

Třídící znak						
2	0	8	0	8	5	6

**ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ**  
**ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY**  
ze dne 15. února 2008,

**jímž se vydává Metodika nakládání s vnitřními informacemi**

Česká národní banka vydává Metodiku nakládání s vnitřními informacemi.

Viceguvernér  
Ing. Miroslav Singer, Ph.D. v. r.

Příloha: Metodika nakládání s vnitřními informacemi

Sekce regulace a analýz finančního trhu  
Odpovědný zaměstnanec:  
JUDr. Ossendorf, Ph.D., LL.M., tel. 224 413 583.

## Metodika nakládání s vnitřními informacemi

### 1. Úvodem

Klíčovou podmínkou efektivního fungování kapitálového trhu je jeho transparentnost, tedy dostupnost všech informací potřebných pro investiční rozhodování, a to způsobem, který nikoho z investorů nediskriminuje a nevytváří prostor pro zneužití informací.

Zákon v návaznosti na předpisy Evropské unie ukládá emitentům finančních nástrojů<sup>1</sup> povinnost uveřejňovat tzv. vnitřní informace,<sup>2</sup> které mohou mít významný dopad na kurz, jinou cenu nebo výnos takového nástroje. Uveřejňování těchto informací je významnou složkou komunikace mezi společnostmi a investory a také mezi společnostmi a analytiky a novináři.

Tento materiál popisuje právní úpravu nakládání s vnitřními informacemi, odpovídá na některé potenciálně nejasné otázky a shrnuje pravidla tzv. nejlepší praxe kapitálového trhu. I když je určen především emitentům, může být užitečný také pro investiční poradce, analytiky, investory a další osoby. Vychází přitom mj. z Druhého souboru metodik (guidelines) Výboru evropských regulátorů cenných papírů (dále jen „CESR“) na základě směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 28. ledna 2003 č. 2003/6/ES, o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (dále jen „směrnice o zneužívání trhu“) ze dne 12. července 2007 (CESR 06-562b).<sup>3</sup>

### 2. Právní rámec průběžné informační povinnosti

Právní úprava je obsažena v zákoně č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“) a vyhlášce č. 536/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „prováděcí vyhláška“). Tyto předpisy transponují do českého práva směrnici o zneužívání trhu a dvě „prováděcí“ směrnice, které na směrnici o zneužívání trhu navazují.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Finančním nástrojem jsou cenné papíry, deriváty a další nástroje přijaté nebo teprve přijímané k obchodování na regulovaném trhu. Definice finančního nástroje je obsažena v ustanovení § 124 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu (srov. též definici investičního nástroje v § 3 téhož zákona) a vychází z úpravy ve směrnici o zneužívání trhu.

<sup>2</sup> Směrnice o zneužívání trhu používá v úředním českém znění pojem „důvěrná informace“, shodně jako dřívější česká úprava. Tento pojem je obsahově totožný s pojmem „vnitřní informace“ podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

<sup>3</sup> Srov. <http://www.cesr-eu.org>.

<sup>4</sup> Tedy směrnici Komise ze dne 22. prosince 2003 č. 2003/124/ES, kterou se provádí směrnice č. 2003/6/ES, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem, a směrnici Komise ze dne 29. dubna 2004 č. 2004/72/ES, kterou se provádí směrnice č. 2003/6/ES, pokud se týká přijatelných tržních praktik, definice vnitřní informace ve vztahu ke komoditním derivátům, vedení seznamu zasvěcených osob, hlášení manažerských obchodů a hlášení podezřelých transakcí. Problematiky se okrajově dotýká také nařízení Komise ze dne 22. prosince 2003 č. 2273/2003, jímž se provádí směrnice č. 2003/6/ES, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů.

Základní ustanovení jsou v § 124 a 125 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Vymezuji pojem vnitřní informace a stanoví zejména povinnost emitenta uveřejnit vnitřní informaci neprodleně, způsob uveřejňování, podmínky pro odložení uveřejnění vnitřní informace a také povinnosti osob, které se s informací seznámí před jejím uveřejněním.

Další povinnosti emitenta kótovaných cenných papírů jsou obsaženy v § 120 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, který ukládá zejména povinnost zajistit rovné zacházení s vlastníky cenných papírů vydaných emitentem, uveřejňování všech změn práv vztahujících se ke kótovanému cennému papíru (bez ohledu na to, zda jde o změnu kurzotvornou), informování o skutečnostech významných pro ochranu investorů nebo pro řádné fungování trhu, a dále uveřejňování informací o svolání valné hromady, o dividendě, vydání nových akcií, svolání schůze vlastníků dluhopisů atd. Uveřejnění informací, které by mohly zkreslit představu účastníků kapitálového trhu o hodnotě cenných papírů je manipulací s trhem podle § 126 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Uveřejňování zavádějících nebo nepravdivých údajů nebo zamlčování podstatných skutečností zakazuje v obecné rovině též § 121.

Porušení uvedených povinností může být správním deliktem nebo přestupkem zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Zneužití vnitřních informací může také naplnit znaky trestného činu podle § 128 zákona č. 140/1961 Sb., trestního zákona, ve znění pozdějších předpisů.

Blíže vymezení vnitřní informace a souvisejících povinností je obsahem další části tohoto materiálu.

### **3. Definice vnitřní informace**

Vnitřní informace musí vykazovat následující znaky, které musejí být splněny současně:

1. týká se skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny finančního nástroje nebo jeho výnosu;
2. není veřejně známá;
3. je přesná;
4. mohla by poté, co by se stala veřejně známou, významně ovlivnit kurz, jinou cenu nebo výnos finančního nástroje nebo jiného nástroje, jehož hodnota se odvozuje od tohoto finančního nástroje.

#### **Ad 1 – k pojmu „skutečnost významná pro vývoj kurzu či jiné ceny finančního nástroje nebo jeho výnosu“**

Zákon hovoří o informaci, která se přímo nebo nepřímo týká i) finančního nástroje ii) jiného nástroje, který nebyl přijat k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie a jehož hodnota se odvozuje od finančního nástroje, iii) emitenta takových finančních nástrojů nebo iv) jiné skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny finančního nástroje nebo jeho výnosu.

