

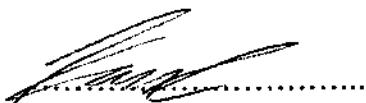
Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

Disertační práce

Obchodování zasvěcených osob s investičními nástroji

Čestné prohlášení

Tuto práci jsem zpracoval sám s využitím pramenů v ní vyznačených.



Vladimír Koranda

duben, 2008

Knihovna UK PF



3125091225

Na tomto místě bych chtěl poděkovat učitelům Karlovy Univerzity - právnické fakulty **Doc. JUDr. Stanislavu Plívovi, CSc.** a **JUDr. Petru Čechovi, LL.M.** za odbornou a pedagogickou podporu a **Mgr. Martinu Malichovi** z České národní banky za poskytnuté konzultace.

Obsah:

<i>Výkladová klausule</i>	5
<i>Použité zkratky</i>	5
Úvod	6
1. Zdůvodnění, vývoj a přehled právní úpravy	9
1.1. Zdůvodnění zákazu obchodování zasvěcených osob	9
1.1.1. <i>Teorie zpronevěry</i>	11
1.1.2. <i>Rovný přístup k informacím</i>	12
1.1.3. <i>Odůvodnění rovného přístupu k informacím</i>	13
1.2. Zločin bez oběti	14
1.3. Historický vývoj právní úpravy	17
1.3.1. <i>USA</i>	17
1.3.2. <i>Evropská unie</i>	23
1.4. Současná právní úprava – přehled	27
2. Vnitřní informace a zasvěcená osoba	29
2.1. Vztah k finančnímu nástroji	29
2.1.1. <i>Finanční nástroj</i>	29
2.1.2. <i>Regulovaný trh</i>	31
2.2. Absence veřejné známosti, výsledky výzkumu	32
2.2.1. <i>Absence veřejné známosti resp. dostupnosti</i>	32
2.2.2. <i>Odhady a výsledky výzkumu</i>	34
2.3. Způsobnost ovlivnit kurz	36
2.4. Přesnost a pravdivost informace, vztah k tržní manipulaci	39
2.5. Příklady vnitřních informací	40
2.6. Zasvěcená osoba	43
3. Omezení zasvěcené osoby při nakládání s vnitřní informací	46
3.1. Využití vnitřní informace	46
3.1.1. <i>Využití vnitřní informace vs. zákaz obchodování</i>	46
3.1.2. <i>Nezávazné pravidelné dlouhodobé investice</i>	50
3.1.3. <i>Buy-sell, repo-operace a Closed periods</i>	51
3.2. Poskytnutí tipu a porušení povinnosti mlčenlivosti	52
3.3. Abstraktnost deliktů a obtíže v posuzování zavinění	54
3.4. „Výjimky“ ze zákazu využití informace	57
3.4.1. <i>Závazek z povinnosti vzniklé před získáním vnitřní informace</i>	57
3.4.2. <i>Nabídka převzetí a návrh na fúzi</i>	58
3.4.3. <i>Výkon pokynu zadaného před získáním vnitřní informace</i>	60
3.4.4. <i>Výkon činnosti tvůrce trhu a subjektu jednajícího jako protistrana</i>	60
3.4.5. <i>Další výjimky</i>	61
4. Povinnosti související s vnitřní informací	64
4.1. Povinnosti emitenta	64
4.1.1. <i>Uveřejňování vnitřních informací, oznámení ČNB</i>	64
4.1.2. <i>Odklad uveřejnění</i>	68
4.1.3. <i>Uveřejňování informace o nepřátelské nabídce převzetí emitentem</i>	69
4.2. Vedení seznamu osob s přístupem k vnitřní informaci	72
4.3. Hlášení manažerských obchodů	73
4.4. <i>Sledování využívání vnitřních informací licencovanými subjekty</i>	77
4.5. <i>Povinnosti dalších licencovaných subjektů</i>	78
5. Postup správního orgánu při vyšetřování využití vnitřní informace	80
5.1. <i>Odhalování využívání vnitřních informací</i>	80

5.2. Specifika správního řízení.....	82
5.2.1. Souběh s trestným činem.....	82
5.2.2. Mezinárodní prvek.....	83
5.3. Sankce.....	84
6. Právo v praxi.....	86
6.1. USA.....	86
6.2. Velká Británie.....	87
6.3. Francie.....	88
6.4. Ostatní evropské země.....	88
6.5. ČR.....	89
6.5.1. <i>CA IB – 1. případ</i>	89
6.5.2. <i>Alan Svoboda – 2. případ</i>	90
6.5.3. <i>Kauza Atlantik FT – 3.případ (front running)</i>	90
6.5.4. <i>Další zajímavé situace</i>	93
7. Závěr.....	95
7.1. Stručné zhodnocení americké a evropské právní úpravy a jejich aplikace.....	95
7.2. Obecné zhodnocení situace v ČR a návrhy změn.....	96
Literatura.....	101
Summary.....	103

