazyk český nebo jazyk, v němž lze předkládat dokumenty České národní bance. V případě, že je akcie přijata současně k obchodování na zahraničním regulovaném trhu, musí emitent výroční zprávu uveřejnit v jazyce anglickém nebo jazyce, ve kterém lze předkládat dokumenty příslušným dohledovým orgánům.

Článek 4 odst. 1 směrnice TD I ve znění směrnice č. 2013/50/EU, kterou se mění směrnice TD I (dále jen „TD II“) stanoví povinnost zajistit přístupnost výroční zprávy

⁷⁶ Zákon č. 336/2014 Sb., kterým se mění zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, a některé další zákony v oblasti kapitálového trhu.

⁷⁷ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 678.

⁷⁸ Blíže se informační povinnosti dle § 123 ZPKT věnuje kapitola č. 6.4 diplomové práce.

nejméně po dobu 10 let. Směrnice TD II vstoupila v platnost 26. listopadu 2013 a musí být do českého právní řádu transponována do 26. listopadu 2015. Návrh zákona (sněmovní tisk č. 571), který byl Poslanecké sněmovně předložen dne 21. 8. 2015, počítá s implementací nové desetileté lhůty dle § 118 odst. 2 ZPKT.⁷⁹

5.1.2. Vybrané náležitosti výroční zprávy dle § 118 odst. 4 ZPKT

Účelem informační povinnosti stanovené v § 118 ZPKT je podat investorské obci dostatečné údaje o finanční situaci, podnikatelské činnosti a výsledcích hospodaření emitenta za uplynulé účetní období, jakož i o vyhlídkách do budoucnosti. K zajištění tohoto účelu je proto nezbytné, aby informace obsažené ve výroční zprávě byly přesné, neklamavé a dostatečně vypovídající. Zákon tento požadavek reflektuje v obsahu § 118 odst. 4 ZPKT, kde stanoví, že výroční zpráva musí poskytovat investorům věrný a poctivý obraz. V ustanovení písm. a) až k) § 118 odst. 4 ZPKT jsou vypočteny zákonné náležitosti výroční zprávy, které musí splnit všichni emitenti dle § 118 odst. 1 ZPKT. Pro emitenty kótovaných akcií je požadavek na obsah výroční zprávy rozšířen o další náležitosti uvedené v § 118 odst. 5 ZPKT. Na tuto rozšiřující povinnost pro emitenty kótovaných akcií dále navazuje ustanovení § 118 odst. 8 ZPKT, v němž je statutárnímu orgánu emitenta uloženo předložit akcionářům na valné hromadě souhrnnou vysvětlující zprávu o záležitostech vyjmenovaných v § 118 odst. 5 písm. a) až l) ZPKT. V těchto ustanoveních jsou upravena kvalitativní a kvantitativní požadavky na informace obsažené ve výroční zprávě.⁸⁰ Je nutno poznamenat, že náležitosti stanovené v § 118 odst. 4 písm. a) až k) a § 115 odst. 1 písm. a) až l) jsou pouze demonstrativní. To vyplývá z ustanovení § 118 odst. 4 první věty ZPKT, které emitentů ukládá sestavit výroční zprávu takovým způsobem, aby podávala věrný a poctivý obraz o finanční situaci emitenta a jeho výhledech do budoucna. Bude-li výroční zpráva obsahovat veškeré náležitosti níže podrobně představené, automaticky to neznamená, že splňuje pravidla ZPKT.

⁷⁹ Sněmovní tisky. *Psp.cz* [online]. Jednání a dokumenty. 16. 11. 2015 [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=571>

⁸⁰ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 679.

5.1.2.1. *Náležitosti dle § 118 odst. 4 písm. c) ZPKT*

Výroční zpráva musí dále obsahovat popis postupů rozhodování a složení orgánů emitenta. Tato povinnost se vztahuje na statutární, dozorčí či jiný výkonný orgán emitenta jakož i na výbory, jsou-li zřízeny. Jiným výkonným orgánem se rozumí orgán, který emitent zřídil na základě vlastního rozhodnutí ve stanovách nebo i na orgán, jehož zřízení je emitentovi nařízeno zákonem.⁸¹ Příkladem je výbor pro audit, který zákon č. 93/2009 Sb., o auditorech, ve znění pozdějších předpisů, ukládá zřídit osobám veřejného zájmu. Subjektem veřejného zájmu ve smyslu § 2a zákona o auditorech je mimo jiné i právnická osoba založená podle českého práva, která vydala investiční cenné papíry, které jsou přijaté k obchodování na regulovaném. Každá kótovaná akciová společnost zřízená podle českého práva tak má povinnost zřídit výbor pro audit.

Příkladem speciálně zřízených výborů jsou např. výbor pro jmenování, výbor pro odměňování, výbor pro společenskou odpovědnost, výbor pro zdraví a bezpečnost, výbor pro životní prostředí, výbor pro řízení rizik a další. Všechny výše zmíněné výbory byly zřízeny některými kótovanými akciovými společnostmi,⁸² jejichž akcie byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu BCPP.

5.1.2.2. *Náležitosti dle § 118 odst. 4 písm. d) ZPKT*

Výroční zpráva obsahuje informace nejen o emitentovi samotném, ale také o vydaných kótovaných akciích. Výroční zpráva musí obsahovat popis práv a povinností spojených s příslušným druhem akcie nebo obdobného cenného papíru představujícího podíl na emitentovi nebo na hlasovacích právech, a to alespoň ve formě odkazu na zákon (např. ZOK) či stanov emitenta.

5.1.2.3. *Náležitosti dle § 118 odst. 4 písm. e) ZPKT*

Výroční zpráva obsahuje popis postupů rozhodování a základního rozsahu působnosti valné hromady nebo obdobného shromáždění vlastníků cenných papírů představujících podíl emitentovi (dále jen „**valná hromada**“). Tato povinnost se pro české kótované akciové společnosti jeví jako nadbytečná, neboť rozsah působnosti valné hromady je stanoven v § 421 ZOK či ve stanovách, jež musí být zveřejněny ve sbírce listin

⁸¹ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 680.

⁸² O2 Czech Republic a.s., NWR, Fortuna, ČEZ, a.s..

veřejného rejstříku na základě § 66 zákona č. 304/2013 Sb., o veřejných rejstřících právnických a fyzických osob, ve znění pozdějších předpisů.

5.1.2.4. *Náležitosti dle § 118 odst. 4 písm. f) až h) ZPKT*

Součástí výroční zprávy jsou také informace týkající se osob s řídicí pravomocí, jejich činnosti, odměňování a působnosti. Jedná se o důležité informace, na základě kterých jsou investoři schopni „*ohodnotit jejich zkušenosti a kvalifikaci a zvážit všechny potenciální střety zájmů.*“⁸³

Informace o odměňování umožňují investorům vyhodnotit, zda je výkon funkce členů orgánů a dalších osob s řídicí pravomocí a úroveň jejich odměňování nastaven adekvátním způsobem. Informace o výši a systému odměňování osob s řídicí pravomocí začaly být pro investorskou veřejnost důležitější mj. v důsledku skandálů společností Enron či Arthur Andersen, v pozdější době také např. Lehman Brothers. Veřejnost těchto informací je určitou jistotou toho, že odměňování manažerů nebude v rozporu se zájmy ostatních stakeholderů emitenta.

Pojem „osoba s řídicí pravomocí“ je definována v § 2 odst. 1 písm. a), b) ZPKT, podle kterého se osobou s řídicí pravomocí rozumí člen statutárního orgánu, statutární orgán, ředitel právnické osoby nebo osoba, která jiným způsobem skutečně řídí činnost právnické osoby, dozorčí rada nebo jiný dozorčí orgán a jejich členové či osoba, která v rámci emitenta činí rozhodnutí, které může ovlivnit budoucí vývoj a podnikovou strategii emitenta, a která má přístup k vnitřním informacím.

Výroční zpráva konkrétně obsahuje také číselné údaje a informace o všech peněžitých a nepeněžitých příjmech osob s řídicí pravomocí od emitenta či osob ovládaných emitentem. Povinnost zveřejňovat tyto příjmy se vztahuje souhrnně na všechny členy statutárního orgánu, souhrnně na všechny členy dozorčího orgánu a ostatní osoby s řídicí pravomocí. V původním znění § 118 odst. 3 písm. c) ZPKT účinném od 1. května 2004 do 29. dubna 2005 se tato povinnost vztahovala na každého člena

⁸³ Důvodová zpráva k zákonu 230/2009 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 9. 11. 2015].

představenstva, každou další vedoucí osobu⁸⁴ a každého člena dozorčí rady jednotlivě. Změna tohoto ustanovení byla provedena novelizací ZPKT zákonem č. 179/2005 Sb. v souvislosti se zrušením Fondu národního majetku. Zajímavé avšak nikoliv překvapivé se může zdát, že návrh na změnu § 118 odst. 3 písm. c) ZPKT byl podán jako pozměňovací návrh až ve druhém čtení jako přílepek k zákonu č. 179/2005 Sb., a tudíž se důvodová zpráva nijak ke změně nevyjadřuje. Naopak důvodová zpráva k původnímu znění ZPKT, které obsahovalo povinnost uvádět ve výroční zprávě podrobnosti o odměňování jednotlivých členů orgánů a osob s řídicí pravomocí, považovala způsob informování o odměnách jednotlivých osob jako vhodný a důležitý k naplnění účelu poskytnutí investiční veřejnosti dostatek informací o emitentovi. Lze se tudíž pouze domnívat, že povinnost změněna, a to navíc ve formě přílepku ke zcela jinému zákonu, za účelem ochrany zájmů členů statutárních orgánů.

Výroční zpráva dále obsahuje informace o počtu akcií nebo obdobných cenných papírů (včetně opcí k takovým cenných papírům), které vlastní osoby s řídicí pravomocí. Informace, včetně číselných údajů, se stejně jako v případě peněžních a nepeněžních odměn ve výroční zprávě uvádějí souhrnně za všechny členy orgánu statutárního, orgánu dozorčího a za všechny ostatní osoby s řídicí pravomocí.

Nad rámec povinností uvést ve výroční zprávě číselné informace o výši odměn a držení cenných papírů stanoví ustanovení § 118 odst. 4 písm. h) ZPKT také povinnost uvést principy odměňování. K této povinnosti se v minulosti vyjádřila také Komise pro cenné papíry ve svém rozhodnutí č. KCP/3/2006. V tomto rozhodnutí Komise uvedla, že *„výroční zpráva emitenta kótovaných cenných papírů musí obsahovat mj. principy odměňování vedoucích osob a členů dozorčí rady emitenta; údaj o celkové nebo individuální výši vyplacených odměn údaj o principech odměňování nenahrazuje. Popis principů odměňování musí umožnit investorům mimo jiné posoudit, nakolik jsou vedoucí osoby emitenta zainteresovány např. na hospodářské situaci společnosti nebo na růstu její tržní kapitalizace.“*⁸⁵

⁸⁴ Vedoucí osobou se dle ustanovení § 2 písm. c) ZPKT v tehdejší znění rozuměl člen statutárního orgánu, výkonný ředitel nebo prokurista, nebo osoba, na kterou byl pravomoc některé z těchto osob delegována nebo osoba, která jiným způsobem skutečně řídí činnost právnické osoby.

⁸⁵ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 681.

5.1.2.5. *Náležitosti dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT*

Povinnosti ve výroční zprávě uvést informace o kodexech řízení a správy společnosti se věnují v samostatné části této diplomové práce, konkrétně v kapitole 7.

5.1.2.6. *Náležitosti dle § 118 odst. 4 písm. k) ZPKT*

Z důvodu předcházení podobným skandálům jaké se staly ve Spojených státech se společností Enron, Tyco či Worldcom na přelomu tisíciletí je součástí výroční zprávy informace o odměnách auditorů, kteří ověřují účetní závěrku emitenta. Účelem této povinnosti je předcházet tomu, aby emitenti předkládali veřejné zprávy v rozporu s ustanovení § 121 písm. d) ZPKT, tj. aby výroční zprávy neobsahovaly nesprávné informace o finanční situaci emitenta.

5.1.3. Náležitosti výroční zprávy dle § 118 odst. 5 ZPKT vztahující se na kótované akciové společnosti

Výroční zpráva kótované akciové společnosti musí obsahovat dodatečné náležitosti nad rámec § 118 odst. 4 ZPKT, který se vztahuje na všechny emitenty, tudíž i na emitenty „pouze“ kótovaných dluhových investičních cenných papírů či derivátů. Tyto dodatečné informace jsou ve výroční zprávě zahrnuty v samostatné části společně s informacemi o kodexech řízení a správy emitenta dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT.

Důvodem proč jsou po kótovaných akciových společnostech požadovány dodatečné informace plyne ze specifické podstaty akcií. Ty představují účast akcionáře na emitentovi a s ním spojená práva a povinnosti z účasti plynoucí.⁸⁶ Investoři, kteří uvažují nad nákupem takových cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu, tedy potřebují ke zhodnocení výhodnosti investice a k vytvoření uceleného a kompletního názoru na akcii a emitenta dodatečné.

5.1.3.1. *Informace týkající se emitenta*

Podmínkou přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu dle § 65 odst. 1 písm. i) ZPKT je, aby bylo vlastnictví alespoň 25 % akcií emitenta rozptýleno mezi veřejnost Evropské unie, popřípadě alespoň takové procento akcií, které zaručí bezproblémové obchodování na regulovaném trhu. Z ustanovení mj. plyne, že emitent nemusí k přijetí

⁸⁶ Srov. ustanovení § 31 ve spojení s § 243 zákona o obchodních korporacích.

k obchodování na regulovaném trhu poskytnout všechny akcie a velmi výraznou část může ponechat mimo regulovaný trh. Tím pádem je pro potenciální investory zásadní informací, kolik akcií je nepřijatých k obchodování, případné rozdíly v druzích akcií a jakou část na základním kapitálu emitenta představují. Ustanovení § 118 odst. 5 písm. a) ZPKT tudíž emitenta akcií povazuje k zahrnutí těchto informací do výroční zprávy.

5.1.3.2. *Informace týkající se cenných papírů*

Každá akciová společnost může vydat různé druhy akcií, přiřadit k nim odlišné povinnosti a práva, včetně práv na hlasování či na podíl na zisku či omezit převoditelnost akcií.⁸⁷ Proto se po emitentovi akcií přijatých k obchodování na regulovaném trhu požaduje, aby ve výroční zprávě zahrnul informace o případných omezeních převoditelnosti cenných papírů.

Pokud se jedná o akcie obchodované na oficiálním trhu, může být jejich převoditelnost omezena pouze požadavkem souhlasu orgánu emitenta. Je tedy nepravděpodobné, aby byla převoditelnost cenných papírů přijatých k obchodování na oficiálním trhu omezena, avšak omezení převoditelnosti se může týkat cenných papírů nepřijatých k obchodování na daném trhu. I taková informace může být pro investory určující například ve vztahu k jejich plánům na získání větší části akcií než těch, které jsou kótované. Byla-li by převoditelnost zásadním způsobem omezena, investor by se v takovém případě vystavil riziku, že by mu byl převod vlastnického práva akciím odepřen, resp. ztížen či znemožněn.

Na základě stejné úvahy je v ustanovení § 118 odst. 5 ZPKT zakotvena povinnost informovat o významných podílech (přímých či nepřímých) na hlasovacích právech emitenta, o konkrétních subjektech vlastnících akcie se zvláštními právy, včetně popisu těchto práv či o případném omezení hlasovacích práv.