Zatímco aktuální či závěrečný kurz finančního nástroje uveřejňují organizátoři trhu, jinou cenou se rozumí např. cena nástrojů na trh teprve přijímaných nebo nástrojů odvozených, kde nelze o tradičně pojímaném kurzu hovořit.

Jedná se zejména o informace, které se přímo dotýkají emitenta, jeho hospodářské situace a vyhlídek do budoucna, popřípadě které se týkají práv plynoucích z finančního nástroje.

Kromě toho jde o značné množství informací, které se emitenta, kurzu apod. týkají nepřímě – např. o rostoucí ceně ropy, změně úrokových sazeb, uzavření dohody s tvůrcem trhu o zajištění likvidity k akciím emitenta aj. Naprostá většina takových informací se šíří nezávisle na emitentovi. Pokud by však nastala situace, kdy se emitent nebo kdokoliv jiný dozví neveřejnou informaci, která může mít významný vliv na hospodaření emitenta a výnosy z účasti na něm a je kurzotvorná, je povinen nakládat s ní jako s vnitřní informací. Na rozdíl od přímých vnitřních informací není emitent však povinen nepřímé informace uveřejnit. Emitent i všechny další osoby, které mají vnitřní informaci k dispozici, jsou vázáni pravidly pro nakládání s vnitřními informacemi (viz část 5).

Vnitřní informací mohou být i pokyny k obchodování zadané typicky obchodníkovi s cennými papíry nebo investičnímu zprostředkovateli. Je zřejmé, že osoba disponující vnitřní informací o pokynu s potenciálním dopadem na kurz finančního nástroje by mohla takovou informaci využít pro svůj prospěch.

Příklady takových skutečností jsou obsaženy v závěru této části.

#### Ad 2 – k pojmu „veřejně známá informace“

Za veřejně známou se považuje informace, která je dostupná alespoň té části investorské obce, která se shromažďováním informací tohoto typu a jejich hodnocením aktivně zabývá. Nestačí však, aby se o informaci dověděla pouze část investorů např. na valné hromadě, jíž se v praxi účastní jen část akcionářů emitenta. Obecně se považuje informace za veřejně známou, je-li zveřejněna vůči širokému publiku investorů neurčitého počtu. Není podstatné, zda informaci uveřejnil emitent či zda se stala známou z jiných zdrojů. Veřejně známá je i taková informace, která je dostupná veřejnosti, i když nebyla uveřejněna řádně, postupem popsaným v části 4 tohoto materiálu. Uveřejněním informací se rozumí zpřístupnění v zásadě neomezenému okruhu subjektů, zároveň ovšem platí, že informace rozšířené pomocí placených agentur jako Reuters nebo Bloomberg jsou veřejně dostupné.

#### Ad 3 – k pojmu „přesná informace“

Podle § 124 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu se za vnitřní informací považuje pouze informace přesná. Jejím obsahem 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 finančního nástroje nebo jeho výnos.** Informace je přesná, pokud je natolik určitá a spolehlivá, že na jejím základě se může investor rozhodovat s podstatným snížením rizika nesprávnosti informace.

Přesná tedy může být informace o tom, že kótovaná společnost jedná o převzetí jiné společnosti, přestože zatím konečné rozhodnutí nepadlo a k převzetí třeba ani nedojde. Podobně může být přesná informace o tom, že se okruh zájemců o strategické partnerství zúžil bez ohledu na to, že konečný vítěz zatím není znám. Podmínkou přesnosti tedy není úplnost informace.

U budoucích skutečností se vychází z úvahy ex ante (z dřívějšího pohledu), což je důležité zejména pro okamžik uveřejnění – nelze čekat na okamžik, kdy skutečnost nastane, stačí, je-li dostatečně pravděpodobné, že v budoucnu nastane. V souvislosti s pravděpodobností v budoucnu na jedné straně nestačí pouhá možnost, na druhé straně není vyžadována pravděpodobnost hraničící s jistotou.

Naopak přesnou informací nejsou dohady, fámy a nepodložené spekulace. Informace se má týkat skutečnosti, která nastala, probíhá, nebo se pravděpodobně má stát. Pokud však dohady vznikají ve větší míře a na trhu se šíří fámy, bude zpravidla důvodem nedostatek podložených informací. V tom případě je nutné, aby emitent uveřejněním řádné, podložené informace (např. že nebyl osloven ohledně nabídky převzetí) situaci vyjasnil. Povinnost uveřejnit informaci totiž vzniká emitentovi proto, že se právě na základě šíření fám stávají některé jemu dostupné neuveřejněné informace (o neexistenci určité smlouvy, nabídky apod.) vnitřními, tj. že vzhledem k reakcím trhu na fámy se tyto informace stávají kurzotvornými.

#### Ad 4 – k pojmu „významné ovlivnění kurzu či jiné ceny nebo výnosu“

Informace mohou být vnitřní informací pouze, pokud mají **kurzotvorný potenciál**. Zákonný požadavek na potenciál významné změny kurzu, jiné ceny nebo výnosu upřesňuje prováděcí vyhláška v § 2 odst. 2 jako předpoklad, že **rozumný investor vezme takovou informaci v úvahu při investičním rozhodování**.

Není možné předem vymezit, jak velký pohyb kurzu či jiné ceny v procentech je pohybem významným – záleží na volatilitě finančního nástroje, trendu na trhu a dalších okolnostech. Navíc vždy jde o pohyb potenciální (ex ante), tedy v důsledku neměřitelný, pozdější skutečná změna anebo skutečnost, že ke změně nedošlo, nemá na posouzení informace jako vnitřní vliv.