Výkladová klausule

Pokud v práci není uvedeno doslovně či v kontextu jinak, rozumí se

- a) odkazem na předpis ve sbírce zákonů ČR či na jeho znění v pozdějších předpisech (ve znění p.p.) znění účinné k datu 1. 4. 2008,
- b) ustanovením právního předpisu určeným pouze číslem paragrafu příslušné ustanovení zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu,
- c) vyhláškou proti zneužívání trhu vyhláška č. 536/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu,
- d) pojmy *inside(r) dealing* nebo *insider trading* obchodování zasvěcených osob,
- e) členským státem stát Evropské unie či Evropského sdružení volného obchodu,
- f) zákazem zákaz využití vnitřní informace, není-li z kontextu zřejmé něco jiného.

Použité zkratky

CESR - Výbor evropských regulátorů cenných papírů (The Committee of European Securities Regulators)

EFTA - Evropské sdružení volného obchodu (European Free Trade Association)

IDD - směrnice 89/592 EHS o koordinaci předpisů o obchodování zasvěcených osob

MAD - směrnice 6/2003 ES o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem

OZ – zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník ve znění p.p.

OBZ – zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění p.p.

TŘ – trestní řád (z. č. 141/1961), ve znění p.p.

TZ – trestní zákon (z. č. 140/1961), ve znění p.p.

ZCP - zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění p.p.

ZNAB – zákon č. 33/2008 Sb., o nabídkách převzetí

ZPKT - zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění p.p.

* 119 / 1192

Úvod

Obchodování zasvěcených osob je v zásadě nelegální základní způsob využití informační nerovnosti, kdy některé klíčové informace, důležité pro posouzení hodnoty investičního instrumentu, nejsou veřejně známé a nelze je ani z veřejně dostupných údajů dovodit.¹ Za této situace mohou zasvěcené osoby na základě znalosti takové informace instrument nakupovat relativně levněji resp. prodávat draž než ostatní. Tato obchodní technika známá všeobecně jako *insider trading* je přinejmenším v zemích s rozvinutými kapitálovými trhy nelegální.² Relativní mladost právní úpravy (méně než 100 let od počátků prvních pravidel v mezinárodním měřítku) a abstraktnost právní problematiky vyvolává velký počet situací, kdy není jasné, co lze ještě považovat za legální obchodování a jaké jednání je již za hranou zákona. Výše uvedené spolu s extrémně vysokou latencí a náročností dokazování zkoumaných deliktů způsobují, že roční počet případů zakončených usvědčením pachatele se celosvětově pohybuje v pouhých desítkách, přičemž za zdaleka největšího přispěvovatele do této statistiky, ať již v absolutních číslech či v přepočtu na počet obyvatel, lze považovat USA (viz kap. 6). V České republice byly dosud řešeny pouze 2 případy (viz kap. 6).

Práce se zaměřuje na popis právních a částečně i praktických nástrojů na odhalování a potírání této činnosti v ČR a zahraničí. Jejím cílem je jasnější vymezení legálního a nelegálního jednání, prověření kvality a nezbytnosti současné úpravy, případně navržení vylepšení. Praktická doporučení zde mohou nalézt též ti,

¹ Dalším nelegálním způsobem je poskytnutí doporučení - tipu (více v oddílu 3.2.).

² Zasvěcenou osobu lze vnímat i v širším smyslu jako osobu, jež obvykle disponuje vnitřními informacemi (typicky vedoucí osoby emitenta, velcí akcionáři), ale aktuálně žádnou vnitřní informaci nedisponuje. V tomto širším smyslu lze rozlišovat legální a nelegální obchodování zasvěcených osob. S takovým vnímáním se lze setkat spíše v zahraniční literatuře (např. výklad k pojmu „insider trading“ na www.wikipedia.org). V ČR je zasvěcená osoba jasně definována v § 124 odst. 1 ZKPT jako osoba disponující vnitřní informací (na rozdíl od anglického vnímání pojmu *insider* jako osoby ve zvláštním vztahu k emitentovi), takže o legálním obchodování zasvěcených osob lze hovořit pouze v souvislosti s výjimkami ze zákazu obchodování (viz oddíl 3.4.).