Povinnost uveřejnit informace o zvláštních právech spojených s akciemi dle § 118 odst. 5 písm. b) až d) ZPKT nemá vliv na povinnosti vyplývající ze zákona o obchodních korporacích. Na základě ustanovení § 277 odst. 1 ZOK musí být zvláštní práva k akciím a jejich obsah určen ve stanovách akciové společnosti, které musí být na základě zákona o veřejných rejstřících zveřejněny v obchodním rejstříku. Akciové společnosti, jejichž

⁸⁷ S výjimkou akcií na majitele dle § 274 odst. 1 ZOK.

akcie byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, musí tedy o případných zvláštních právech veřejnost informovat jak v samostatné části veřejné zprávy dle § 118 ZPKT, tak k takové informaci musí mít veřejnost přístup skrze sbírku listin v obchodním rejstříku.

5.1.4. Vztah zákona o podnikání na kapitálovém trhu a zákona o účetnictví v souvislosti s výroční zprávou

Povinnost vypracovat výroční zprávu za účelem poskytnutí uceleného, vyváženého a komplexního souboru informací má dle § 21 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „**zákon o účetnictví**“), jiným způsobem vymezený okruh osob, než který je stanoven v § 118 odst. 1 ZPKT. Je pravděpodobné, že mnozí emitenti kótovaných akcií trhu budou spadat také mezi subjekty, jež jsou povinny vypracovat výroční zprávu dle uvedeného § 21 zákona o účetnictví. Vzniká tedy otázka, zda musí tyto osoby vypracovat výroční zprávy dvě s rozdílnými požadavky dle ZPKT a dle zákona o účetnictví. Domnívám se, že z ustanovení obou předpisů neplyne, že by byla povinnost vypracovat výroční zprávu v konfliktu, a tudíž si myslím, že kótovaná akciová společnost, která je zároveň povinna vypracovat výroční zprávu dle § 21 zákona o účetnictví, by měla vypracovat jednu výroční zprávu, která splní požadavky obou zákonných předpisů.

Na rozdíl od obsahových náležitostí výročních zpráv je ovšem potřeba odlišit způsoby uveřejnění výroční zprávy. Z ustanovení § 118 odst. 6 ZPKT neplyne, že by ZPKT jakkoliv zasahoval do způsobů publikace na základě zákona o účetnictví. Tudíž je zřejmé, že povinnost emitenta vyplývající z § 21a zákona o účetnictví, § 66 zákona o veřejných rejstřících a § 436 a § 776 odst. 1 ZOK uveřejnit výroční zprávu ve sbírce listin a v Obchodním věstníku není ustanoveními ZPKT dotčena, a musí se plnit nezávisle na pravidlech uveřejnění výroční zprávy dle ZPKT.

Z ustanovení § 118 odst. 3 ZPKT plyne, že součástí výroční zprávy musí vždy být účetní závěrka ověřená auditorem. Požadavky na obsah účetní závěrky nebo konsolidované závěrky jsou stanoveny v § 21, resp. § 21a zákona o účetnictví. V případě, že emitent není povinen postupovat podle zákona o účetnictví, je dle § 118 odst. 6 ZPKT povinen výroční zprávu i účetní závěrku sestavit takovým způsobem, aby obsahovala informace rovnocenné s obsahovými náležitostmi dle zákona o účetnictví. Ověření auditorem se poté řídí úpravou obsaženou v zákoně č. 93/2009 Sb., o

auditorech, ve znění pozdějších předpisů, zejména ustanoveními § 18 a § 19, které stanoví postup auditora.

Nařízení č. 1606/2002 o uplatňování mezinárodních účetních standardů ze dne 19. července 2002 v článku 4 stanoví, že kótované akciové společnosti jsou povinné konsolidované účetní závěrky sestavit v souladu s mezinárodními účetními standardy IAS/IFRS. Na základě článku 5 tohoto nařízení mají členské státy diskreci stanovit povinnost sestavovat účetní závěrky dle IAS/IFRS také jiným osobám než těm, které jsou povinné sestavovat konsolidované účetní závěrky. Česká republika této možnosti využila a prostřednictvím zákona č. 473/2003 Sb. novelizovala zákon o účetnictví tak, že mezinárodní účetní standardy musí k sestavení účetní závěrky použít všechny účetní jednotky, které jsou emitentem cenných papírů přijatých k obchodování na evropském regulovaném trhu.⁸⁸

5.2. Pololetní zpráva

Povinnost uveřejňovat pololetní zprávu se do českého právní řádu dostala s účinností od 1. ledna 2001, kdy byla tato povinnost upravena v § 80b ZCP. Přijetím ZPKT byla tato povinnost přenesena do § 119 ZPKT.

Ustanovení § 119 ZPKT ukládá kótovaným akciovými společnostem povinnost do 2 měsíců po uplynutí prvních 6 měsíců účetního období uveřejnit svou pololetní zprávu. Stejně jako u výroční zprávy jsou povinné zajistit, aby uveřejněná pololetní zpráva byla veřejně přístupná nejméně 5 let, která bude v důsledku novelizace ZPKT prodloužena na 10 let stejně jako v případě výroční zprávy.

Pololetní zpráva je rozšířením periodické informační povinnosti, kdy kótované akciové společnosti musí poskytnout věrný a poctivý obraz o své finanční situaci, podnikatelské činnosti a výsledcích hospodaření také v průběhu účetního období. Rozsah údajů v pololetní zprávě je menší než ve zprávě výroční, například se nesestavuje mimořádní účetní závěrka, která by musela být ověřena auditorem. Součástí popisné části jsou např. důležité faktory, které ovlivnily podnikatelskou činnost a hospodářské výsledky kótované akciové společnosti, rizika a nejistoty, které mohou mít vliv na fungování

⁸⁸ Srov. ustanovení § 19a odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.

v nadcházejících 6 měsících, či soupis transakcí se spřízněnou osobou,⁸⁹ které podstatným způsobem ovlivnily výsledky hospodaření. Povinnost uveřejnit transakce se spřízněnou osobou se vztahuje pouze na kótované akciové společnosti, nikoliv na emitenty jiných investičních cenných papírů. Součástí popisné části je také srovnání s odpovídajícím obdobím předchozího roku.

5.3. Zpráva statutárního orgánu – čtvrtletní zpráva

V rámci novelizace ZPKT v roce 2009 byla zákonem č. 230/2009 Sb. mezi periodické informační povinnosti zahrnuta také povinnost uveřejnit tzv. zprávu statutárního orgánu kótované akciové společnosti, tzv. mezitímní zprávu. Tato povinnost byla do českého právní řádu přijata v rámci implementace článku 6 směrnice TD I. Dne 22. října 2013 byla na půdě EU přijata směrnice č. 2013/50/EU (tzv. transparency directive II a dále jen „TD II“), která novelizuje směrnici TD I. Směrnice TD I ve znění TD II již povinnost uveřejnit mezitímní zprávu neobsahuje.

Dne 21. 8. 2015 předložila vláda Poslanecké sněmovně návrh zákona jako tisk č. 571, který má novelizovat ZPKT za účelem implementace několika evropských předpisů do českého právního řádu. Návrh zákona počítá se zrušením požadavku na uveřejňování mezitímní zprávy dle § 119a ZPKT. Důvodem zrušení mezitímní zprávy je využití diskrece, která členským státům umožňuje nepožadovat od emitentů jiné periodické povinnosti než výroční a pololetní zpráva.⁹⁰

Bez ohledu na výše uvedené je ale povinnost vypracovat a uveřejnit mezitímní zprávu dle § 119a ZPKT pro emitenty řídicí se ustanoveními ZPKT stále platná a účinná a v této části diplomové práce se povinnosti detailněji věnuji.

Informační povinnost dle 119a ZPKT se vztahuje pouze na kótované akciové společnosti. Z ustanovení § 119a odst. 1 a odst. 2 ZPKT je zřejmé, že mezitímní zpráva má povahu jakési čtvrtletní zprávy, která se uveřejňuje v první a druhé polovině účetního období, a to konkrétně nejdříve po uplynutí prvních 10 týdnů daného účetního pololetí a nejpozději 6 týdnů před skončením daného účetního pololetí. Má-li emitent

⁸⁹ Dle mezinárodního účetního standardu IAS 24, jež je přílohou nařízení Komise č. 1725/2003, se transakcemi mezi spřízněnými stranami rozumí převod zdrojů nebo závazků mezi takovými stranami, kdy jedna strana má schopnost kontrolovat druhou nebo uplatňuje podstatný vliv na druhou stranu při finančních a provozních rozhodnutích.

⁹⁰ Důvodová zpráva, sněmovní tisk č. 571. Dostupné online z: <http://www.psp.cz/>

jako účetní období zvolený kalendářní rok počínaje 1. lednem, tak musí první mezitímní zprávu uveřejnit v období mezi 10. a 20. týdnem a druhou v období mezi 36. a 46. týdnem. Pro rok 2015 se jedná o období mezi 2. březnem až 17. květnem a mezi 31. srpnem a 15. listopadem. Je tedy patrné, že mezitímní zpráva emitenta může pro každou polovinu účetního období pojednávat o dost rozdílném časovém období. Mezitímní zpráva, stejně jako zpráva výroční a zpráva pololetní plní podobné funkce při informování investorské veřejnosti o finančních výsledcích a podnikatelské činnosti emitenta, a proto je důležité, aby také kvalita mezitímní zprávy byla dostatečná, tj. aby podávala věrný a poctivý obraz o emitentovi.

Ustanovení § 119a odst. 4 ZPKT umožňuje emitentovi mezitímní zprávu neuveřejnit, pakliže v souladu s pravidly organizátora regulovaného trhu, na kterém je emitentem vydaný cenný papír přijatý k obchodování, nebo z vlastního podnětu, uveřejňuje za první a třetí čtvrtletí zprávu, jež naplňuje požadavky rovnocenné s těmi uvedenými v § 119a ZPKT.

5.4. Dílčí závěr

Z analýzy periodických informačních povinností vyplývá, že periodické informační povinnosti poskytují investorské veřejnosti, České národní bance i dalším účastníkům kapitálového trhu detailně strukturované a podrobné informace o komplexní situaci kótované akciové společnosti k určitému datu. Výhodou takové informace je její strukturovanost a snadná srovnatelnost s podobnou informací jiného povinného subjektu. Další pozitivem je komplexnost poskytované informace, která v mnohých případech dosahuje stovek stran, ze které může každý potenciální investor i dohledový orgán rozpoznat v jaké situaci se kótovaná společnost nachází. Nevýhodou periodických informací je časová prodleva. Výroční zprávu musí kótovaná akciová společnost uveřejnit do 4 měsíců od konce účetního období, pro které je výroční zpráva vypracována. Investor řídicí se informacemi ve výroční zprávě nemusí vůbec mít k dispozici aktuální informace.

6. Průběžné informační povinnosti

Jak je patrné z předchozích částí této práce, periodické informační povinnosti emitentů cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu jsou pro investiční veřejnost velmi důležité, jelikož musejí být ze zákona velmi podrobné a obsáhlé. Tyto znaky pravidelně uveřejňovaných informací dle § 118 a násl. ZPKT s sebou ovšem přinášejí také jednu negativní vlastnost, kterou je neaktuálnost, resp. rychlá zastaralost pravidelných informací. Vypracování výroční zprávy je úkol, jenž emitentům zabere i několik měsíců, jelikož povinně publikované informace je časově náročné shromáždit, zpracovat a vytvořit z nich ucelený obraz finanční, personální či podnikatelské situace emitenta. Pro současný kapitálový trh, který je z důvodu globálního propojení pomocí nových technologií a relativně nízkých nákladů dostupný investorům v podstatě neustále, jsou ovšem pravidelně uveřejňované informace rychle zastaralé a omezeně použitelné. Výroční zpráva emitenta, uveřejněná na konci dubna, za předcházející rok neposkytne investorovi dostatečně čerstvé informace, které by mohl při svém rozhodování vzít v úvahu. Proto jsou pravidelné informace doplněny povinností uveřejňovat také tzv. průběžné informace, které jsou rychlé, přesné a způsobilé ovlivnit kurz investičního nástroje.

Aktuální informovanost investorů je zajištěna v ZPKT řadou povinností, které jsou blíže popsány v následujících částech práce.

6.1. Vnitřní informace

6.1.1. Úvod

Reglementace vnitřních informací a jejich ochrany před zneužitím byla do českého právního řádu zavedena zákonem o cenných papírech (ZCP), jenž nabyl účinnosti před více než 20 lety⁹¹ dne 1. ledna 1993. Úprava ochrany vnitřních informací v ZCP zůstala až do přijetí ZPKT. Ustanovení § 81 ZCP za vnitřní informaci, tehdy tzv. důvěrnou informaci, považovalo informaci, „*kteřá nebyla uveřejněna a kteřá se týká hospodářské a finanční situace jednoho nebo několika emitentů, popřípadě jednoho nebo několika veřejně obchodovatelných cenných papírů a kteřá by po uveřejnění mohla významně*

⁹¹ ŠOVAR, Jan. Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu po poslední novelizaci. *Obchodněprávní revue* [online]. 9/2009, s. 261. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 10. 11. 2015].

ovlivnit kurs nebo výnos příslušných cenných papírů.” Platná úprava v §§ 124 a 125 ZPKT má svůj původ v sekundárních právních aktech Evropské unie, konkrétně ve směrnici MAD.

Dne 16. dubna 2014 bylo přijato nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 596/2014 o zneužívání trhu a o zrušení směrnice MAD a dalších směrnic (dále jen „**MAR**“ z anglického *market abuse regulation*). MAR se stane s účinností od 3. července 2016 (podstatná část MAR) přímo aplikovatelné a nahradí tak dosavadní úpravu v MAD. Od chvíle, kdy bude nařízení MAR přímo aplikovatelné, nahradí nejen původní směrnici MAR a některé další směrnice, ale také promítnutí těchto směrnic do právních řádů členských států, včetně § 124 až 126 ZPKT.⁹²

Současně s nařízením MAR byla přijata směrnice č. 2014/57/EU, o trestních sankcích za zneužití trhu (dále jen „**CSMAD**“).⁹³ Směrnice CSMAD má být do právního řádu České republiky implementována do 3. července 2016.

Dne 9. září 2015 předložilo Ministerstvo financí vládě návrh zákona, kterým se mění ZPKT a který obsahuje změny ZPKT vyvolané povinností implementovat některé evropské předpisy.⁹⁴ Nejzásadnější změnou je návrh zrušení celé hlavy IV části deváté ZPKT, tedy ustanovení § 124 až 126 ZPKT. Tato ustanovení budou zrušena v důsledku přijetí nařízení MAR, které upravuje oblast vnitřních údajů a manipulace s trhem či jeho zneužití, a jehož podstatná část se stane s účinností od 3. července 2016 přímo aplikovatelná. Návrh zákona je ke dni 17. 11. 2015 ve fázi, kdy již proběhlo připomínkové řízení meziresortní a v současné době je návrh zařazen do evidence Odboru vládní agentury Úřadu vlády ČR.⁹⁵

⁹² ČERNÁ, S., ŠTENGLOVÁ, I., PELIKÁNOVÁ, I. a kol. *Právo obchodních korporací*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2015. 640 s. ISBN 978-80-7478-735-5. Str. 578.