Určitá informace nemusí nutně způsobit růst či pokles kurzu či jiné ceny finančního nástroje např. vzhledem k tomu, že kurz či jiná cena již v sobě zahrnují určité spekulace a jejich potvrzení k dalšímu růstu či poklesu nepovede. Příkladem může být informace „o výsledku řízení o povolení fúze před Úřadem na ochranu hospodářské soutěže“: pokud je očekáváno schválení fúze, nemusí mít uveřejnění informace o schválení na kurz či jinou cenu žádný dopad. Opačný případ (neschválení fúze) však dopad mít bude a takovou informaci je nutné uveřejnit. Uveřejnění lze ovšem doporučit i v prvním případě, už proto, že vzhledem k nejisté povaze spekulací nemusela být pozitivní informace zahrnuta do kurzu či jiné ceny plně – v pochybnostech o kurzotvornosti informace se doporučuje její uveřejnění.

Pro posouzení pojmu „významné ovlivnění kurzu či jiné ceny nebo výnosu“ je zapotřebí brát v potaz následující kritéria:

- předpokládaný dopad skutečnosti na činnost nebo výsledek hospodaření emitenta apod.,
- relevance informace samotné jako jednoho z kritérií ovlivňujících kurz, či jinou cenu nebo výnos, finančního nástroje,
- spolehlivost zdroje předkládajícím informací.
- tržní veličiny, které ovlivňují význam informace pro kurz, či jinou cenu nebo výnos finančního nástroje, (kupříkladu dosavadní kurz či jiná cena nebo výnos finančního nástroje, jejich obvyklá volatilita, likvidita finančního nástroje, kurzové vztahy k jiným finančním nástrojům, objem obchodovaných finančních nástrojů, nabídka a poptávka finančního nástroje apod.).

Užitečným indikátorem relevance informace mohou být následující okolnosti:

- stejný typ informací v minulosti kurz či jinou cenu ovlivnil,
- komentáře analytiků popisují informaci jako významnou pro ovlivnění kurzu či jiné ceny,
- emitent sám se srovnatelnou informací v minulosti zacházel jako s vnitřní informací.

Na kurz akcií může mít dopad větší okruh skutečností, než je tomu v případě dluhopisů. **V případě dluhopisů se ve vztahu k informacím o emitentovi samotném uplatní informační povinnost zejména v případech, kdy se mění schopnost emitenta plnit závazky z dluhopisů, případně jde o změnu emisních podmínek s významem pro vlastníky dluhopisů, změnu ratingu apod.**

**Příklady skutečností způsobilých přímo přivodit významnou změnu kurzu nebo výnosu, tedy skutečností, které nastávají ve sféře emitenta – na tyto skutečnosti se vztahuje uveřejňovací povinnost emitenta**

- roční, mezitímní a předběžné výsledky hospodaření, rovněž změny v predikcích těchto veličin, případné významné změny v údajích souvisejících s následným auditem,
- informace o skutečnostech, které indikují neočekávané významné dopady do výsledků hospodaření emitenta (zejména neočekávané zvýšení či snížení nákladů či výnosů),
- existence významných rozporů mezi názorem emitenta a auditora, jež mohou vyústit v odmítnutí výroku k účetní závěrce a s tím související změna auditora, změna auditora z jiných důvodů
- významné zvýšení/snížení obchodního majetku nebo čistého obchodního majetku emitenta (např. významné změny v ocenění majetku emitenta),
- informace o zřízení/zrušení zástavního práva na významnou část majetku emitenta.
- významné změny v obchodních, výrobních nebo odbytových podmínkách včetně změn v podnikatelské činnosti, které ovlivňují výkonnost emitenta. Jedná se například o změnu zaměření činnosti emitenta, diverzifikace jeho činnosti, expanze na nové trhy či ztráta pozice na trzích, na nichž emitent působí, zavedení nového významného produktu, nového nebo inovovaného výrobního procesu, získání nebo ztráty významných obchodních partnerů, uzavření nebo vypovězení významných smluv, odstávky ve výrobě,
- informace o haváriích a živelních pohromách, jestliže mohou mít významný dopad na podnikatelskou činnost emitenta,
- rozhodnutí o prohlášení konkurzu, reorganizace či o vstupu do likvidace u významných obchodních partnerů či dlužníků emitenta,
- informace o nových patentech a licencích, jestliže mohou mít zásadní význam pro podnikatelskou činnost emitenta, či jejich zániku (zrušení, odnětí),
- další skutečnosti, jež mohou mít významný vliv na činnost emitenta, např. udělení či odnětí povolení významných pro podnikání emitenta, získání či ztráta významné investiční pobídky, zakázky, státní záruky či dotace, projednání a schválení návrhu rozhodnutí o významných investičních akcích, získání, poskytnutí nebo ztráta významné půjčky nebo úvěru, informace o objevení nebo získání nových nalezišť nerostných surovin, informace o významných korekcích v odhadu výtěžnosti stávajících nalezišť apod.
- projednání a schválení plánu restrukturalizace emitenta, projednání a schválení návrhu rozhodnutí o prodeji podniku nebo jeho části, projednání a schválení záměru přeměny emitenta, zahájení řízení o konkurzu, reorganizace či vstupu emitenta do likvidace, pozastavení činnosti emitenta úředním rozhodnutím,

- projednání a schválení návrhu rozhodnutí o uzavření, změně či zrušení ovládací smlouvy, smlouvy o převodu zisku nebo jiných koncernových smluv,
  - podstatné změny v majetkových účastech emitenta či jeho podílech na hlasovacích právech (nabytí/převod majetkové účasti (podílu) či její části), včetně projednání a schválení záměru akvizice/prodeje,
  - informace o tom, že se emitent stal cílem nabídky převzetí nebo že hlavní akcionář požádal představenstvo o uskutečnění squeeze-out minoritních akcionářů,
  - povolení či neschválení fúze nebo prodeje podniku emitenta správním úřadem a jiná správní rozhodnutí v oblasti hospodářské soutěže ohledně emitenta,
  - informace o zahájení nebo ukončení soudních, správních nebo rozhodčích řízení, které mají nebo by mohly mít významný vliv na finanční situaci nebo ziskovost emitenta, např. uložení významné pokuty nebo povinnosti k náhradě škody významného rozsahu, včetně řízení s významným dopadem na reputaci emitenta apod.
- projednání a rozhodnutí o změnách ve statutárních, dozorčích a řídicích orgánech emitenta,
  - návrh a následné rozhodnutí o způsobu rozdělení zisku.,
  - návrh a následné rozhodnutí o snížení nebo zvýšení základního kapitálu, nové významné emisi finančních nástrojů vydaných emitentem,
  - změny týkající se práv z finančních nástrojů vydaných emitentem,
  - projednání a rozhodnutí týkající se nabývání vlastních finančních nástrojů (buy-back programy) nebo rozsáhlých transakcí s jinými finančními nástroji,
  - návrh a následné rozhodnutí o vyřazení finančních nástrojů z obchodování na regulovaném trhu, projednání a schválení návrhu rozhodnutí o přeměně podoby akcií, informace o doručení rozhodnutí organizátora regulovaného trhu o vyloučení finančních nástrojů z obchodování na regulovaném trhu.