⁹³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 16. dubna 2014 č. 2014/57/EU o trestních sankcích za zneužití trhu. In: EUR-lex [právní informační systém]. [cit. 10. 11. 2015]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0057&from=EN>

⁹⁴ Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>

⁹⁵ Tamtéž.

6.1.2. Vymezení vnitřní informace

Dle současného znění § 124 odst. 1 ZPKT se za vnitřní informaci považuje informace:

- i) přesná;
- ii) která se přímo či nepřímo týká
 - a. investičního nástroje, který byl přijat k obchodování na evropském regulovaném trhu, nebo o jehož přijetí bylo požádáno,⁹⁶ nebo
 - b. jiného nástroje, který nebyl přijat k obchodování na regulovaném trhu a jehož hodnota se odvozuje od investičního cenného nástroje přijatého k obchodování na regulovaném trhu; nebo
 - c. emitenta investičního nástroje; nebo
 - d. jiné skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny investičního nástroje nebo jeho výnosu,
- iii) která není veřejně známá; a
- iv) může významně ovlivnit kurz nebo výnos investičního nástroje.

Do definice je zahrnuta také informace týkající se nástroje, který nebyl přijat k obchodování na regulovaném trhu, ale jehož informace se odvozuje od investičního nástroje.

Z rozdílných definic v ZCP⁹⁷ a ZPKT je zřejmé, že se vnitřní informace rozšířila z cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu na veškeré investiční nástroje přijaté k obchodování na regulovaném trhu či z těchto nástrojů odvozené. Jednotlivým kvalitativním prvkům vnitřní informace se věnuji níže v následujících podkapitolách. Vybral jsem ty prvky, které považuji pro účely této práce za podstatné; nevěnuji se podrobně např. vymezení jiných finančních nástrojů, než cenných papírů představujících podíl na základním kapitálu emitenta, tj. zejména kótovaným akciím.

⁹⁶ Ustanovení § 124 odst. 1 ZPKT pro takový investiční nástroj zavádí zkratku „finanční nástroj.“ V této kapitole ovšem nepoužívám legislativní zkratku „finanční nástroj“ pro investiční nástroj, který byl přijat k obchodování na evropském regulovaném trhu, nebo o jehož přijetí bylo požádáno, neboť nařízení MAR, které v této kapitole také analyzuji, obsahuje svou vlastní definici finančního nástroje, která se obsahově liší od legislativní zkratky v § 124 odst. 1 ZPKT. Definice finančního nástroje dle nařízení MAR je širší než legislativní zkratka finanční zkratka v § 124 odst. 1 ZPKT.

⁹⁷ Ustanovení § 81 zákona o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, až do přijetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

V nařízení MAR je vnitřní informace vymezená širěji než v současném ZPKT. V důsledku rozmachu obchodování na jiných platformách než jen na regulovaných trzích se za vnitřní informaci bude od účinnosti nařízení MAR považovat také informace vztahující se k finančním nástrojům⁹⁸ obchodovaným v MTF⁹⁹, nebo přijaté k obchodování v MTF, pro něž byla podána žádost k přijetí k obchodování v MTF, informace vztahující se k finančním nástrojům obchodovaných v OTF,¹⁰⁰ či k jejich emitentům. Za vnitřní informace se dle čl. 7 odst. 1 písm. c) nařízení MAR výslovně považují také informace ve vztahu k povolenkám na emise a na nich založeným produktům, ačkoliv se emisní povolenky dle směrnice MiFID II považují za finanční nástroje.

6.1.3. Přesnost informace

Přesností informace se obecně rozumí dostatečná míra specifičnosti, ale vždy musí být tento kvalitativní znak posuzován s ohledem na konkrétní případ informace.¹⁰¹ Z Úředního sdělení České národní banky ze dne 27. ledna 2012 o ochraně proti zneužívání a transparentci trhu (dále jen „Sdělení ČNB 2012“),¹⁰² které blíže vysvětluje pojem některých tematických oblastí ochrany proti zneužívání trhu, včetně vnitřních informací, plyne, že obsahem přesné vnitřní informace musí být skutečnost, která nastala, nebo skutečnost, kterou lze v budoucnu důvodně očekávat, a je dostatečně určitá, aby bylo možné na jejím základě učinit závěr o dopadu na kurz či jinou cenu investičního cenného nástroje¹⁰³ nebo jeho výnos. Přesnou informací tedy není pouze informace definitivní, ale postačí, je-li dostatečně pravděpodobné, že skutečnost, jež je obsahem informace, v budoucnu nastane. Při určování přesnosti je tedy důležité vycházet ze zásad, že událost, ke které se informace váže, nastala nebo lze rozumně

⁹⁸ Ve smyslu ustanovení článku 3 odst. 1 bodu 3 nařízení MAR, resp. článku 4 odst. 1 bodu 15 směrnice MiFID II.

⁹⁹ Obchodní systém typu MTF byl do českého právního řádu zaveden již v souvislosti s implementací směrnice MiFID zákonem č. 230/2008 Sb.

¹⁰⁰ Obchodní systém typu OTF bude do českého právního řádu zaveden v souvislosti s implementací směrnice MiFID II. V současné době ZPKT ani další platné a účinné zákony OTF neznají.

¹⁰¹ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 716.

¹⁰² Úřední sdělení České národní banky ze dne 27. ledna 2012 o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci. *Věstník ČNB*, částka 2/2012 [online]. [cit. 7. 11. 2015] Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2012/download/v_2012_02_20312560.pdf

¹⁰³ Resp. „finančního nástroje“ dle vymezení v ustanovení § 124 odst. 1 ZPKT.

očekávat, že nastane a zároveň musí být informace dostatečně přesná, aby na jejím základě mohl rozumný investor učinit závěr o pohybu kurzu.¹⁰⁴

Posouzení, zda je informace dostatečně přesná, je komplikované v případech, kdy se jedná o tzv. vícestupňové rozhodování na straně emitenta. Otázkou je, v jakém stádiu by měl emitent informaci o plánovaném postupu/skutečnosti považovat za vnitřní informaci a uveřejnit ji. Sdělení ČNB 2012 uvádí příklad rozhodování emitenta o provedení dobrovolné nabídky převzetí účastnických cenných papírů jiné společnosti. V případě, že se emitent rozhodl o učinění takové nabídky převzetí, ale nerozhodl se prozatím o výši ceny, kterou za cenné papíry učiní, je jeho rozhodnutí, ačkoliv prozatím bez stanovení ceny neproveditelné, dostatečně přesné a jedná se o vnitřní informaci naplňující všechny znaky dle § 124 ZPKT. Stejně široce upravuje vnitřní informaci také nařízení MAR ve svém článku 7 odst. 3, kde stanoví, že dílčí krok dlouhodobého procesu představuje vnitřní informaci, pokud sám o sobě splňuje kritéria vnitřní informace nařízení.

K zajímavému rozhodnutí na toto téma došlo v Německu, kde Spolkový soudní dvůr rozhodl, že vnitřní informací je každý krok vedoucí k rozhodnutí o výměně předsedy představenstva, pokud taková změna není otázkou jednorázového rozhodnutí, ale dlouhodobějšího procesu skládajícího se např. z oznámení stávajícího předsedy o jeho úmyslu odstoupit. Spolkový soudní dvůr dále uvedl, že pravděpodobnost naplnění předpokládaného rozhodnutí o změně nemusí hraničit s jistotou, ale postačí, pokud je pravděpodobnost uskutečnění takového rozhodnutí větší než pravděpodobnost opačné skutečnosti, tj. absence změny předsedy představenstva.¹⁰⁵

Příkladem vnitřní informace může být informace o chystané fúzi, převzetí či jednání se strategickým partnerem, ačkoliv ještě nepadlo konečné rozhodnutí a nakonec ani nepadne.¹⁰⁶ Konkrétním příkladem je informace uveřejněná společností Kofola S.A. ze

¹⁰⁴ PELIKÁNOVÁ, I., ČECH, P. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). *Právo a podnikání*. R. 2002, č. 11, str. 4-5.

¹⁰⁵ Rozhodnutí Bundesgerichtshof č. II Zb 9/07 ze dne 23. 4. 2013 [online]. [cit. 14. 11. 2015]. Dostupné v německém jazyce z: <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=6a43915865d5995125fc89a126eba765&nr=68093&pos=1&anz=3>

¹⁰⁶ Tamtéž.

dne 6. listopadu 2015 v Centrálním úložišti regulovaných informací¹⁰⁷ o tom, že holdingová společnost skupiny Kofola, Kofola ČeskoSlovensko a.s., se chystá k obchodování vydat nové akcie a uvést je na regulovaný trh provozovaný organizátorem BCPP v České republice a na regulovaný trh ve Varšavě. K přijetí k obchodování na regulovaných trzích plánuje společnost vydat jak nové akcie (IPO), tak akcie stávající.¹⁰⁸

Základem pro úvahu, zda je konkrétní informace vnitřní informací dle § 124 odst. 1 ZPKT, je tedy situace, kdy předmětná skutečnost ještě nenastala, ale kdy se objevila informace dostatečná pro rozumného investora k tomu, aby na jejím základě učinil investiční rozhodnutí. Zároveň se informační povinnost nevztahuje na domněnky, obavy nebo předpoklady, ale vždy výhradně na konkrétní skutečnosti.¹⁰⁹

6.1.4. Přímý nebo nepřímý vztah vnitřní informace k investičnímu nástroji, emitentovi nebo jiné významné skutečnosti

Za vnitřní informace se považují zejména informace, které se přímo dotýkají emitenta, jeho podnikatelské činnosti, finanční situace a vyhlídek do budoucna¹¹⁰ a dalších skutečností týkajících se samotného investičního nástroje a práv s ním spojených.

Informacemi, jež mají k emitentovi, investičnímu nástroji nebo jiné významné kurzotvorné skutečnosti vztah nepřímý, jsou typicky veřejné informace o cenách komodit, informace o rozhodnutí centrální banky o zvýšení/snížení úrokových sazeb, o obsahu statistických ročenek a podobných datech či informace o plánovaných právních předpisech týkajících se emitenta. Jedná se tedy o informace, které ve většině případů cirkulují ve společnosti či odborných kruzích nezávisle na emitentovi a ve většině případů nebudou splňovat náležitost vnitřní informace, jelikož se jedná o informace

¹⁰⁷ Centrální úložiště regulovaných informací je systém, který využívá Česká národní banka ke zpřístupnění informací, jež jsou zejména emitenti povinni uveřejňovat dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. V Centrálním úložišti regulovaných informací jsou dostupné informace zaslané České národní bance od 1. srpna 2009, informace zaslané dříve jsou dostupné v jiné části internetových stránek České národní banky [online]. [cit. 10. 11. 2015]. Centrální úložiště je dostupné z https://oam.cnb.cz/sipresextdad/SIPRESWEB.WEB21.START_INPUT_OAM?p_lang=cz

¹⁰⁸ Vnitřní informace společnosti Kofola S.A. [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: https://oam.cnb.cz/sipresextdad/SIPRESWEB.BIP00.DWNL_FILE?file_id=127051

¹⁰⁹ Rozhodnutí Komise pro cenné papíry čj. KCP/3/2003 [online]. [cit. 12. 11. 2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/arc_hiv_KCP/download/get_dms_file272.pdf

¹¹⁰ Sdělení ČNB 2012 op. cit., str. 2.

veřejné. Přesto mohou nastat případy, kdy se emitent nebo jiná odpovědná osoba dostane do situace, kdy musí s takovou informací nakládat jako s informací vnitřní s výjimkou, že nemá povinnost ji uveřejňovat dle § 125 odst. 1 ZPKT, „*ledaže se o tom dozví a vzhledem k okolnostem a povaze příslušné informace je potřebné na ně reagovat např. uveřejněním vysvětlení.*“¹¹¹ K povinnosti uveřejňovat vnitřní informace podrobněji níže.

6.1.5. Neveřejnost

Dalším ze znaků vnitřní informace je, že není veřejně známá. Z rozhodovací praxe Komise pro cenné papíry plyne, že veřejně známou informací se rozumí taková informace, která byla zpřístupněna širokému okruhu investorů tak, aby mohl tuto informaci zjistit průměrně aktivní rozumný investor.¹¹² Průměrným investorem se potom rozumí taková osoba, která je rozumná a která pravidelně obchoduje na trhu s předmětným druhem investičního nástroje. Dle Komise pro cenné papíry tedy „*nerozhoduje (...), zda se jedná o profesionála či laika, stěžejní je prvek pravidelnosti (jako výraz určité zkušenosti) a rozumnosti (ustupují tedy prvky iracionality v investičním rozhodování).*“¹¹³ Dle Sdělení ČNB 2012 je tedy za veřejně známou informací považována taková informace, která je dostupná rozumným investorům splňujícím požadavky výše uvedené.¹¹⁴

Nařízení MAR z vymezení vnitřních informací vylučuje takové informace, které nebyly uveřejněny. Domnívám se, že znění článku 7 nařízení MAR je přesnější a výstižnější než ustanovení § 124 odst. 1 ZPKT, jelikož v posouzení neveřejnosti se nejedná o kvalitu informace, zda je známá určenou veřejností, nýbrž pouze o možnost ji poznat. Tedy o to, zda byla uveřejněna či nikoliv.

¹¹¹ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 722.

¹¹² Rozhodnutí Komise pro cenné papíry čj. KCP/3/2003 [online]. [cit. 12. 11. 2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/arc_hiv_KCP/download/get_dms_file272.pdf

¹¹³ Rozhodnutí Komise pro cenné papíry čj. KCP/19/2004 [online]. [cit. 12. 11. 2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/arc_hiv_KCP/download/get_dms_file322.pdf

¹¹⁴ Sdělení ČNB 2012 op. cit.

Výše uvedené znaky kritéria veřejné známosti informace jsou zkoumány vždy z faktického hlediska, není tedy podstatné, zda se informace stala veřejnou v souvislosti s plněním informační povinnosti emitenta, či se tak stalo, ačkoliv nebyla řádně a včas uveřejněna. Zároveň ovšem platí, že informace uveřejněná prostřednictvím finančních internetových portálů nebo agentur dle § 20 odst. 2 prováděcí vyhlášky České národní banky č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci, ve znění vyhlášky České národní banky č. 191/2011 Sb. (dále jen „**Prováděcí vyhláška**“) je veřejně dostupná¹¹⁵ a nelze ji od okamžiku uveřejnění považovat za vnitřní informaci.¹¹⁶

6.1.6. Schopnost významně ovlivnit kurz nebo výnos investičního nástroje po uveřejnění

Ustanovení § 124 odst. 1 ZPKT stanoví další a nejdůležitější¹¹⁷ kvalitativní požadavek na informaci, a to její schopnost, za předpokladu, že by se stala veřejně známou, významně ovlivnit kurz nebo výnos finančního nástroje¹¹⁸ nebo odvozeného nástroje. Prováděcí vyhláška v ustanovení § 2 odst. 2 upřesňuje požadavky na kvalitu tím, že nad rámec ZPKT stanoví, že vnitřní informací s kurzotvorným potenciálem se rozumí informace, o které lze předpokládat, že by ji rozumný investor vzal v úvahu při investičním rozhodování. Dle nařízení MAR je takovou informací „*informace, kterou by racionální investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí.*“¹¹⁹ K vymezení rozumného investora odůvodnění k Prováděcí vyhlášce stanoví, že se u rozumného investora nepředpokládají hluboké znalosti z finančního trhu, práva, matematiky atd., na druhé straně se jedná o investora rozvážného, zvažujícího pro a proti každé investice.¹²⁰ Rozhodujícím kritériem k naplnění tohoto

¹¹⁵ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 722.