**Příklady skutečností způsobilých nepřímo přivodit významnou změnu kurzu či jiné ceny nebo výnosu, tedy skutečností, které nastávají mimo sféru emitenta – na tyto skutečnosti se nevztahuje uveřejňovací povinnost emitenta**

- informace o datech a statistických údajích zveřejňovaných oficiálními statistickými institucemi,
- informace o obsahu blížící se publikace zpráv ratingových agentur,
- informace o obsahu blížící se publikace investičních doporučení a návrhů týkající se kurzu či jiné ceny nebo výnosu finančních nástrojů,
- rozhodnutí centrální banky týkající se úrokových sazeb,
- rozhodnutí vlády týkající se zdaňování, průmyslové politiky, obsluhy státního dluhu apod.,
- rozhodnutí vlády týkající se změny vládních pravidel na vypočítávání různých tržních ukazatelů, především s ohledem na jejich složení,
- informace o plánovaných právních předpisech týkajících se emitentů finančních nástrojů,
- informace o změnách ve způsobu obchodování s finančními nástroji (změny v tržních segmentech, přechody od aukčního obchodování ke kontinuálnímu a naopak, změny tvůrců trhu, vypořádacích podmínek atd.),
- informace o koupi či prodeji významného objemu finančních nástrojů třetími osobami,
- významné informace o konkurentech emitenta.

U obou výčtů upozorňujeme, že se jedná pouze o výčty příkladné. Naopak zařazení do seznamu neznámá bez dalšího, že jde o vnitřní informaci – vždy je potřeba zkoumat dopad konkrétní informace na kurz či jinou cenu nebo výnos u každého emitenta individuálně.

V případě procesů, kdy informace dostává konkrétní obrysy postupně (idea, návrh, diskuze, rozhodnutí), bude zpravidla **z hlediska okamžiku vzniku takové informace relevantní okamžik, ke kterému bude možno usoudit, že již jde o informaci natolik konkrétní a v dané fázi rozhodnutou, že z ní lze usoudit na určité pravděpodobné důsledky pro emitenta** nebo příslušný nástroj, např. zařazení věci na program valné hromady, projednání představenstvem apod.

**Související problematiku představují tzv. vícefázová rozhodnutí.** Taková rozhodnutí se obvykle přijímají tak, že základní rozhodnutí doplňují ještě rozhodnutí další, která se základním rozhodnutím úzce souvisí. Příkladem může být rozhodnutí emitenta provést dobrovolnou nabídku převzetí účastnických cenných papírů jiné společnosti, dosud se však nerozhodl o ceně, kterou chce vlastníkům účastnických cenných papírů nabídnout. Jeho rozhodnutí provést nabídku převzetí je přesné, ačkoliv by bez stanovení ceny nabídnuté vlastníkům účastnických cenných papírů bylo neproveditelné. Kvalifikaci uvedeného rozhodnutí jako vnitřní informace nebrání ani ta skutečnost, že se emitent vzhledem ke stanovené ceně a svým finančním možnostem nakonec rozhodne jinak a nabídku převzetí vůbec neuskuteční. Proto je zapotřebí zkoumat v každé fázi rozhodování, zda-li se již nejedná o přesnou informaci, kterou lze klasifikovat jako vnitřní.

Pokud jde o investiční doporučení, („kupujte akcie A., cílová cena akcií A. je 300 Kč, prodej akcií A. je v současné době nevýhodný“ apod.), která mohou mít na kurz či jinou cenu příslušných finančních nástrojů rovněž značný dopad, jedná se o zvláštní kategorii, na kterou kladou zákon o podnikání na kapitálovém trhu (§ 125 odst. 6) a vyhláška č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, dodatečné nároky.

#### **4. Neprodlené uveřejnění vnitřní informace a podmínky jeho odložení**

**Emitent finančního nástroje je povinen každou vnitřní informaci, která se ho přímo týká, neprodleně uveřejnit,** tedy umístit v úplném znění na své internetové adrese a současně uveřejnit v celostátně distribuovaném deníku, prostřednictvím agentury, která se šířením informací o kapitálovém trhu zabývá nebo prostřednictvím hromadně a pravidelně navštěvovaného finančního serveru (v posledním jmenovaném případě může emitent uveřejnit i jen odkaz na svou internetovou adresu, na které je tato informace uveřejněna) –viz další část materiálu. Informace, která se emitenta týká nepřímou, sice zůstává vnitřní informací, dokud nebude veřejně dostupná, emitent ji však uveřejnit nemusí.

Emitent by měl předem nastavit vnitřní mechanismy tak, aby včasné uveřejňování zajistil. V některých případech je nutné uveřejnění okamžité, a to pokud vnitřní informace unikla a hrozí její zneužití nebo pokud se informace šíří na veřejnost ve zkrácené podobě. I v ostatních případech by však prodlení nemělo přesahovat několik málo hodin.

Pokud emitent sděluje určitou informaci novinářům, na valné hromadě a jiným podobným způsobem, musí zajistit uveřejnění této informace nejpozději současně s jejím sdělením. Výjimkou jsou případy, kdy jde o osoby, jimž emitent sdělí informace v rámci



plnění jejich úkolů týkajících se buď přípravy uveřejnění nebo přípravných jednání a prací, při nichž „přesná informace“ teprve postupně vzniká.