¹¹⁶ Seznam internetových portálů a agentur uveřejněný Českou národní bankou podle § 20 odst. 2 vyhlášky č. 234/2009 Sb. [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/seznamy/ostatni_seznamey/download/seznam_financnich_serveru.pdf

¹¹⁷ Rozhodnutí Komise pro cenné papíry čj. KCP/19/2004 [online]. [cit. 12. 11. 2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/get_dms_file322.pdf

¹¹⁸ Ve smyslu ustanovení § 124 odst. 1 ZPKT.

¹¹⁹ Ustanovení článku 7 odst. 4 nařízení MAR.

¹²⁰ Odůvodnění k vyhlášce České národní banky č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci [online]. cnb.cz [cit. 12. 11. 2015] Dostupné z:

požadavku je vždy schopnost vyvolat změnu kurzu nebo možnost zhoršit schopnost emitenta plnit závazky z investičního nástroje. Sdělení ČNB 2012 podává demonstrativní výčet kritérií, které je zapotřebí brát v potaz pro posouzení podmínky významné ovlivnění kurzu.¹²¹

Právní předpisy nikde nestanoví, jak velký pohyb kurzu musí být informace schopná ovlivnit. Sdělení ČNB 2012 výslovně předjímá, že kvantitativní požadavek významnosti pohybu kurzu není možné předem vymežit a vždy záleží na konkrétních skutečnostech, jako je volatilita kurzu či jiné ceny investičního nástroje,¹²² charakteristika samotného investičního nástroje, vývoj příslušného indexu a trhu jako celku či celá řada dalších okolností. Toto posouzení vždy vychází z *ex ante* pohledu, tudíž se jedná o potenciální a ve svém důsledku neměřitelný odhad.¹²³ Nejedná se tudíž zásadně o hodnocení pohybu kurzu *ex post*, jak vyplývá z rozhodovací praxe Komise pro cenné papíry, která ve svém rozhodnutí č. KCP/19/2004 stanovila, že „skutečnost, že po uveřejnění určité informace nedojde ke změně kurzu registrovaného cenného papíru, neznamená sama o sobě, že se nejednalo o informaci způsobilou podstatnou změnu kurzu vyvolat.“ V rozhodovaném případě považovala Komise pro cenné papíry za kurzotvornou informaci o podmínkách povolení spojení soutěžitelů Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže. Emitent, jemuž bylo povoleno akvírovat dalšího soutěžitele za určitých podmínek stanovených Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže, uveřejnil pouze informaci o tom, že bylo spojení povoleno s podmínkami. Samotné podmínky spojení, které zásadním způsobem omezily dopad spojení na trh, ovšem emitent uveřejnil až několik hodin poté, čímž dle Komise pro cenné papíry porušil svou informační povinnost. V daném případě byly podmínky povolení spojení významnou kurzotvornou informací z pohledu *ex ante*, ačkoliv ve skutečnosti nedošlo k žádnému významnému pohybu kurzu.¹²⁴

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/vyhlasky/download/vyhlaska_234_2009_oduvodneni.pdf

¹²¹ Sdělení ČNB 2012 op. cit. uvádí např. předpokládaný dopad skutečnosti na činnost nebo výsledek hospodaření emitenta, spolehlivost zdroje informace, tržní veličiny, které ovlivňují význam informace pro kurz či jinou cenu nebo výnos jako je dosavadní kurz, volatilita, likvidita, kurzové vztahy k jiným finančním nástrojům, objem obchodovaných nástrojů apod.)

¹²² Ve smyslu „finančního nástroje“ dle ustanovení § 124 odst. 1 ZPKT.

¹²³ Sdělení ČNB 2012 op. cit.

¹²⁴ Rozhodnutí Komise pro cenné papíry čj. KCP/19/2004 [online]. [cit. 12. 11. 2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/get_dms_file322.pdf

Je důležité v této části uvést, že investiční doporučení obchodníků s cennými papíry či dalších osob, které v souvislosti s výkonem svého povolání tvoří nebo rozšiřují investiční doporučení, které také mohou mít zásadní vliv na pohyb kurzu či jinou cenu finančních nástrojů, tvoří specifickou kategorii dle § 125 odst. 6 ZPKT. Zákon na producenty a šířitele těchto doporučení klade dodatečné požadavky poctivosti a péče. Investiční doporučení tvořená na základě veřejně známých informací nepodléhají režimu vnitřních informací. Lze si ale představit i situaci, kdy může i provedení obchodu na základě výzkumu či odhadu vycházejícího z veřejně dostupných údajů být považováno za vnitřní informaci. Jedná se o situaci, „*kdy trh běžně očekává zveřejnění nebo rozšíření informace a kdy toto zveřejnění nebo rozšíření přispívá k procesu utváření cen finančních nástrojů nebo tato informace poskytuje názory uznávaného tržního komentátora nebo instituce, kteří mohou ovlivňovat ceny souvisejících finančních nástrojů.*“¹²⁵

6.1.7. Povinnost uveřejnit vnitřní informace

Ustanovení § 125 ZPKT ukládá emitentům investičních nástrojů obchodovaných na regulovaném trhu¹²⁶ povinnost uveřejnit veškeré vnitřní informace, které se jich přímo týkají, bezodkladně a způsobem, který zajistí neupřednostňující, snadný a bezúplatný přístup k informaci, tj. zejména prostřednictvím svých internetových stránek, a zároveň tuto informaci zaslat České národní bance. Vnitřní informace musí být srozumitelná a nezkreslená.

Emitent investičního nástroje¹²⁷ má právo odložit uveřejnění vnitřní informace v případě, že jsou splněny podmínky stanovené v § 125 odst. 2 ZPKT. Odložit uveřejnění je emitent oprávněn pouze ze závažných důvodů a za podmínky, že neuveřejněním informace nebude veřejnost klamána a emitent je zároveň schopen zajistit důvěrnost takové vnitřní informace. Zároveň se emitentovi ukládá povinnost bezodkladně o odložení informovat Českou národní banku a poskytnout odůvodnění

¹²⁵ Bod 28 preambule nařízení MAR.

¹²⁶ Včetně investičních nástrojů, o jejichž přijetí k obchodování na regulovaném trhu bylo požádáno dle ustanovení § 124 odst. 1 ZPKT.

¹²⁷ Ve smyslu finančního nástroje dle ustanovení § 124 odst. 1 ZPKT.

odložení uveřejnění. Podrobné náležitosti a specifikaci podmínek, za kterých je emitent oprávněn odložit uveřejnění vnitřní informace stanoví Prováděcí vyhláška.

Nařízení MAR vymezuje podmínky pro odložení uveřejnění vnitřní informace obdobným způsobem jako ZPKT společně s Prováděcí vyhláškou. Novinkou však v článku 17 odst. 4 nařízení MAR je umožnění členským státům stanovit, že emitent nebude povinen automaticky posílat oprávněnému orgánu¹²⁸ písemné vysvětlení, proč se rozhodl uveřejnění odložit. Členské státy budou moci stanovit, že emitent je takové vysvětlení povinen poskytnout pouze na žádost oprávněného orgánu.

6.1.7.1. CSMAD

Do 3. července 2016 mají členské státy nově povinnost dle CSMAD přijmout pravidla pro trestní sankce za obchodování zasvěcené osoby, nedovolené zpřístupnění vnitřní informace a manipulaci s trhem. CSMAD je tak směrnici, jejímž cílem je harmonizace trestněprávních postihů za některé skutkové podstaty související se zneužíváním trhu. Nařízení MAR počítá s tím, že členské státy mohou za porušení jednotlivých povinností stanovit jak správní sankce, tak trestní sankce, a to i souběžně.¹²⁹ Přijetí trestních sankcí dle směrnice CSMAD ovšem nezabavuje členské státy povinnosti přijmout také správní sankce za taková porušená, na která se nevztahují trestní sankce, ledaže se členský stát rozhodne stanovit za všechny případy zneužívání trhu pouze a jen trestněprávní sankce.¹³⁰

Nedomnívám se, že by se Česká republika vydala cestou, že by všechna porušení ZPKT, resp. nařízení MAR, trestala automaticky trestními sankcemi. Přikláním se k názoru, že pravomoc postihovat porušení ZPKT a MAR zůstane primárně v působnosti České národní banky s tím, že bude trestní zákoník rozšířen či upřesněn o několik málo skutkových podstat v souvislosti s porušením pravidel na kapitálovém trhu.

¹²⁸ Dle ustanovení článku 17 odst. 3 ve spojení s článkem 35 nařízení MAR je Komise oprávněna přijmout opatření, kterým stanoví oprávněný orgán pro oznamování vnitřních informací.

¹²⁹ Článek 30 odst. 1 nařízení MAR.

¹³⁰ Bod 22 Preambule směrnice CSMAD.

6.2. Manažerské transakce dle § 125 odst. 5

Mezi významné informační povinnosti související s ochranou před zneužíváním trhu patří povinnost oznamovat tzv. manažerské obchody nebo transakce dle § 125 odst. 5 ZPKT. Informační povinnost se dle tohoto ustanovení vztahuje na transakce, které s akciemi, zatímními listy nebo investičními nástroji, jejichž hodnota se vztahuje k těmto akciím nebo zatímním listům vydaným emitentem, provádí osoby s řídicí pravomocí¹³¹ nad emitentem na svůj účet. Informace o tom, zda manažeři emitenta obchodují s investičními nástroji vydaných emitentem, jsou informace, které mají potenciál ovlivnit vývoj kurzu a přeneseně také ovlivnit investiční rozhodování dalších investorů.¹³²

Aby manažeři emitenta neprováděli obchody s investičními nástroji emitenta prostřednictvím jiných blízkých osob, vztahuje se informační povinnost dle § 125 odst. ZPKT také na manžela nebo partnera osoby s řídicí pravomocí emitenta, nezaopatřené děti, jiné příbuzné, kteří s ní žijí ve společné domácnosti po dobu nejméně jednoho roku, a dále jiné osoby, které jsou k osobě s řídicí pravomocí emitenta investičního nástroje v poměru rodinném nebo obdobném, žijí s ní ve společné domácnosti po dobu nejméně jednoho roku a újmu, kterou by utrpěla jedna z nich, by druhá důvodně pocítovala jako újmu vlastní, nebo právnické osoby, ve kterých jsou tyto osoby osobami s řídicí pravomocí, které jsou ovládané těmito osobami nebo jejichž ekonomické zájmy jsou podstatnou měrou shodné s ekonomickými zájmy těchto osob.

Oznamovací povinnost se dle § 125 odst. 5 ZPKT vztahuje na všechny transakce s akciemi nebo zatímními listy či od jejich hodnoty odvislými deriváty, které vydal emitent tzv. finančního nástroje ve smyslu § 124 odst. 1 ZPKT. Emitentem finančního nástroje dle § 125 odst. 5 ZPKT je tedy emitent investičního nástroje nebo jiného nástroje, který byl přijat k obchodování na evropském regulovaném trhu nebo o jehož

¹³¹ Dle ustanovení § 2 odst. 1 písm. b) se osobou s řídicí pravomocí dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu myslí člen statutárního orgánu, statutární orgán, ředitel právnické osoby nebo osoba, která jiným způsobem skutečně řídí činnost právnické osoby, je-li statutárním orgánem nebo členem statutárního orgánu právnická osoba, vedoucí osobou se rozumí fyzická osoba, která je touto právnickou osobou zmocněna, aby ji ve statutárním orgánu zastupovala, dozorčí rada nebo jiný dozorčí orgán, člen dozorčí rady nebo jiného dozorčího orgánu či soba, která v rámci emitenta činí rozhodnutí, které může ovlivnit budoucí vývoj a podnikovou strategii emitenta, a která má přístup k vnitřním informacím.

¹³² HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 747.

přijetí k obchodování na evropském regulovaném trhu bylo požádáno. Z dikce ustanovení § 125 odst. 5 ZPKT ve spojení s § 124 odst. 1 ZPKT tedy vyplývá, že povinnost informační povinnost o manažerských transakcích se vztahuje na všechny akcie a zatímní listy (a další investiční nástroje, jako jsou např. warranty, certifikáty či konvertibilní dluhové nástroje),¹³³ které byly vydány emitentem, jenž vydal investiční cenné papíry, které byly přijaté (či alespoň o přijetí již bylo zažádáno) k obchodování na regulovaném trhu. Informační povinnost se tedy vztahuje také na akcie a zatímní listy, které obchodovány na regulovaném trhu vůbec nejsou. Informační povinnost o transakcích tedy může dopadnout také na akcie, které nejsou veřejně obchodovány, pokud jejich emitent zároveň emitoval jiný investiční cenný papír, který k obchodování na regulovaném trhu byl přijat.

Na základě výše uvedeného se domnívám, že oznamovací povinnost se odvíjí od skutečnosti, zda emitent vydal tzv. finanční nástroj ve smyslu § 124 odst. 1 ZPKT, a dopadne ve specifických případech také osoby s řídicí působností u emitenta, který vydal dluhopisy přijaté k obchodování na regulovaném trhu. K opačnému závěru dochází autoři komentáře k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu z roku 2012.¹³⁴

Manažerské transakce se oznamují nejpozději do 5 pracovních dnů České národní bance, která je následně uveřejní způsobem dle § 127a ZPKT. Oznamovací povinnost se na osoby s řídicí pravomocí emitenta vztahuje dle Provděcí vyhlášky pouze v případě, že součet hodnot transakcí v kalendářním roce dosáhne alespoň částce odpovídající 5 000 EUR.¹³⁵

Informační povinnost ohledně manažerských transakcí je dle článku 19 nařízení MAR rozšířená nejen na transakce s akciemi a zatímními listy, ale také na transakce s dluhovými nástroji či k povolenkám na emise. Limitace informační povinnost na transakce přesahující 5 000 EUR v kalendářním roce zůstává zachována také v nařízení MAR s tím, že příslušný orgán (zřejmě Česká národní banka) může rozhodnout o navýšení limitu na 20 000 EUR.¹³⁶

¹³³ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 748.

¹³⁴ Tamtéž.

¹³⁵ Ustanovení § 6 odst. 1 Provděcí vyhlášky.

¹³⁶ Článek 19 odst. 9 nařízení MAR.

6.3. Oznamovací povinnost o nabytí a pozbytí podílu na hlasovacích právech

Akcionář nebo vlastník jiného investičního cenného papíru představujícího podíl na emitentovi, jehož akcie a obdobné cenné papíry byly přijaté k obchodování na regulovaném trhu, má povinnost průběžně informovat emitenta a Českou národní banku v případě, kdy jeho podíl na emitentovi překročí či se sníží pod limity stanovené v ZPKT. Tato povinnost byla do ZPKT převzata z obchodního zákoníku¹³⁷ a byla následně zpřesněna podle směrnice TD I v pozdějším znění.

Dle § 122 odst. 1 ZPKT je akcionář povinen emitenta i Českou národní banku informovat, když jeho podíl na všech hlasovacích právech emitenta dosáhne 3 %, je-li základní kapitál emitenta vyšší než 100 mil. Kč a vždy pokud dosáhne 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 40 %, 50 % nebo 75 %, nebo pokud se podíl akcionáře na hlasovacích právech sníží pod tyto hranice.