**Za určitých podmínek lze uveřejnění informace odložit, pokud jsou pro odložení závažné důvody a neuveřejněním informace nebude veřejnost klamána.<sup>5</sup>** Za rozhodnutí o odložení uveřejnění vnitřní informace odpovídá emitent. Jedná se zejména o informace o probíhajícím jednání, pokud by uveřejnění vnitřní informace ohrozilo jeho výsledek nebo řádný průběh (ne všechna důvěrná jednání však opravňují emitenta k odložení uveřejnění vnitřní informace), o informace o výsledcích probíhajícího výzkumu, jejichž uveřejnění by celý proces ohrozilo, nebo o rozhodnutí či předjednané smlouvě, k jejichž účinnosti je třeba dodatečného schválení jiným orgánem emitenta (tedy nikoliv např. schválení státním úřadem), pokud by uveřejnění vnitřní informace ohrozilo její správné posouzení, a to i přes uvedení informace o nutnosti dodatečného schválení. Samotné závažné důvody přitom k odložení uveřejnění vnitřní informace nestačí, **pro odložení je vždy zapotřebí, aby tím nebyla klamána veřejnost a emitent zajistil důvěrnost informace**, tj. zabránil jejímu nekontrolovanému šíření.

O odložení musí emitent neprodleně uvědomit Českou národní banku, a to včetně uvedení důvodů pro odložení a údajů o obsahu odkládané informace. Podmínky odkladu stanoví § 125 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu a § 5 odst. 1 a 2 prováděcí vyhlášky.

Emitent musí po celou dobu odložení zajistit důvěrnost informace, tedy

- a. omezit počet osob, které vnitřní informaci znají, na nezbytné minimum;
- b. zavést organizační i technická opatření proti úniku informací, zejm. zákaz ponechávat informace na pracovním stole nebo na sdíleném pevném disku, zákaz diskutovat otázky s nimi spojené v tzv. open space kancelářích, kde je mohou zaslechnout i jiní pracovníci, apod.;
- c. poučit každého, komu informaci předává, o povinnostech, které plynou ohledně vnitřní informace z právních předpisů, včetně sankcí za porušení těchto předpisů (viz následující část tohoto materiálu);
- d. vést **seznam osob, které mají přístup k vnitřním informacím**. V seznamu se uvádějí všechny osoby, které mají k emitentovi zvláštní vztah (členové orgánů a zaměstnanci emitenta, jiné osoby vykonávající pro emitenta činnost na základě smlouvy (např. auditor nebo advokát), a další osoby s osobami vykonávajícími pro emitenta činnost na základě smlouvy spolupracující a mající přístup k vnitřním informacím emitenta) spolu s údajem, ke které vnitřní informaci mají přístup (podrobněji viz § 7 a 8 prováděcí vyhlášky).

Pokud emitent zjistí, že informace přesto unikla a má ji k dispozici i) osoba nezavázaná mlčenlivostí nebo ii) osoba, u níž lze porušení mlčenlivosti předpokládat, nelze její uveřejnění odkládat. Není přitom podstatné, že taková informace neunikla v přesné nebo úplné podobě.

---

<sup>5</sup> K otázce klamání veřejnosti uvedl CESR ve svém metodickém materiálu, že o klamání nemůže jít při každém odložení, protože pak by celý tento institut postrádal smysl. Jednalo by se o situaci, kdy neuveřejněním vnitřní informace bude vytvořeno/podpořeno mylné očekávání trhu, nicméně vzhledem k nedostatku související rozhodovací praxe v ČR i jiných státech EU je přesné vymezení obtížné.

Pravidla vedení seznamu a zajištění splnění ostatních povinností by měl emitent upravit vnitřním předpisem, který vymezí konkrétní povinnosti jeho pracovníků a současně i odpovědnost za jejich plnění.

**Povinnost neprodleného uveřejnění i povinnost přijmout preventivní opatření k předcházení úniku informací má pouze emitent. Pokud však má vnitřní informaci k dispozici kdokoliv jiný (např. auditor nebo advokát), vztahují se na něj všechny ostatní povinnosti stejně jako na emitenta (viz bod 5.).**

Na tomto místě je potřebné dodat, že kromě vnitřních informací je emitent povinen uveřejňovat některé další informace podle § 120 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Jedná se o informace o změnách práv z cenných papírů, o skutečnostech významných pro ochranu investorů a řádné fungování trhu. U emitentů akcií jde dále o svolání valné hromady, rozhodnutí o vydání nových akcií, výplatě dividendy a některá další taková rozhodnutí, u emitentů dluhopisů o svolání schůze vlastníků apod., ale také o přijaté půjčce nebo úvěru nebo jiné skutečnosti, která může podstatně ovlivnit schopnost emitenta plnit závazky z dluhopisů. Tyto informace mohou být současně vnitřními informacemi a často jimi budou. Úprava v těchto zvláštních případech však má přednost před úpravou vnitřních informací, což se týká především (ne)možnosti odkládat její uveřejnění. **Informaci, která naplňuje znaky vnitřní informace, ale současně je zmíněna v § 120, je emitent povinen uveřejnit vždy neprodleně.**

Podle § 120 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu je emitent, jehož cenné papíry jsou přijaty k obchodování i na zahraničních regulovaných trzích, povinen uveřejňovat v České republice kromě informací podle českých předpisů také informace, jaké uveřejňuje v zahraničí.

#### Rovnoměrné šíření informací

Vnitřní informace uveřejňované společností by měly být šířeny rovnoměrně. To znamená, že stejná informace by měla být ve stejný okamžik zaslána (v elektronické podobě) České národní bance, organizátorům regulovaných trhů, na nichž jsou finanční nástroje emitenta přijaty k obchodování, a zároveň uveřejněna (viz část 4).

Jako příklad lze uvést situaci, kdy společnost zasílá organizátorovi regulovaného trhu informaci o čtvrtletních hospodářských výsledcích. V souladu s výše uvedeným je potřeba nakládat s těmito výsledky jako s vnitřní informací a náležitým způsobem je zároveň uveřejnit podle výše uvedené vyhlášky. Při uveřejňování informací je nutné, aby všem investorům byly poskytnuty informace po obsahové stránce shodné ve stejném čase.

Nelze například akceptovat, aby společnost, jejíž akcie na majitele jsou kótované, a která zároveň vydala nekótované akcie na jméno, upřednostňovala při uveřejňování informací vlastníky akcií na jméno např. tím, že ti obdrží informace podrobněji rozpracované či komentované, zatímco ostatní investoři budou pouze upozorněni, že informace jsou k dispozici. Rovněž není možné činit rozdíly mezi jednotlivými investory např. tak, že klíčové informace budou poskytnuty přednostně či exkluzivně majoritnímu akcionáři a teprve poté ostatním účastníkům trhu.

Podobně není možné, aby byli akcionáři jakkoli zvýhodňováni před ostatními potenciálními investory. Např. v pozvánce na valnou hromadu, na které je akcionářům

předložena ke schválení účetní závěrka společnosti a návrh na rozdělení zisku nebo úhradu ztráty, se uvádějí vybrané údaje z účetní závěrky s uvedením doby a místa, v němž je účetní závěrka akcionářům k nahlédnutí; je tedy zřejmé, že u společnosti, jejíž akcie jsou kótované, musí být účetní závěrka uveřejněna (ať už jako součást výroční zprávy nebo způsobem, jakým se uveřejňují vnitřní informace) nejpozději v okamžik, kdy je tato účetní závěrka dána k dispozici akcionářům společnosti.

Zvýhodňovat nelze ani zájemce o nabytí majoritního podílu ve společnosti. Vzhledem k procesu due diligence, který nabytí podílu často předchází, není vyloučeno, že při něm dosud neznámé a neuveřejněné vnitřní informace vyjdou najevo. Dokud není informace uveřejněna, nesmí osoba, která se vnitřní informací v rámci due diligence dozvěděla, (stává se zasvěcenou osobou) informaci mimo rámec procesu, ke kterému směřovala due diligence, využít (tj. např. upravovat podmínky koupě akcií na základě vnitřních informací získaných v průběhu due diligence) ani poskytnout někomu dalšímu.<sup>6</sup>

#### Zasílání informací České národní bance

V předmětu elektronické zprávy zasílané České národní bance musí být slovo „emitentinfo“. Zpráva musí být elektronicky podepsána zaručeným elektronickým podpisem založeným na kvalifikovaném certifikátu vydaném akreditovaným poskytovatelem certifikačních služeb, a to osobou, která je společností pověřena k zasílání vnitřních informací. Pověření dotyčné osoby je potřeba doručit České národní bance.

#### Jazyk uveřejněných informací

V souladu s § 196 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu musí být, pokud jde o uveřejňování informací na území České republiky, příslušné informace uveřejněny v českém jazyce.

V relevantních případech může nicméně ČNB, je-li to v zájmu investorů (kupř. kvůli rychlejšímu přístupu k příslušným informacím), na žádost emitenta po posouzení konkrétních okolností povolit, aby byly určité informace uveřejněny v anglickém jazyce. ČNB při svém rozhodování přihlíží především k zájmu a očekáváním investorů a dále např. k sídlu emitenta apod.

## **5. Způsob uveřejňování vnitřních informací**

Základním požadavkem v této oblasti je, aby byly uveřejněné informace dostupné investorům snadno, rychle a způsobem, který nezvýhodňuje některé investory před jinými (ať už cíleně nebo náhodně).

V České republice jsou emitenti povinni uveřejnit vnitřní informace vždy současně na dvou místech (§ 125 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu a § 3 prováděcí vyhlášky). Ostatní osoby nejsou povinny vnitřní informace neprodleně uveřejňovat, vztahují se na ně ale povinnosti popsané na jiných místech tohoto materiálu.

---

<sup>6</sup> Podrobněji viz stanovisko „K některým otázkám týkajícím se nakládání s důvěrnými informacemi ve smyslu ustanovení § 81 zákona o cenných papírech“ (STAN 13/2003) na internetové adrese České národní banky.

**a) Zejména jde o uveřejnění v úplném znění „způsobem umožňujícím dálkový přístup“, tedy na internetové adrese emitenta.**

Rozhodující nejsou práva emitenta k této adrese nebo obsazení firmy emitenta v doméně, ale skutečnost, zda je tato adresa snadno a obvyklým způsobem dohledatelná podle obchodní firmy nebo názvu emitenta. Lze předpokládat, že všechny kótované společnosti používají své internetové stránky ke komunikaci nejen s investory, ale též se zákazníky a veřejností obecně – a právě na nich by měly být na hlavní stránce, v sekci „pro investory“ apod. uveřejňovány vnitřní informace.

Internetová adresa emitenta musí být veřejnosti přístupná bez jakýchkoliv omezení (nesmí tedy být zpoplatněná) a zpráva/informace musí být dostupná nepřetržitě od uveřejnění alespoň po dobu 5 let, případně do ukončení kotace, nastane-li dříve.

Uveřejňovaná vnitřní informace musí mít podobu datového souboru vhodného ke stažení, v běžně používaném formátu (např. pdf, doc, xls, rtf).

**b) Současně emitent zajistí uveřejnění vnitřní informace některým z následujících způsobů:**

i. v úplném znění nebo odkazem na svou internetovou adresu prostřednictvím hromadně a pravidelně navštěvovaného finančního serveru. (Seznam serverů uveřejňuje Česká národní banka ve Věstníku České národní banky a na své internetové adrese), nebo

ii. v úplném znění alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku (je ovšem třeba upozornit na obtížnost zajištění včasnosti uveřejnění vnitřní informace prostřednictvím tohoto komunikačního prostředku), nebo

iii. v úplném znění jako zprávu agentury, která se zabývá šířením informací vztahujících se ke kapitálovému trhu, např. ČTK, Bloomberg nebo Reuters.

Stejným způsobem se uveřejňují i případné změny nebo opravy uveřejněné vnitřní informace. V případě opravy chybných údajů je nutné uvést důvod opravy.