Podíl na hlasovacích právech se počítá ze všech hlasovacích práv, která jsou emitentovi k dispozici, včetně sistovaných hlasovacích práv.¹³⁸ Do podílu hlasovacích práv se započítávají také hlasovací práva z cenných papírů, které sice nevlastní akcionář, ale má právo s nimi zacházet, či je vlastní jiná osoba od akcionáře, ale tato osoba jedná ve shodě s akcionáře. Přesný výčet práv, která se do výpočtu započítávají, stanoví § 122 odst. 2 ZPKT. Účelem rozšíření započítávaných práv je předejít tomu, aby se akcionář vyhnul informační povinnosti jen díky korporátním machinacím či formálním převedením práva k akciím na jinou osobu.

Návrh zákona (sněmovní tisk č. 571), který byl předložen Poslanecké sněmovně dne 21. 8. 2015, obsahuje návrh upraveného ustanovení § 122 ZPKT. Důvodem úpravy je mimo jiné zvýšení transparentnosti systému pro uveřejňování podílů, protože „*stávající úprava postrádá povinnost oznámit podíl k okamžiku přijetí na regulovaný trh a neposkytuje tak obrázek o výchozí situaci ve společnosti.*“¹³⁹ Rozšiřuje se tak povinnost uveřejnit nabytí podílu dle § 122 ZPKT. Dále je informační povinnost rozšířena o

¹³⁷ Ustanovení § 183d obchodního zákoníku až do přijetí zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších zákonů.

¹³⁸ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 707.

¹³⁹ Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon o podnikání na kapitálovém trhu (sněmovní tisk č. 571) [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=571&CT1=0>

překročení limitu 1% podílu na hlasovacích právech, je-li základní kapitál emitenta vyšší než 500 mil. Kč.

Informační povinnost podle § 122 odst. 15 ZPKT se vztahuje na emitenta akcií a podobných cenných papírů, jež byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, který pozbyl nebo nabyt vlastní akcie a překročí tím podíl na hlasovacích právech ve výši 3 %, je-li základní kapitál emitenta vyšší než 100 mil. Kč nebo odpovídající částka v cizí měně, nebo 5 % nebo 10 %. Ustanovení § 122 odst. 15 ZPKT se vztahuje také na situace, kdy se podíl emitenta akcií pod stanovené limity sníží.

Dle § 122 odst. 16 ZPKT má emitent akcií a podobných cenných papírů, jež byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu dále povinnost informovat o celkovém počtu akcií a o výši základního kapitálu v kalendářním měsíci, ve kterém ke změně došlo. Při uveřejňování této povinnosti postupuje emitent v souladu s § 127 odst. 2 ZPKT, a oznámí informaci také České národní bance.

6.4. Volba členského státu EU emitentem dle § 123

V současné době se tato povinnost nevztahuje na emitenta akcií nebo obdobných cenných papírů představujících právo na podíl na emitentovi, jež byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu dle § 118 odst. 1 písm. a) ZPKT.

V rámci implementace směrnice TD II¹⁴⁰ dochází k upřesnění pravidel, podle nichž se určí domovský členský stát. Nová bude také terminologie, kdy dojde ke změně z volby „členského státu EU“ na volbu „referenčního státu.“¹⁴¹

6.5. Informační povinnosti spojené s konáním valné hromady či jiného shromáždění vlastníků

6.5.1. Úvod

Periodické i průběžné informační povinnosti emitentů akcií či obdobných cenných papírů představujících podíl na společnosti a přijatých k obchodování na regulovaném trhu jsou v právních předpisech ukotveny zejména za účelem ochrany investorské veřejnosti, která by se jinak k těmto informacím nedostala, nebo jen s velkými náklady.

¹⁴⁰ Článek 2 odst. 1 písm. i) směrnice TD I ve znění TD II.

¹⁴¹ Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon o podnikání na kapitálovém trhu (sněmovní tisk č. 571) [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=571&CT1=0>

Kromě investorů je ovšem potřeba chránit také samotné akcionáře společnosti, kteří zejména v případě, že se jedná o minoritní akcionáře, nemusí mít přístup k informacím o podnikatelské činnosti a výsledcích hospodaření emitenta jindy než na valné hromadě, která se standardně koná pouze jednou ročně. I v takovém případě se ale může jednat o velmi nedostačující nástroj ochrany, jelikož účast na valné hromadě může být nákladově náročnou záležitostí z několika důvodů. Jedním z důvodů je, že s malým počtem akcií je klasicky spojen i malý počet hlasovacích práv a proto je pro některé akcionáře neefektivním způsobem rozhodování se valných hromad vůbec zúčastnit; jejich hlas často nebude mít vliv na výsledné rozhodnutí, nebo akcie vůbec nemusí držet za účelem rozhodování o správě a řízení akciové společnosti rozhodovat. Další příčinou může být v poslední době vcelku častý úkaz, kdy akcionáři jsou zahraniční osoby, a cestování na valnou hromadu může být neefektivním nákladem. Jak připouští Čech *„těžiště harmonizované úpravy akciového práva se přesunulo k a.s., jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, protože podle statistik v takových společnostech převažují investoři z jiných členských států a je tedy třeba odstranit překážky, jež brání přeshraničnímu uplatňování práv takových osob.“*¹⁴²

6.5.2. Informační povinnost dle § 120b ZPKT

Ustanovení § 120b odst. 1 a 2 ZPKT stanoví informační povinnosti uveřejňovat určité dokumenty v souvislosti s konáním valné hromady emitenta dle § 118 odst. 1 písm. a) ZPKT, tedy emitenta akcií a podobných cenných papírů představujících podíl na společnosti, které byly přijaté k obchodování na regulovaném trhu. Emitent je dle § 120b odst. 1 ZPKT povinen uveřejnit pozvánku na valnou hromadu nebo oznámení o konání valné hromady, dokumenty týkající se programu valné hromady bez údajů obchodního tajemství či vnitřních informací, formulář pro distanční či elektronické hlasování, návrh usnesení, znění protinávrhů, celkový počet akcií a hlasovacích práv s nimi spojených a obecně každý dokument týkající se programu jednání valné hromady. Z ustanovení § 127 odst. 1 in fine ZPKT ovšem vyplývá, že kromě pozvánky na valnou hromadu nebo oznámení o konání valné hromady nejsou ostatní dokumenty uvedené v § 120b odst. 1 písm. b) až f) ZPKT tzv. povinně uveřejňovanými informacemi.

¹⁴² ČERNÁ, S., ŠTENGLOVÁ, I., PELIKÁNOVÁ, I 2015 op. cit., str. 591.

Nabízí se otázka, zda je emitent povinen všechny dokumenty týkající se valné hromady uveřejnit jak mu to ukládá § 120b odst. 1 ZPKT, a pokud ano, jakým způsobem. Pripustíme-li, že dokumenty týkající se valné hromady nejsou s výjimkou pozvánky na valnou hromadu považovány za povinně uveřejňované informace, nedopadne na ně tím pádem povinnost uveřejnit je v souladu s § 127 odst. 2 ZPKT tak, že k nim zajistí neupřednostňující, snadný a bezúplatný přístup dle specifikace Provděcí vyhláškou.¹⁴³ Emitent není povinen dokumenty týkající se valné hromady uveřejnit, ani je poslat České národní bance, s výjimkou pozvánky na valnou hromadu.

Ačkoliv na informace týkající se valné hromady, s výjimkou pozvánky na valnou hromadu, nedopadne dle mého názoru informační povinnost dle § 127 odst. 2 ZPKT, bude emitent přesto povinen zpřístupnit veškeré dokumenty akcionářům dle § 120b odst. 3 ZPKT. Dle tohoto ustanovení je emitent povinen na svých internetových stránkách bezplatně uveřejnit údaje dle § 120b odst. 2 ZPKT, tedy informace o průběhu valné hromady. Ani na tyto informace však nedopadne povinnost údaje o průběhu valné hromady uveřejnit a oznámit České národní bance dle § 127 odst. 2 ZPKT.

Průběžná informační povinnost, podle které musí emitent informovat Českou centrální banku a uveřejnit určitou informaci se na základě výše uvedeného vztahuje dle § 120b ZPKT pouze a jen na pozvánku na valnou hromadu. Tento závěr je podpořen formulářem v Centrálním uložišti regulovaných informací České národní banky,¹⁴⁴ který jako typ povinně uveřejňovaných informací nabízí pouze „Oznámení o konání valné hromady podle § 120b odst. 1 písm. a) ZPKT.“ V Centrálním uložišti regulovaných informací tudíž není možné nalézt jiné dokumenty vztahující se ke konání valné hromady než pozvánku na valnou hromadu.

6.5.3. Povinnosti nikoliv informační vztahující se k valné hromadě

6.5.3.1. *Ustanovení § 120 ZPKT*

Jedním z nástrojů, které zná právo Evropské unie i ZPKT, je stanovení minimálního rozsahu pozvánky na valnou hromadu. Úprava v článku 17 směrnice TD I byla přejata zejména do § 120 a 120a ZPKT v rámci novelizace ZPKT zákonem č. 230/2009 Sb.

¹⁴³ Ustanovení § 20 Provděcí vyhlášky.

¹⁴⁴ Centrální uložišť regulovaných informací [online]. cnb.cz [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: https://oam.cnb.cz/sipresextdad/SIPRESWEB.WEB21.START_INPUT_OAM?p_lang=cz

Dle § 120 odst. 1 ZPKT musí emitent, jehož investiční cenný papír byl přijat k obchodování na regulovaném trhu, každý návrh změny svých stanov nebo obdobného dokumentu a návrh každého snížení nebo zvýšení základního kapitálu předložit bez zbytečného odkladu jednak organizátorovi regulovaného trhu, na kterém jsou cenné papíry emitenta přijaté k obchodování, a České národní bance dle § 127 odst. 2 ZPKT. Emitent je povinen návrh předložit nejpozději v den uveřejnění oznámení o konání valné hromady nebo zaslání pozvánky na valnou hromadu, na které se má návrh projednávat. Tato povinnost je projevem toho, že změna zakladatelských dokumentů či změna základního kapitálu je natolik významná pro fungování emitenta a pro práva akcionářů¹⁴⁵, že se emitentovi ukládá povinnost o nich ex ante informovat organizátora regulovaného trhu a Českou národní banku.¹⁴⁶

Ustanovení § 120 odst. 2 ZPKT se vztahují pouze na emitenty dle § 118 odst. 1 písm. a) nebo b) ZPKT, tudíž na emitenty akcií, dluhopisů a podobných cenných papírů. Tito emitenti mají v první řadě povinnost zajistit rovné zacházení se všemi vlastníky investičních cenných papírů, jimž vyplývá z vlastnictví těchto cenných papírů stejné postavení. Povinnost rovného zacházení s vlastníky cenných papírů je upravena v bodě 22 preambule směrnice TD I, ale také v kodexech soukromého práva, v občanském zákoníku a zákonu o obchodních korporacích. Důvodem, proč je tato povinnost opakována také v ZPKT je, že soukromoprávní kodexy se vztahují pouze na české společnosti, zatímco ustanovení § 120 odst. 2 ZPKT se vztahuje také na zahraniční emitenty, jejichž vnitřní poměry se řídí zahraničním právním řádem, avšak jimi vydané cenné papíry jsou přijaté k obchodování na regulovaném trhu v České republice.¹⁴⁷ Vzhledem ke stávající situaci na regulovaných trzích v České republice, kde je velká část emitentů ze zahraničí¹⁴⁸, se domnívám, že úprava v ZPKT je pro zachování práv vlastníků cenných papírů nezbytná, ačkoliv lze předpokládat, že právní předpisy domovských států těchto emitentů (Nizozemí, Rakousko, Lucemburk, Slovenská

¹⁴⁵ Důvodová zpráva k zákonu 230/2009 Sb., o změně zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a dalších zákonů. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 12. 11. 2015].

¹⁴⁶ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 691.

¹⁴⁷ Důvodová zpráva k zákonu 230/2009 Sb., o změně zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a dalších zákonů. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 12. 11. 2015].

¹⁴⁸ Na trzích regulovaných Prime Market a Standard Market BCPP jsou k obchodování přijaty cenné papíry 22 emitentů, z nichž 13, resp. 59 % má sídlo v České republice a 9, resp. 41 % v zahraničí.

republika, Gibraltar a další) obsahují podobnou povinnost stejného zacházení, jaká je v českém právním řádu.

V občanském zákoníku najdeme úpravu rovného zacházení v § 212 odst. 1 věta druhá, kde se konstatuje, že korporace nesmí svého člena bezdůvodně zvýhodňovat ani znevýhodňovat. Zákon o obchodních korporacích jako *lex specialis* v § 244 ZOK stanoví povinnost akciovým společností zacházet za stejných podmínek se všemi akcionáři stejně. Z obou ustanovení je zřejmé, že společnost nemusí se všemi členy, resp. akcionáři zacházet stejně bez dalšího, ale že rovné zacházení váže na stejné podmínky v případě zákona o obchodních korporacích a bezdůvodnost v případě občanského zákoníku. Akciová společnost má na základě § 276 a násl. ZOK od 1. ledna 2014 možnost vydávat akcie se zvláštními právy. Akcie, se kterými jsou spojena stejná práva, tvoří jeden druh. V případě, že se k vydání různých druhů akcií společnost rozhodne, uplatní se povinnost rovného zacházení pouze v rámci akcionářů vlastnicích stejný druh akcií. Ustanovení § 212 občanského zákoníku je v tomto kontextu jakýmsi měřítkem, zda jsou rozdíly v druzích akcií, resp. práv s nimi spojených, odůvodněné či nikoliv. Zákon o obchodních korporacích navíc sám předpokládá zvýhodnění, resp. znevýhodnění některých akcionářů, např. dle § 365 ZOK se definice kvalifikovaného akcionáře, a tudíž i jeho práva a povinnosti, liší pro společnost s rozdílným základním kapitálem.¹⁴⁹ Z výše uvedeného lze dovodit, že akciové společnosti, na něž se vztahuje občanský zákoník a zákon o obchodních korporacích, a které jsou emitentem cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu, musí dle § 120 odst. 2 písm. a) ZPKT zajistit rovné zacházení se všemi vlastníky akcií pouze v rámci jednotlivých skupin akcionářů, jež jsou určeny v závislosti na druh jimi vlastněných akcií.

Povinnost rovného zacházení se všemi vlastníky cenných papírů vydaných emitentem ostatně relativizuje ve větě za středníkem ustanovení § 120 odst. 2 písm. a) samotný ZPKT, který za porušení této povinnosti nepovažuje situaci, kdy je s investičním cenným papírem téhož druhu spojen rozdílný počet hlasovacích práv. Stejná výslovná výjimka je uvedena v bodě 22 preambule transparenční směrnice č. 2004/109/ES, kde je stanoveno, že „[...] rovné zacházení se týká pouze akcionářů ve stejném postavení a proto se nedotýká otázky toho, kolik hlasovacích práv lze spojit s konkrétní akcií.“

¹⁴⁹ ŠTENGLOVÁ, I., HAVEL, B., CILEČEK, F., KUHN, P., ŠUK, P. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 1008 s. ISBN 978-80-7400-480-3. Str. 491.

Souhlasím s dalšími autory,¹⁵⁰ že druhem investičního cenného papíru se rozumí různé druhy cenných papírů vypočtené v § 3 odst. 2 ZPKT, tj. zejména akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti, cenné papíry je nahrazující a cenné papíry opravňující k jejich nabytí. Věta za středníkem ustanovení § 120 odst. 2 písm. a) ZPKT tedy není v rozporu s ustanoveními § 244 ZOK či § 212 občanského zákoníku.

Ustanovení § 120 odst. 2 písm. b) ZPKT ukládá emitentům akcií, dluhopisů a obdobných cenných papírů povinnost vyplatit výnosy z cenných papírů nebo jiná peněžitá plnění prostřednictvím banky, spořitelního a úvěrního družstva nebo obchodníka s cennými papíry¹⁵¹ či zahraniční osobou s obdobnou činností. Emitent tudíž nemůže sám vyplatit dividendy, úroky z dluhopisů, plnění při odkupu vlastních akcií či další plnění spojené s cennými papíry, ale musí k tomu využít finanční instituci. Důvodová zpráva k zákonu č. 230/2009 Sb., kterým byla povinnost využít k výplatě výnosů finanční instituci v ZPKT zakotvena, stanoví, že důvodem pro takové omezení je, aby byl umožněn přeshraniční výkon práva na výplatu výnosů. Toto ustanovení má základ v článku 17 odst. 2 písm. c) směrnice TD I, který stanoví povinnost emitenta určit finanční instituci jako svého zástupce, jehož prostřednictvím mohou akcionáři vykonávat svá finanční práva. Z ustanovení směrnice TD I dle mého názoru plyne povinnost, aby emitent finanční instituci určil, avšak nikoliv zákaz vyplácet výnosy samostatně. Český zákonodárce dle mého názoru tuto povinnost do ZPKT přejal extenzivním způsobem a tento krok navíc nedostatečně v důvodové zprávě odůvodnil. Nevidím důvod, proč by emitent nemohl mít dvojkolejný způsob, kterým by akcionáři mohli uspokojovat svá práva, tedy jak samostatně emitentem tak prostřednictvím finanční instituce. Nabízí se otázka, jak se ustanovení vyloží v případě, že emitentem je přímo osoba uvedená v § 3a odst. 1 písm. a) až c) ZPKT, tedy např. Komerční banka, jež je takovým emitentem na českém regulovaném trhu Prime Market BCPP. Domnívám se, že takové osoby nemusí k výplatě výnosů kontraktovat s jinou finanční institucí, ale mohou výplatu provést samy. Ustanovení § 120 odst. 2 písm. b) ZPKT totiž výslovně nestanoví, že by osoba, prostřednictvím které je výplata výnosů

¹⁵⁰ HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. 2012 op. cit., str. 691.

¹⁵¹ Osoby vyjmenované v ustanovení 2a odst. 1 písm. a) až c) ZPKT.

prováděna, musela být odlišná od emitenta. Zajímavé je, že podobné ustanovení je také v zákoně o dluhopisech,¹⁵² kde je ovšem zachována možnost emitenta provést výplatu výnosu sám.¹⁵³

Povinnosti stanovené v § 120 odst. 3 až 6 ZPKT směřují k zajištění jednoduššího přístupu vlastníka cenného papíru k výkonu svých práv, zejména práva účastnit se valné hromady a hlasovat na ní.¹⁵⁴ Ustanovení § 120 odst. 3 a 4 ZPKT ukládá emitentům povinnost vypracovat formulář plné moci k účasti a hlasování na valné hromadě nebo obdobné shromáždění vlastníků cenných papírů. Formulář musí být nejpozději v den svolání valné hromady zpřístupněn a uveřejněn na internetových stránkách emitenta. O tom, že byl formulář uveřejněn, musí emitent akcionáře také výslovně upozornit v pozvánce na valnou hromadu nebo oznámení o konání valné hromady. Jedná se o povinnost, která ulehčí akcionářům účast na valné hromadě, zejména tím, že eliminuje formální chyby zástupnických plných mocí, které mohou plynout zejména z neznalosti zahraniční právní úpravy či jazyka.¹⁵⁵

Novelizační zákon č. 230/2009 Sb., který do českého práva inkorporovala požadavky směrnice TD I, zavedl zásadní změnu, když do ustanovení § 120 odst. 5 a 6 ZPKT zavedl požadavek na možnost distanční komunikace mezi emitentem a vlastníky cenných papírů. Směrnice TD I v článku 17 odst. 3 stanoví, že členské státy mají emitentům umožnit, aby mohli používat elektronické prostředky v případě, že rozhodnutí bude přijato na valné hromadě a splní další povinnosti sloužící k ochraně akcionářů, např. že použití elektronických prostředků nebude záviset na sídle nebo bydlišti akcionáře, budou zavedena opatření k identifikaci akcionářů ve vztahu k jejich možnosti vykonávat svá práva a akcionáři budou moci kdykoliv požádat o zasílání informací v písemné podobě. Český zákonodárce unijní úpravu převzal v podstatě nezměněné podobě. Distanční komunikace je dle § 120 odst. 5 a 6 ZPKT umožněna

¹⁵² Ustanovení § 19 odst. 6 zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

¹⁵³ Důvodová zpráva k zákonu č. 170/2012 Sb., kterým došlo k novelizaci ustanovení § 19 odst. 6 zákona o dluhopisech v tom smyslu, že byl upřesněn seznam institucí, které mohou být k výplatě využity, stanoví, že u uvedených subjektů lze předpokládat vysoká profesionalita a zkušenost s výplatou peněžních prostředků.

¹⁵⁴ Zákon o obchodních korporacích hlasovací právo výslovně zakotvuje ve svém ustanovení § 353 pro akcionáře akciových společností.

¹⁵⁵ Důvodová zpráva k zákonu 230/2009 Sb., o změně zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a dalších zákonů. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 12. 11. 2015].

v případě, že takovou možnost obsahují stanovy nebo podobný dokument anebo o takové komunikaci rozhodli akcionáři na valné hromadě emitenta i bez toho, že by možnost předpokládaly stanovy. Distanční komunikace se vztahuje na poskytování informací týkajících se výkonu práv vlastníka cenného papíru. Typicky se jedná o informace ohledně svolání valné hromady či další důležité informace o možnosti výkonu práv spojených s akciemi, např. právem na dividendu.

Distanční komunikace je dle § 120 odst. 5 ZPKT umožněna pouze za předpokladu, že je zajištěna elektronickým prostředkem, který umožňuje přenos dat po vedení, rádiiem, optickými nebo jinými elektromagnetickými prostředky, zpracování dat zahrnující kompresi a uchovávání dat. Toto vymezení je převzaté z čl. 2 odst. 1 písm. l) transparenční směrnice a myslí se tím zejména elektronická pošta, webová stránka s přístupem na heslo, SMS či teletext.¹⁵⁶ Je potom na rozhodnutí emitenta který způsob dálkové komunikace zvolí.

Pro emitenty řídicí se českým právem je potřeba upozornit na další zákonné požadavky na distanční, resp. elektronickou komunikaci. Domnívám se, že požadavky ustanovení § 562 odst. 1 občanského zákoníku budou při distanční komunikaci dle ZPKT splněny, jelikož pouze stanoví, že písemná forma je zachována i při právním jednání učiněném elektronickými nebo jinými technickými prostředky umožňujícími zachycení jeho obsahu a určení jednající osoby. Jedná se tedy o požadavky, které na elektronickou komunikaci klade již v ZPKT.

Transponované ustanovení o dálkové komunikaci se vztahuje pouze na sdělování informací týkajících se výkonu práv akcionářů, nevztahuje se na samotné hlasování na valné hromadě distančním způsobem. Pravidla pro účast a hlasování na valné hromadě akciových společností obecně, tedy i těch, jejichž akcie byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, jsou stanovena v zákoně o obchodních korporacích. Konkrétně se jedná o ustanovení § 398 ZOK, který takovou účast a hlasování připouští pouze v případě, že to umožní stanovy společnosti. Podmínkou pro účast a hlasování na valné hromadě je, že společnost musí být schopna ověřit totožnost osob oprávněných k výkonu hlasovacích práv a určit akcie, se kterými je právo spojeno. Podmínky pro

¹⁵⁶ Důvodová zpráva k zákonu 230/2009 Sb., o změně zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a dalších zákonů. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 12. 11. 2015].

hlasování na konkrétní valné hromadě potom musí být uvedeny v pozvánce na danou valnou hromadu nebo v návrhu rozhodnutí, jedná-li se o rozhodování per rollam dle § 418 ZOK.

Se svoláváním valné hromady souvisí také ustanovení § 406 ZOK, které stanoví, že pozvánka na valnou hromadu musí být uveřejněna na internetových stránkách společnosti a zároveň zaslána akcionářům. Stanovy společnosti ale mohou místo zaslání pozvánky každému akcionáři určit odlišný způsob, např. právě elektronickým způsobem dle § 120 odst. 5 a 6 ZPKT za podmínky, že náhradní způsob nebude akcionáře nedůvodně omezovat v možnostech účastnit se valné hromady.

Ustanovení ZPKT i zákona o obchodních společnostech, které umožňují svolávat valnou hromadu elektronickým způsobem, resp. uveřejněním na internetových stránkách či distančním způsobem na valné hromadě také hlasovat, jsou dle mého názoru v souladu s efektivitou i hospodárností procesu konání valných hromad. Možnost účastnit se valné hromady distančním způsobem, resp. za využití technických prostředků je také důležitá pro zachování práv zahraničních akcionářů, kterým se tak zjednoduší podmínky pro výkon svých práv. Dřívější ustanovení § 184 a násl. obchodního zákoníku, která vyžadovala, aby společnost pozvánku zveřejnila v Obchodním věstníku a českém celostátním deníku v případě akcí na majitele, byla pro zahraniční akcionáře velmi nedostatečná a s novou úpravou je jejich postavení výrazně zjednodušeno.¹⁵⁷

Výkon práv spojených s cenným papírem na valné hromadě je pro akcionáře akciové společnosti, jejíž akcie byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, zjednodušena také na základě požadavků na obsah pozvánky na valnou hromadu dle § 120a a 120b ZPKT. Tato ustanoví požadují, aby pozvánka na valnou hromadu obsahovala kromě požadavků dle obecných předpisů dle § 407 ZOK, další údaje, a to upozornění na práva akcionáře související s účastí na valné hromadě, údaj o celkovém počtu akcií a cenných papírů představujících podíl na emitentovi a hlasovacích práv s nimi spojených, jasný a určitý popis toho, jak se valné hromady zúčastnit, včetně možnosti účastnit se v zastoupení, jak na valné hromadě hlasovat, včetně informací o právech, jak

¹⁵⁷ Důvodová zpráva k zákonu 230/2009 Sb., o změně zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a dalších zákonů. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 12. 11. 2015].

uplatňovat návrhy a protinavrhy, práva žádat o zařazení určité záležitosti na program jednání valné hromady, lhůtách souvisejících s tímto právem, o způsobu, jakým emitent přijímá plné moci k zastoupení elektronickými prostředky či o způsobu a postupu při korespondenčním hlasování. Dále musí pozvánka obsahovat údaje o způsobu a místu získání dokumentů, které jsou k pozvánce přikládány a odkaz na internetovou stránku emitenta. V případě, že je na pořadu jednání valné hromady rozhodnutí o výplatě výnosů z cenných papírů, musí pozvánka obsahovat také navrhovaný rozvrh výplaty a údaje o osobě, prostřednictvím které výnosy vyplatí.¹⁵⁸ Stejným způsobem je emitent povinen akcionáře nebo jeho zástupce informovat o výsledku jednání valné hromady. Speciální požadavky na obsah pozvánky na valnou hromadu stanoví ustanovení § 120a odst. 3 ZPKT v případě, že má být na pořadu jednání valné hromady rozhodnutí o zvýšení či snížení základního kapitálu, o štěpení akcií, o spojení vícero cenných papírů do jednoho nebo o změně formy nebo druhu cenného papíru. V takovém případě musí pozvánka na valnou hromadu obsahovat také informace o dopadu takového rozhodnutí na akcionáře. Stejně jako v případě rozhodnutí o výplatě výnosů musí emitent akcionáře informovat také o výsledcích takovýchto rozhodnutí.

6.6. Dílčí závěr

Na rozdíl od periodických informačních povinností mají ty průběžné výhodu v tom, že jsou ze své podstaty aktuální a investora informují o právě nastalé situaci, ve které se kótovaná akciová společnost nachází, nebo o plánované skutečnosti. Průběžně uveřejňované informace tedy umožňují investorům a České národní bance promptně reagovat na podněty a změny ve společnosti.

Domnívám se však, že periodické informace mají mnohem větší hodnotu pro ty účastníky kapitálového trhu, pro které není průběžná informace první informací o kótování akciové společnosti. Průběžné informace totiž nepodávají o emitentovi komplexní obraz, ale jen jednu specifickou část. Zejména jsou periodické informace důležité pro minoritní akcionáře kótovaných akciových společností, kteří se mohou v důsledku negativní informace rozhodnout akcie prodat. Naopak periodické informace mají pouze komplementární povahu pro investory, kteří ještě nevlastní žádný podíl na emitentovi, jelikož jednotlivé průběžně uveřejňované povinnosti jsou natolik detailní a

¹⁵⁸ Vizte část práce věnující se povinnosti dle § 120 odst. 2 písm. b) ZPKT.

specifické, že si na jejich základě bude schopen vytvořit komplexní informace o emitentovi pouze takový investor, který již disponuje informacemi o emitentovi.

Vývoj právní úpravy průběžných informačních povinností směřuje k harmonizaci neustále širší oblasti. Nařízení MAR, které upravuje povinnosti kótovaných akciových společností v souvislosti se zneužíváním trhu nahradí od 3. 7. 2016 celou hlavu IV části deváté ZPKT. Regulace relativně široké a velmi podstatné oblasti ochrany kapitálového trhu již nebude náležet členským státům, ale přeneseně orgánům Evropské unie. Domnívám se, že tento trend nahrazování harmonizace pomocí směrnic přímo aplikovatelnými nařízeními bude pokračovat také v dalších oblastech kapitálového trhu.

Postupné sjednocování pravidel kapitálových trhů ve všech členských státech je dle mého názoru správným směrem, kterým by se měla EU ubírat. Oblast kapitálových trhů je ve státech kontinentální Evropy zaostalá oproti anglo-americkému prostředí, ve kterém hraje financování prostřednictvím kapitálových trhů podstatně důležitější roli. A sjednocení národních úprav napříč EU k rozvoji kapitálových trhů může zcela jistě přispět.

Kapitálový trh s kótovanými akciemi je dle mého názoru v České republice velmi upozaděný a hraje pro financování společností pouze marginální roli. O tom svědčí zejména počet kótovaných emisí, kterých je na českém trhu sotva pár desítek. Sjednocením pravidel pomocí nařízení (MAR, MiFIR, CRR a další) může český kapitálový trh dle mého názoru pouze získat, jelikož snížení transakčních nákladů na pohyb kapitálu povede k otevření nových možností pro zahraniční investory investovat v České republice.

7. Správa a řízení společností

V této kapitole se zabývám tím, zda kótované akciové společnosti na regulovaných trzích v České republice přijaly kodex řízení a správy společnosti, který stanoví podmínky řízení a správy společnosti neboli corporate governance nad rámec zákonných náležitostí (dále jen „**kodeks CG**“). Kótované akciové společnosti nemají povinnost kodex CG ve výroční zprávě uveřejnit, ale pokud tak neučiní, musí zdůvodnit, proč žádný kodex CG společnosti nedodržují.