Emitent musí zajistit, aby informace, které uveřejňuje, byly co neúplnější a byly formulovány nestranně. Uveřejnění nesprávných, nepřesných, neúplných nebo jinak zavádějících informací může naplnit znaky manipulace s trhem podle § 126 odst. 1 a 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Souhrnnou informaci o uveřejněných vnitřních informacích za předcházejících 12 měsíců je pak emitent povinen uveřejnit jako součást dokumentu uveřejňovaného podle § 120 odst. 6 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

## **6. Povinnosti osob, které mají přístup k vnitřním informacím**

Přestože zákon požadavkem neprodleného uveřejnění všech přímých vnitřních informací riziko jejich zneužití podstatně omezuje, může nastat prodlení mezi vznikem informace a jejím uveřejněním. Z hlediska nakládání s vnitřní informací není podstatné, z jakého důvodu k prodlení došlo – např. protože emitent uveřejnění v souladu se zákonem

odložil, pro opomenutí emitenta, technické potíže nebo vznikla-li informace nezávisle na emitentovi (u protistrany, orgánu dohledu apod.) a emitent ji zatím ani nemá k dispozici.<sup>7</sup>

Zákon označuje osoby, které znají vnitřní informace v tomto mezidobí, jako **zasvěcené osoby (§ 124 odst. 3). Jsou jimi všichni, kdo vnitřní informací disponují a vědí nebo mohou vědět, že se jedná o vnitřní informaci.** U určitých osob se povědomí, že jde o vnitřní informaci, předpokládá (jedná se o osoby, které získají vnitřní informaci z titulu svého zaměstnání, povolání nebo funkce, podílu na základním kapitálu nebo na hlasovacích právech emitenta, plnění svých povinností nebo v souvislosti s trestným činem).

**Zasvěcené osoby mají ve vztahu k vnitřní informaci tři povinnosti:**

- a) **mlčenlivost a zamezení přístupu k vnitřní informaci jiné osobě** (včetně zamezení přístupu k informaci jinou cestou než přímým sdělením);
- b) **zákaz činit přímá či nepřímá investiční doporučení týkající se finančních nástrojů, kterých se informace týká;**
- c) **zákaz takový finanční nástroj zcizit nebo jej nabýt nebo se o jeho nabytí či zcizení pokusit** (lhostejno zda přímo nebo nepřímo, zda na účet svůj nebo účet třetí osoby).

Zákon nerozlišuje mezi osobami právnickými a fyzickými, povinnost proto dopadá na jakoukoli osobu, která vnitřní informaci získá (např. na emitenta i jeho pracovníky, poradenskou kancelář i jednotlivé osoby, které pro ni působí, apod.).

Zatímco zákaz činit doporučení platí absolutně, zákaz nakládání s příslušným finančním nástrojem je prolomen v případě plnění smluv uzavřených před získáním vnitřní informace. Mlčenlivost se neuplatní v případě, kdy je poskytnutí informací součástí běžné činnosti dané osoby, její povinnosti nebo zaměstnání. Osoba, která hodlá učinit nabídku převzetí, proto může sdělit svůj záměr právní kanceláři, která pro ni nabídku připraví, stejně tak tiskový mluvčí emitenta může konzultovat otázku, zda je určitá informace vnitřní, s externím odborníkem v této oblasti.

Legitimní důvod sdělení informace je nutný nejen u právnické osoby, ale též u konkrétní fyzické osoby, která za ni jedná, ať už jde o sdělení vybraným osobám nebo o jejich sdělení veřejnosti.

Tímto legitimním důvodem může být zejména sdělení informace spolupracovníkům nebo externím poradcům, kteří se podílejí na plnění stejného úkolu, popřípadě její sdělení vedení společnosti nebo osobám, které mají následně zajistit její řádné uveřejnění.

I pokud osoba, která má obvykle přístup k vnitřním informacím, obchoduje bez znalosti konkrétní neveřejné informace, mohou takové obchody vyvolat u veřejnosti pochyby. V závěru tohoto materiálu jsou uvedena doporučení, která mohou prostor pro podobné pochyby minimalizovat.

---

<sup>7</sup> K nakládání s vnitřními informacemi v oblasti veřejné správy uveřejnila Komise pro cenné papíry samostatný materiál „[Zveřejňování vnitřních informací veřejnou správou v České republice ve vztahu ke kapitálovému trhu](#)“ dostupný na internetové adrese České národní banky.

## 7. Seznam osob, které mají přístup k vnitřním informacím

**Emitent je v souvislosti s ochranou vnitřních informací povinen vést seznamy osob, které mají přístup k vnitřním informacím.** Bližší informace stanoví § 7 a 8 prováděcí vyhlášky. Jde o osoby, jimž emitent vnitřní informace sám zpřístupňuje: jeho vedení, zaměstnanci a osoby vykonávající pro emitenta činnost na základě smlouvy, typicky auditor nebo advokátní kancelář (včetně osob pro ně pracujících nebo osob, na které byly činnosti s přístupem k vnitřním informacím delegovány). Odpovědnost je vždy na emitentovi, vedení dílčích seznamů však může svěřit i třetí osobě (např. lze předpokládat, že auditorská firma povede seznam svých zaměstnanců, kteří mají přístup k vnitřním informacím ve vztahu k emitentovi).

Česká národní banka považuje za zbytečné, aby v případě, že je finanční nástroj přijat na regulovaný trh jiného členského státu EU a emitent vede seznam osob s přístupem k vnitřním informacím podle tamního právního řádu, vedl emitent další seznam podle českých předpisů. **Proto postačí, aby emitent vedl seznam osob, které mají přístup k vnitřním informacím podle právního řádu toho členského státu EU, kde byly emitentovy finanční nástroje přijaty na regulovaný trh poprvé.** Emitent musí v takovém případě poskytnout České národní bance jeho český překlad, ledaže je seznam veden v anglickém nebo slovenském jazyce.