Na základě analýzy výročních zpráv kótovaných akciových společností se sídlem v České republice jsem zkoumal, zda společnosti kodex CG přijaly či nikoliv. Moje hypotéza je, že ne všechny kótované akciové společnosti se budou řídit určitým kodexem CG, jelikož vlastnictví kótovaných společností je na českém trhu velmi koncentrované, tudíž majoritní akcionáři si mohou správu a řízení společnosti upravit volně na základě vlastních potřeb bez ohledu na implementaci nejlepší praxe správy a řízení společností.

7.1. Povinnost dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT

Na základě ustanovení § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT je emitent povinen v samostatné části výroční zprávy uvést „informace o kodexech CG, které jsou pro něj závazné nebo které dobrovolně dodržuje, a informaci o tom, kde je možno do kodexu nahlédnout; popřípadě informaci o tom, že některé ustanovení takového kodexu nedodržuje, nebo o tom, že žádný kodex nedodržuje, včetně zdůvodnění, proč toto ustanovení nebo žádný kodex nedodržuje.“ Jedná se o povinnost, která byla do ZPKT přejata novelizačním zákonem č. 230/2009 Sb. v rámci implementace směrnice č. 2006/46/EC.¹⁵⁹

Dne 21. 8. 2015 předložila vláda České republiky návrh zákona do Poslanecké sněmovny (sněmovní tisk č. 571), ve kterém navrhuje do § 118 vložit nový odstavec č. 6, který ukládá emitentům povinnost v samostatné části výroční zprávy, do níž

¹⁵⁹ Směrnice č. 2013/34/EU o o ročních účetních závěrkách, konsolidovaných účetních závěrkách a souvisejících zprávách některých forem podniků zrušila směrnici č. 78/660/EHS. Povinnost ve výroční zprávě uvést kodex správy a řízení společnosti však v nové směrnici č. 2013/34/EU zůstal, a to v článku 20 směrnice. Směrnice 2013/34/EU byla do českého právního řádu implementována zákonem č. 221/2015 Sb., kterým se mění zákon o účetnictví a některé další zákony. Povinnost ve výroční zprávě uvádět odkaz na kodex správy a řízení společnosti však nebyla změněna a nedošlo tak ani k její úpravě v ZPKT.

začleňuje informace uvedené v § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT popsat, jak naplňuje kodex CG, který je pro ně závazný nebo který dobrovolně dodržuje, a to zejména ve vztahu k tématům, která mají podle jeho zdůvodněné úvahy pro akcionáře nebo společníky největší význam.¹⁶⁰ Mírné rozšíření povinnosti podávání zpráv o správě a řízení společnosti je do ZPKT převzato z Doporučení Komise 2014/208/EU.¹⁶¹

Povinnost uvést, kterými kodexy CG se emitent řídí, případně neřídí a z jakého důvodu, vyplývá mj. také z burzovních pravidel BCPP. Dle části VI. Podmínek přijetí akcií k obchodování na burzovní trh Prime Market a části VII. Podmínek přijetí akcií k obchodování na burzovní trh Standard Market, musí žádost o přijetí k obchodování na těchto regulovaných trzích dle § 64 a násl. ZPKT obsahovat mj. informace o kodexech CG, které jsou pro emitenta závazné, nebo které dobrovolně dodržuje, v případě žádosti o přijetí akcií k obchodování na trh Standard Market může emitent uvést také, že žádný kodex CG nedodržuje. Rozdíl mezi regulovanými trhy pro obchodování s akciemi Standard Market a Prime Market je tedy mj. v tom, že emitenti akcií přijatých k obchodování na trhu Prime Market se musí určitými pravidly správy a řízení společnosti řídit, jinak bude jejich žádost odmítnuta, zatímco v případě trhu Standard Market stačí uvést, stejně jako v § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT, že se emitent žádným kodexem CG neřídí.

7.2. Kořeny úpravy a teorie správy obchodních společností

7.2.1. Vymezení správy obchodních společností

Správa obchodních společností nebo corporate governance se zabývá obecně tím, „*jak zajistit, aby byly obchodní společnosti vedeny v zájmu svých vlastníků.*“¹⁶² Z širšího pohledu lze na správu obchodních společností nahlížet jako na způsoby, které poskytovatelé financování obchodních společností používají k zajištění, aby se jim jejich investice do společnosti vrátily. Jinými slovy se corporate governance zabývá způsoby, jakými mohou osoby zevnitř obchodní společnosti zaručit vnějším

¹⁶⁰ Sněmovní tisky. *Psp.cz* [online]. Jednání a dokumenty. 16. 11. 2015 [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=571>

¹⁶¹ Doporučení Komise 2014/208/EU ze dne 9. dubna 2014 o kvalitě podávání zpráv o správě a řízení. In: EUR-lex [právní informační systém]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:32014H0208>

¹⁶² RICHTER 2005 op. cit., str. 32.

investorům, že jim jejich investice vrátí dle dohodnutých podmínek.¹⁶³ V širším pojetí se corporate governance nevěnuje pouze vztahům společnosti vůči poskytovatelům finančního kapitálu, ale také vůči dalším věřitelům či tzv. stakeholderům, jakými jsou zaměstnanci, klienti či místní komunity.¹⁶⁴ Naopak v užším smyslu se teorie správy společností, zejména akciových, zabývá procesy a strukturami na úrovni orgánů akciové společnosti, nastavením rozhodovacích pravomocí mezi orgány statutárními, nejvyššími a kontrolními tak, aby byla akciová společnost spravována v zájmu svých vlastníků.

7.2.2. „Comply or explain“ zásada

Povinnost uvádět ve výroční zprávě odkaz na kodex CG byl do evropského práva zaveden směrnicí č. 2006/46/ES, která novelizovala směrnicí č. 78/660/EHS o ročních účetních závěrkách některých forem společností. Vznikl tak nový článek č. 46a směrnice 78/660/EHS, ve kterém byla povinnost začlenit do výroční zprávy společností, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, výkaz o správě a řízení společnosti. Výkaz o správě a řízení společnosti měl tvořit samostatný oddíl výroční zprávy a obsahovat dle článku 46a odst. 1 alespoň odkaz na zásady správy a řízení společnosti, které se na společnost vztahují, nebo zásady správy a řízení společnosti, které se společnost dobrovolně rozhodla používat, nebo veškeré důležité informace o postupech správy a řízení společnosti používaných nad rámec požadavků podle vnitrostátního práva. V případě, že společnost ve výroční zprávě neodkazovala na zásady správy a řízení společnosti nebo se rozhodla nepoužívat žádné zásady, musela alespoň uvést, od kterých zásad se odchyluje a z jakých důvodů.

Zrodil se tak tzv. princip „comply or explain“¹⁶⁵, který dle Belcerdiho a Ferrariniho povede k tomu, že kótované akciové společnosti budou dobrovolně přistupovat ke kodexům CG, jelikož tím dají najevo, že postupují v souladu s tzv. „best practice,“ nebo

¹⁶³ SHLEIFER, A., VISHNY, R. W.: A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, č. 2, červen 1997, str. 737.

¹⁶⁴ BLAIR, M., STOUT, L.: Director Accountability and the Mediating Role of Corporate Board [online]. *Washington University Law Quarterly*, vol. 79, 2001. [cit. 9. 11. 2015]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=266622

¹⁶⁵ BELCERDI, M., FERRARINI, G.: *Boards and shareholders in european listed companies. Facts, context and post-crisis reforms* [online]. ECGI - Law Working Paper No. 214/2013 [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2264990

minimálně nebudou chtít dát veřejně najevo, že ve správě a řízení společnosti nepostupují podle obecně přijímaných pravidel. Zakotvením povinnosti „comply or explain“ ve výročních zprávách tak bude dobrovolně přijímaným corporate governance propůjčena jakási široká legislativní funkce.¹⁶⁶

Výhodou přístupu „comply or explain“ je, že umožňuje společnostem přizpůsobit postupy řízení a správy své konkrétní situaci s ohledem na velikost společnosti, vlastnickou strukturu či další specifické faktory.¹⁶⁷ Tento přístup se také těší široké podpoře jak regulačních orgánů, tak společností i investorů napříč EU.¹⁶⁸

Problémem přístupu však je, že v praxi kontrola splnění povinnosti uveřejnit kodex CG či vysvětlit důvody, proč se rozhodla doporučení nedodržet, je často pouze formální.¹⁶⁹ Jedním z důvodů, proč emitenti pouze formálně a stroze odůvodňují své rozhodnutí neřídit se kodexem CG je neaktivní přístup investorů.¹⁷⁰ Relativně nízká angažovanost investorů je na některých evropských trzích zapříčiněna tím, že na trhu je většina veřejně obchodovaných kótovaných akciových společností vlastněna nebo kontrolována majoritními akcionáři.¹⁷¹ V případě koncentrovaného vlastnictví emitenta je funkce kodexu CG omezená, jelikož majoritní akcionář bude mít lepší možnost jak společnost řídit a ovládat bez ohledu na nastavené procesy a struktury.

Ačkoliv je funkce a přínos povinnosti dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT v některých strukturách kapitálových trhů, včetně toho českého, omezená, domnívám se, že zpřísnění požadavku na detailnější a jasnější vysvětlení jakým kodexem CG se společnost řídí, resp. kterým nikoliv a proč se jím neřídí, je nezbytné pro to, aby tato povinnost měla nějaký smysl a byla nositelem relevantní informace. Příkladem

¹⁶⁶ Tamtéž.

¹⁶⁷ Sdělení komise č. KOM(2011) 164 ze dne 5. 4. 2011. Zelená kniha. Rámec EU pro správu a řízení společností. In: EUR-lex [právní informační systém]. Str. 18. [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:CS:PDF>

¹⁶⁸ Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States (Studie o postupech sledování a prosazování zásad správy a řízení společností v členských státech) [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm

¹⁶⁹ S Sdělení komise č. KOM(2011) 164 ze dne 5. 4. 2011. Zelená kniha. Rámec EU pro správu a řízení společností. In: EUR-lex [právní informační systém]. Str. 19. [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:CS:PDF>

¹⁷⁰ Tamtéž.

¹⁷¹ GORDON, J. N., ROE, M. J. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004. ISBN 9780521829113.

takového zpřesnění jsou švédské zásady správy a řízení společnosti, které stanoví, že „ve své zprávě o správě a řízení musí společnost jasně uvést, které pravidlo zásad nedodržela, vysvětlit důvody každého odchýlení a popsat řešení, které namísto toho přijala.“¹⁷² ¹⁷³ Podobným přístupem se vydala i Česká republika, když se rozhodla na základě Doporučení Komise 2014/208/EU ¹⁷⁴ rozšířit a upřesnit povinnost dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT, jak je výše popsáno v kapitole 7.1.

7.2.3. Kodex správy a řízení společností založený na principech OECD

Nad rámec nového občanského zákoníku a zákona o obchodních korporacích, které upravují správu a řízení obchodních korporací, vydala v roce 2004 Komise pro cenné papíry Kodex správy a řízení společností založený na principech OECD (dále jen „**Kodex CG 2004**“).¹⁷⁵ Kodex CG 2004 je souborem doporučení, které navazují na Kodexy korporativního řízení OECD, které jsou OECD vydávány od roku 1999. Kodex CG 2004 má společně v České republice ukázat tzv. best practices. Společnosti, jež jsou subjektem povinnosti dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT mohou právě na Kodex CG 2004 odkázat a řídit se jím. V následující kapitole zkoumám, zda se tímto Kodexem CG 2004 české kótované akciové společnosti řídí či nikoliv.

7.3. **Srovnání kótovaných akciových společností založených dle českého práva z pohledu plnění povinnosti dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT**

Srovnával jsem emitenty, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaných trzích, konkrétně na trzích Prime market a Standard market BCPP a na regulovaném trhu RM-S. Do průzkumu jsem zahrnul kótované akciové společnosti, jejichž akcie byly přijaty k obchodování na regulovaný trh ke dni 16. 11. 2015 a pouze ty se sídlem v České republice, aby bylo zajištěno, že se na ně nevztahuje právní řád jiné země, který se může v úpravě přijetí kodexu CG lišit od úpravy dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT.

¹⁷² The Swedish Corporate Governance Code [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupný z: <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>

¹⁷³ Sdělení komise č. KOM(2011) 164 ze dne 5. 4. 2011. Zelená kniha. Rámec EU pro správu a řízení společností. In: EUR-lex [právní informační systém]. Str. 18. [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:CS:PDF>

¹⁷⁴ Doporučení Komise ze dne 9. dubna 2014 o kvalitě podávání zpráv o správě a řízení společností. In: EUR-lex [právní informační systém]. [cit. 14. 11. 2015]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:32014H0208>

¹⁷⁵ Kodex správy a řízení společností založený na principech OECD roku 2004 [online]. mfcz.cz, 31. 12. 2005 [cit. 12. 11. 2015]. Dostupný z: http://www.mfcz.cz/assets/cs/media/2004_Kodex-spravy-a-rizeni-spolecnosti-2004-KCP.pdf

Tabulka č. 1 – Seznam emitentů kótovaných akcií přijatých na regulovaném trhu

	Emitent akcií přijatých k obchodování na regulovaném trhu	Regulovaný trh	Přijetí kodexu správy a řízení společnosti dle § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT v roce 2014
1.	ČEZ, a.s.	Prime market BCPP	Kodex CG 2004
2.	Kofola ČeskoSlovensko a.s.	Prime market BCPP	N/A
3.	Komerční banka, a.s.	Prime market BCPP	Kodex CG 2004
4.	O2 Czech Republic a.s.	Prime market BCPP	Kodex CG 2004 (x principy ne přímo ovlivnitelné orgány společnosti)
5.	Pivovary Lobkowicz Group, a.s.	Prime market BCPP	Kodex CG 2004
6.	UNIPETROL, a.s.	Prime market BCPP	Kodex CG 2004
7.	E4U a.s.	Standard market BCPP	X
8.	Energoaqua, a.s.	Standard market BCPP	X
9.	Jáchymov Property Management, a.s.	Standard market BCPP	X
10.	Phillip Morris ČR a.s.	Standard market BCPP	Kodex CG 2004
11.	Pražské služby, a.s.	Standard market BCPP	X
12.	RMS Mezzanine, a.s.	Standard market BCPP	X
13.	TOMA, a.s.	Standard market BCPP	X
14.	KAROSERIA a.s.	Oficiální trh RM-S	X
15.	TESLA KARLÍN, a.s.	Oficiální trh RM-S	X

Z výše uvedené Tabulky č. 1 vyplývá, že pouze 6 kótovaných akciových společností se sídlem v České republice, tedy 40 % všech českých kótovaných akciových společností, se řídí při správě v řízení určitým kodexem CG. Všechny 6 společností se řídí Kodexem CG 2004. Akcie pěti ze šesti společností, které přijaly Kodex CG 2004 jsou obchodované na regulovaném trhu Prime Market BCPP. Není to náhoda, jelikož podmínky přijetí k obchodování na tomto regulovaném trhu stanoví povinnost emitentům v žádosti o přijetí k obchodování uvést, který kodex CG je pro něj závazný nebo který dobrovolně dodržuje. Pouze společnost UNIPETROL, a.s. se dobrovolně řídí kodexem CG bez toho, aby byly její akcie obchodovány na regulovaném trhu, který by odkaz na kodex vyžadoval. Společnost Kofola S.A. je na trhu zatím příliš krátce na

to, aby vydala výroční zprávu dle § 118 ZPKT, a není proto možné zkontrolovat, zda se dobrovolně řídí určitým kodexem správy a řízení či nikoliv.