## 8. Doporučení ke komunikaci emitenta s investory

Uveřejňování vnitřních informací, jako jedna ze složek komunikace s investory, by měla být pečlivě plánována a mít jasné cíle a procedury:

- Odpovědnost za komunikaci s analytiky, investory a tiskem by měl emitent jasně definovat. Z hlediska včasného a přehledného uveřejňování vnitřních informací je vhodné, aby emitent určil osoby, které budou mít uveřejňování vnitřních informací v náplni práce, jsou seznámeny s politikou společnosti a znají regulatorní požadavky, které se uveřejňování týkají; např. člen vedení společnosti, tiskový mluvčí nebo – vzhledem k technické povaze uveřejňování informací emitentem – zvláště pověřený zaměstnanec. Nezbytná je přitom zastupitelnost takových osob, nemoc oprávněné osoby nebo celopodniková dovolená nejsou důvodem pro odklad uveřejnění. V této souvislosti je také potřebné, aby emitenti České národní bance sdělili jména určených osob.
- V rámci urychlení procesu uveřejňování vnitřních informací lze doporučit, aby emitent měl předem stanovený standardizovaný postup uveřejňování informací (od vzniku informace přes rozhodnutí o tom, zda jde o vnitřní informaci, způsob jejího zpracování po určení kanálů, kterými bude šířena, např. stanovením finančního serveru, který bude společnost využívat).
- Zaměstnanci by měli mít zakázáno vnitřní informace sdělovat dál, pokud k tomu v rámci obezřetného zacházení s vnitřní informací nebyli určeni.
- Je vhodné, aby společnosti seznámily okolí se svou vnitřní politikou komunikace (např. publikováním kalendáře uveřejňovaných skutečností), čímž mohou lépe čelit tlaku na předčasné uveřejnění příslušných informací.
- Při setkání s akcionáři, analytiky nebo na tiskové konferenci by měla společnost odpovídat na otázky obezřetně a s vědomím, že při takové příležitosti není možné poskytovat vnitřní informace. Podobně, je-li řádná valná hromada příležitostí pro investory, aby diskutovali se členy představenstva o problémech, které se společnosti týkají, musí emitent

organizačně zabezpečit, aby vnitřní informace, o níž se má na valné hromadě diskutovat, byla nejpozději současně s konáním valné hromady uveřejněna.

- Sdělí-li v rozporu se zákonem někdo vnitřní informaci třetí osobě anebo pokud emitent zjistí, že taková informace unikla a hrozí její zneužití, společnost musí tuto informaci neprodleně uveřejnit.
- Společnosti kótované na regulovaných trzích ve více zemích musejí koordinovat uveřejňování informací ve všech těchto zemích tak, aby investoři v každé zemi měli přístup ke stejným informacím ve stejnou dobu.

#### **K predikcím budoucího vývoje:**

- Jestliže emitent přistoupí k uveřejnění předpovědi výsledků svého hospodaření či dalších relevantních skutečností týkajících se jeho budoucího směřování, měl by na každou změnu predikce veřejnost upozornit.
- Při svých predikcích musí emitent postupovat obezřetně. Emitent by měl předem veřejnost důrazně upozornit na skutečnost, že udávané hodnoty (či jiné skutečnosti) jsou pouhým očekáváním, a jasně a zřetelně prezentovat důvody, které ho k předpovědi vedou. Emitent by měl uvést podmínky a předpoklady dosažení předjímaných hodnot a informovat o hlavních rizicích, které mohou zabránit tomu, aby se předpověď naplnila.
- Emitenti nejsou obecně povinni komentovat nebo opravovat investiční doporučení analytiků. Nicméně v případě, kdy by příslušná doporučení vedla k rozsáhlým a závažným nedorozuměním na trhu, měl by emitent vážné omyly korigovat.

## **9. Doporučení k obchodování potenciálně zasvěcených osob**

Ustanovení § 124 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu obsahuje pravidla, která směřují k tomu, aby zasvěcená osoba nezneužila vnitřní informaci nebo ji nezneužila jiná osoba, která se ji dověděla od zasvěcené osoby. Účelem zákonné úpravy však není bránit zasvěcené osobě v transakcích, které nejsou založeny na využití vnitřní informace. **Protože každá transakce zasvěcené osoby může vzbudit podezření na využití vnitřní informace, lze zasvěceným osobám doporučit následující kroky:**

Od počátku působení ve funkci, s níž je spojen přístup k vnitřním informacím, je vhodné používat transparentní obchodní plány a naopak je třeba vyhnout se neplánovaným transakcím s finančními nástroji.

- Obchodní plán je písemný dokument s podrobnými podmínkami předpokládaných transakcí – zejména o objemu transakcí, transakčních cenách, době provádění transakcí a důvodech provádění transakcí. Je třeba připomenout, že po získání přístupu k vnitřní informaci je již na vydání obchodního plánu pozdě. To neplatí, týká-li se obchodní plán budoucích vnitřních informací nebo je-li vázán na předchozí uveřejnění vnitřní informace.
- Obchodní plán nesmí budít podezření, že byl zpětně upravován, je např. vhodné ho zaznamenat v zápisu o jednání příslušného orgánu společnosti, uveřejnit na internetové adrese emitenta, apod. Postupuje-li zasvěcená osoba podle obchodního plánu, nehrozí v takovém případě bezdůvodné podezření na využití vnitřní informace.
- Pokud je pro zasvěcenou osobu nebo s ní spojenou osobu vykonávána správa portfolia, je zapotřebí z této správy vyloučit finanční nástroje emitenta nebo finanční nástroje od nich odvozené, aby nevzniklo podezření z využití vnitřní informace.
- Je vhodné, aby zasvěcená osoba nevykonávala transakci s finančními nástroji, jichž se vnitřní informace týká, hned po uveřejnění vnitřní informace. Měla by dát osobám, které

před uveřejněním nepatřily k zasvěcených osobám, čas k vyhodnocení uveřejněné informace.

Je vhodné, aby emitent zajistil zakotvení výše zmíněných a obdobných principů ve svém vnitřním předpisu (etický kodex) a působil tak na chování zasvěcených osob z řad svých zaměstnanců a členů statutárních orgánů. Takový vnitřní předpis by měl obsahovat systém zákazů a příkazů eliminujících riziko zneužití vnitřních informací; na jeho základě by měly být vypracovány individuální obchodní plány.