7.4. Dílčí závěr

Povinnost dle § 118 odst. 4 písm. j) je plněna pouze formálně, jelikož žádná ze společností nepřijala kodex CG, který by byl tzv. „šit přímo na míru“ společnosti. Všichni emitenti kótovaných akcií, kteří se ke kodexu CG přihlásili, odkazují pouze na Kodex připravený Komisí pro cenné papíry z roku 2004. Navíc pouze jeden emitent, UNIPETROL, a.s., se řídí kodexem CG, ačkoliv mu to neukládají podmínky pro přijetí k obchodování na regulovaném trhu Prime market BCPP. Moje hypotéza se tímto potvrdila,

Domnívám se, že v kontextu českého kapitálového trhu nemá povinnost odkázat na kodex CG velký potenciál. Většina emitentů je ovládána silným majoritním akcionářem, který má kontrolu nad společností, a pravidla corporate governance nemají takový účel jako v případě roztržitého vlastnictví kótovaných akciových společností, jak je tomu zvykem v anglo-americkém prostředí.

Závěr

Financování akciových společností prostřednictvím kapitálového trhu má svá specifika, mezi něž patří také mnohost potenciálních investorů. Tradiční způsoby získávání informací a monitorování dlužníka prostřednictvím due dilligence či jiného reportingu při úvěrovém financování nejsou na kapitálovém trhu, neboť při nich vznikají vysoké transakční náklady. Místo toho je kótovaným akciovým společnostem stanovena povinnost periodicky i průběžně informovat investorskou veřejnost a dohledový orgán. Regulace kapitálového trhu prochází v posledních dvaceti letech velmi dynamickým vývojem. Před přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu v roce 2004 se regulace v českém právním řádu vyznačovala kusou a roztržitou úpravou. Po vstupu České republiky do EU je sice národní úprava koncentrována v jednom zákoně, avšak množství předpisů evropského práva začíná být pro svou mnohost velmi nepřehledné. V době zpracování diplomové práce jsou informační povinnosti kótovaných akciových společností upraveny v desítkách rozdílných předpisů EU různé legislativní síly a s rozdílným účelem (prováděcí vs. harmonizační předpisy).

V oblasti ochrany před zneužíváním trhu byla harmonizace pomocí směrnice o zneužívání trhu nahrazena úplnou harmonizací prostřednictvím přímo aplikovatelného nařízení o zneužívání trhu, které začne být přímo aplikovatelné v polovině roku 2016. Společně s akčním plánem Komise vytvořit jednotný kapitálový trh všech členských států EU lze v přijetí nařízení vidět nový trend sjednocování regulace kapitálového trhu.

Ačkoliv je současná právní regulace informačních povinností efektivní a propracovaná, na příkladu povinnosti kótovaných akciových ve výroční zprávě uvádět informaci o kodexech správy a řízení společnosti, které jsou pro jednotlivé kótované akciové společnosti závazné, lze pozorovat, že ani propracované a efektivní právní předpisy nezaručí, aby kapitálový trh fungoval efektivně. K efektivnímu fungování kapitálového trhu je potřeba nejen dobré regulace, ale také nátlaku ze strany angažovaných investorů a České národní banky k tomu, aby byly povinnosti také řádně plněny a vymáhány. Bez snahy angažovaných investorů nebudou mít kótované akciové společnosti důvod plnit informační povinnosti dle nejlepší praxe.

Seznam použitých zdrojů

Použitá literatura

- BAKEŠ, M. *Finanční právo: praktikum*. 6. upr. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7.
- ČERNÁ, S., ŠTENGLOVÁ, I., PELIKÁNOVÁ, I. a kol. *Právo obchodních korporací*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2015. 640 s. ISBN 978-80-7478-735-5.
- DĚDIČ, J. a kol. *Obchodní zákoník. Komentář. Díl I. § 1 - § 92e*. 1. vydání. Praha: Polygon, 2002. 848 str.
- DĚDIČ, J., ČECH, P. *Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo?* 1. vydání. Praha: Polygon, 2004. 372 str.
- DĚDIČ, J., ŠTENGLOVÁ, I. *Zákon o cenných papírech. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 1997. 518 str.
- GORDON, J. N., ROE, M. J. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004. ISBN 9780521829113.
- HUSTÁK, Z., ŠOVAR, J., FRANĚK, M., SMUTNÝ, A., CETLOVÁ, K., DOLEŽALOVÁ, D. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.
- KLUSOŇ, V. *Moderní korporace v soudobém kapitalismu*. Praha: Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, 2007.
- KOUBA, Karel, VYCHODIL, Ondřej, ROBERTS, Jitka. *Privatizace bez kapitálu. Zvýšené transakční náklady české transformace*. Praha: Karolinum, 2005. 178 s. ISBN 8024609541.
- MAREK, Radan., JEŽEK, Václav. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013. 462 s. ISBN 978-80-7400-466-7.
- MÜLLEROVÁ, L. *Účetní předpisy pro podnikatele: (zákon o účetnictví, prováděcí vyhláška k zákonu, České účetní standardy): komentář*. 3. aktualiz. vyd. Praha: ASPI, 2009, 587 s. ISBN 978-80-7357-435-2.
- RICHTER, Tomáš. *Kuponová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností*. Praha: Karolinum, 2005. 134 s. ISBN 8024610124.
- STIGLIZ, Joseph. *Globalisation and its discontents*. W. W. Norton & Company, 2002. ISBN 978-0-393-32439-6.
- ŠTENGLOVÁ, I., HAVEL, B., CILEČEK, F., KUHN, P., ŠUK, P. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 1008 s. ISBN 978-80-7400-480-3.
- VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer, 2007. 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Časopisecká literatura

- BELCERDI, M., FERRARINI, G.: *Boards and shareholders in european listed companies. Facts, context and post-crisis reforms* [online]. ECGI - Law Working Paper No. 214/2013 [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2264990
- BLAIR, M., STOUT, L.: Director Accountability and the Mediating Role of Corporate Board [online]. *Washington University Law Quarterly*, vol. 79, 2001. [cit. 9. 11. 2015]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=266622

- ČECH, P. Nová směrnice ES o povinnostech emitentů kótovaných cenných papírů. *Právní zpravodaj*, 2005, č. 3, s. 6-9
- ČECH, P. Další vlna novelizací práva společností a cenných papírů. *Právní zpravodaj*, 2006, č. 3, s. 10
- DĚDIČ, J., ČECH, P. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem EU a řada vad vyžadující jejich rychlou novelizaci. *Právní zpravodaj*. 6/2004, str. 1
- HANSLOVÁ, J. K návrhům zákonů kapitálového trhu. *Právní zpravodaj*. 4/2004, str. 13.
- HART, J. Kapitálový trh: vlna nových zákonů. *Právní zpravodaj*. 2/2004, str. 16.
- HUSTÁK, Z. Nová pravidla pro kapitálový trh. *Právní fórum*, 2007, č. 5, s. 182 – 185.
- MACNEIL, Iain a Xiao LI. "Comply or Explain": market discipline and non-compliance with the Combined Code. *Corporate Governance: An International Review*. 2006, 14(5): 486-496.
- MAZANEC, Luboš. Vyřazení účastnických cenných papírů z obchodování na evropském regulovaném trhu. *Obchodněprávní revue*. 3/201 (Petr, 2005)5, s. 74. ISSN 1803-6554.
- PELIKÁNOVÁ, I., ČECH, P. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). *Právo a podnikání*, 2002, č. 11, s. 2 – 31.
- PELIKÁNOVÁ, I., ČECH, P. Informační povinnosti emitenta registrovaného cenného papíru. *Právo a podnikání*, 2002, č. 4 - 5, s. 17 – 66.
- PELIKÁNOVÁ, I., DĚDIČ, J., ČECH, P. Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba. *Právní zpravodaj*. 1/2004, str. 11..
- POLOUČEK, Stanislav a kol. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-152-9. Str. 19.
- SHLEIFER, A., VISHNY, R. W.: A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, č. 2, červen 1997, str. 737.
- SMOLKOVÁ, K. Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu. *Epravo.cz* [online]. 16. 10. 2008 [cit. 4. 11. 2015]. Dostupné online z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-55271.html>
- ŠOVAR, Jan. Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu po poslední novelizaci. *Obchodněprávní revue* [online]. 9/2009, s. 261. In: beck-online [právní informační systém]. [cit. 10. 11. 2015].
- VESELÁ, Jitka. Historický exkurz světovým a českým burzovníctvím. *Český finanční a účetní časopis* [online]. 2006, roč. 1, č. 2, s. 153-164. [cit. 14. 11. 2015]. Dostupné z: www.vse.cz/polek/download.php?jnl=cfuc&pdf=166.pdf

Rozhodnutí

- Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 28. 8. 2003, čj. 6 A 167/2002-28, též jako č. 663/2005 Sb. NSS
- Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 20. 9. 2012, čj. 2 Afs 36/2012 - 43, též jako č. Výběr NSS 3374/2012
- Rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 26. 6. 1997, sp. zn. 3 Cdo 69/96
- Rozhodnutí Komise pro cenné papíry se sp. zn. KCP/30/2001
- Rozhodnutí Komise pro cenné papíry se sp. zn. KCP/3/2003
- Rozhodnutí Komise pro cenné papíry se sp. zn. KCP/19/2004
- Rozhodnutí Komise pro cenné papíry se sp. zn. KCP/3/2006

- Rozhodnutí Bundesgerichtshof č. II Zb 9/07 ze dne 23. 4. 2013

Další internetové zdroje

- Centrální úložiště regulovaných informací [online]. cnb.cz [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: https://oam.cnb.cz/siprexttdad/SIPRESWEB.WEB21.START_INPUT_OAM?p_lang=cz
- Doporučení Komise 2014/208/EU ze dne 9. dubna 2014 o kvalitě podávání zpráv o správě a řízení. In: EUR-lex [právní informační systém]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:32014H0208>
- Návrh zákona, kterým se mění ZPKT. [online]. Jednání a dokumenty. 16. 11. 2015 [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=571>
- Návrh zákona, kterým se mění ZPKT [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>
- Sdělení komise č. KOM(2011) 164 ze dne 5. 4. 2011. Zelená kniha. Rámec EU pro správu a řízení společností. In: EUR-lex [právní informační systém]. [cit. 15. 11. 2015]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:CS:PDF>
- Seznam internetových portálů a agentur uveřejněný Českou národní bankou podle § 20 odst. 2 vyhlášky č. 234/2009 Sb. [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/seznamy/o_statni_seznamy/download/seznam_financnich_serveru.pdf
- Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States (Studie o postupech sledování a prosazování zásad správy a řízení společností v členských státech) [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm
- The Swedish Corporate Governance Code [online]. [cit. 16. 11. 2015]. Dostupný z: <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>
- Úřední sdělení České národní banky ze dne 27. ledna 2012 o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci. *Věstník ČNB*, částka 2/2012 [online]. [cit. 7. 11. 2015] Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2012/download/v_2012_02_20312560.pdf

Kvalifikační práce

- LORENC, Michal. *Vybrané otázky informačních povinností emitentů kótovaných cenných papírů a dalších subjektů kapitálového trhu* [online]. Rigorózní práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. [cit. dne 10. 11. 2015]. Dostupné z: http://is.muni.cz/th/61375/pravf_r/
- KRCHNIVÁ, Kateřina. *Studie provázanosti akciových trhů a jejich vliv na vývoj HDP vybraných států* [online]. 2013 [cit. 11. 11. 2015]. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Provozně ekonomická fakulta. Dostupné z: http://is.mendelu.cz/zp/portal_zp.pl?prehled=vyhledavani;podrobnosti=55484;download_prace=1

Resumé: Povinnosti tzv. kótovaných akciových společností

Tato diplomová práce se zabývá informačními povinnostmi tzv. kótovaných akciových společností. Cílem práce je představit vybrané informační povinnosti tzv. kótovaných akciových společností a zanalyzovat jejich vývoj v čase s ohledem na harmonizaci právní regulace v oblasti kapitálového trhu. Cílem práce je také zanalyzovat, zda vybrané informační povinnosti vedou k efektivnímu fungování kapitálového trhu. Diplomová práci se člení na sedm kapitol, úvod a závěr.

Úvod práce vymezuje cíle práce a metody, které jsou autorem použity.

První kapitola vymezuje pojem kótovaná akciová společnost pro účely této diplomové práce.

Druhá kapitola nastiňuje význam kapitálového trhu pro ekonomiku a stručně připomíná specifický vývoj kapitálového trhu v České republice od 90tých let do současnosti, do kterého se promítla privatizace a transformace.

Třetí kapitola navazuje na kapitolu druhou a nastiňuje vývoj právní úpravy ochrany kapitálového trhu. Ve třetí kapitole jsou vymezené některé stěžejní pojmy jako je regulovaný trh a přijetí k obchodování na regulovaném trhu.

Čtvrtá kapitola popisuje aktuální rozsah a význam úpravy informačních povinností kótovaných akciových společností, a důvody proč takové povinnosti jsou stanovené. Uvedené jsou základní principy uveřejňování.

Pátá kapitola pojednává o periodických informačních povinnostech kótovaných akciových společností, včetně výroční zprávy, pololetní zprávy a mezitímní zprávy.

Šestá kapitola popisují vybrané průběžné informační povinnosti, zejména ve vztahu k vnitřním informacím, manažerským transakcím a informacím týkajících se konání valné hromady.

Sedmá kapitola se věnuje povinnosti kótovaných společností uvést ve výroční zprávě kodex správy a řízení společností (corporate governance), který je pro ně závazný, nebo zdůvodnit proč žádný kodex nepřijaly. Ve vztahu k této povinnosti obsahuje šestá kapitola stručný výzkum plnění této povinnosti kótovanými akciovými společnostmi v České republice.

V závěru shrnuji nejdůležitější poznatky této práce.

Abstract: Duties of so-called quoted joint-stock companies

This diploma thesis draws attention to information duties of the so-called listed joint-stock companies. The goal of this thesis is to introduce the legal regulation of selected information duties of the so-called listed joint-stock companies and to analyse the development of the selected duties with regard to harmonization of capital markets regulation. The goal of this thesis is also to analyse whether the selected information duties help the capital market to function more efficiently. The thesis is divided into seven chapters, introduction and conclusion.

The introduction defines which goals are to be achieved by this thesis and which methods are used by the author.

The first chapter defines what a so-called quoted joint-stock company means under the Czech law.

The second chapter introduces the importance of capital markets for the whole economy and briefly explains the specific evolution of the capital market in the Czech Republic since the 1990s until now, which was influenced by privatization and transformation.

The third chapter follows the second chapter and introduces the evolution of legal environment of capital market protection. The third chapter also includes several important terms such as regulated market or quotation.

The fourth chapter describes the current scope and significance of legal regulation of information duties, including reasons for adoption of such regulation. The fourth chapter also includes basic principles of information publishing.

The fifth chapter deals with periodic (regular) information duties such as obligation to publish annual reports, semi-annual and quarterly report.

The sixth chapter describes selected ad hoc information duties such as insider trading, management transactions and information related to annual general meetings.

The seventh chapter is dedicated to a duty of the quoted joint-stock companies to include in their annual reports a notice of which corporate responsibility code does the company adhere to, or in case the company did not adopt any corporate governance code an explanation of why it has not adopted a corporate guidance code. The seventh chapter includes a brief study of fulfilment of such duty by Czech quoted joint-stock companies.

The conclusion sums up the most important parts of the thesis.

Klíčová slova

informační povinnost – kótované společnosti – akciové společnosti – regulovaný trh

Keywords

information duty – quoted companies – joint-stock companies – regulated market