jež se dostávají do styku s vnitřními informacemi, zejména investoři a emitenti. K právní úpravě ČR obchodování zasvěcených osob rozsáhlejší publikace patrně zatím neexistuje. Celosvětově se jedná o relativně živé téma. Jen na stránkách dohledového orgánu USA lze k tomuto tématu nalézt přes 5000 dokumentů.³

První kapitola práce popisuje, v čem spočívá škodlivost obchodování zasvěcených osob, provádí vývojem právní úpravy v USA, Evropě a ČR od relativně nedávných počátků (USA ve 20. letech 20. století, v Evropě od 60. až 70. let a v ČR 90. let 20. století) až po současnost včetně základního porovnání. Poslední oddíl první kapitoly obsahuje přehled dotčených právních předpisů se stručným komentářem. Definice a výklad ke klíčovým pojmům *vnitřní informace* a *využití vnitřní informace* podává druhá a třetí kapitola tvořící spolu se závěrečnou kapitolou jádro práce. Druhá kapitola se zabývá rozbořem znaků vnitřní informace (vztah k finančnímu nástroji, absence veřejné známosti, způsobilost ovlivnit kurz a pravdivost), obsahuje výčet možných vnitřních informací včetně krátkého pojednání o využívání informací o velkých objednávkách obchodníkem s cennými papíry, tzv. front running. Třetí kapitola rozebírá omezení osob majících vnitřní informaci, tj. zákaz obchodování na základě vnitřní informace, poskytování doporučení a povinnost mlčelivosti o vnitřní informaci. Se zákazem obchodování souvisí výjimky tento zákaz prolamující (nezávislý výzkum, nabídky převzetí, provedení již zadaného příkazu, činnost tvůrce trhu aj.). Čtvrtá kapitola popisuje povinnosti emitenta a dalších dohledu podléhajících osob související s vnitřní informací, tj. uveřejňování vnitřních informací včetně specifik uveřejňování vnitřní informace o nabídce převzetí, vedení seznamů zasvěcených osob, monitorování organizátory trhů, hlášení manažerských obchodů a podezření na

³ <http://www.sec.gov/>

využití vnitřní informace. Pátá a šestá kapitola jsou určitým bonusem poskytujícím základní představu o vyšetřování obchodování zasvěcených osob a jeho výsledcích v ČR a ve světě. Závěrečná sedmá kapitola shrnuje nejdůležitější poznatky práce aplikované do návrhů na změnu právní úpravy.

1. Zdůvodnění, vývoj a přehled právní úpravy

1.1. Zdůvodnění zákazu obchodování zasvěcených osob

Ve světě lze ze strany laické i odborné veřejnosti pozorovat určitá spíše menšinová volání po legalizaci obchodování zasvěcených osob.⁴ Na první pohled skutečně není zřejmé, proč takové jednání stavět mimo zákon? Můžeme namítat, že každý má možnost vypracovat se na manažera a získávat tak vnitřní informace. Proč bychom takto měli bránit využití výhod těch „schopnějších“? Odůvodnění zákazu vychází ze skutečnosti, že zákaz využívání vnitřních informací posiluje důvěru investorů v kapitálový trh a snižuje tak náklady emitentů na získání kapitálu (při povolení obchodování zasvěcených osob jsou běžní investoři v nevýhodě a za upisované či obchodované akcie či jiné investiční instrumenty jsou proto ochotni zaplatit méně). Mezi jeden z pozitivních vedlejších účinků zákazu obchodování zasvěcených osob patří odnětí motivace odkládat veřejná oznámení vnitřních informací, tj. zvýšení transparency, dále posílení nepřímé ochrany před manipulací (např. prostřednictvím manažerských rozhodnutí činěných ve snaze vyvolat klamavou představu o stavu emitenta).⁵ To v důsledku též znamená zvýšení zajištění efektivity emitenta.

Výše popsaná argumentace se však zcela vyhýbá morální rovině. Existuje tak určitý ekonomický stav, jenž se ne zcela daří právně teoreticky a morálně zdůvodnit a o jehož správnosti i přes ekonomická pozitiva existují pochybnosti.

V mnoha konkrétních odvozených normách (např. ve vyhláškách) nemusí být morální základ na první pohled viditelný, mnoho

⁴ „Někteří ekonomové a právní učenci (např. Milton Friedman, Thomas Sowell, Daniel Fischel, Frank H. Easterbrook) argumentují tím, že obchodování na základě vnitřní informace, prospívá investorům rychlejším uváděním nových informací na trh.“ http://en.wikipedia.org/wiki/Insider_trading, Henry Manne profesor práv z George Mason University v USA argumentuje nemožností efektivního vynucení, motivací a svobodou manažerů, Elder L., Legalize insider trading, Capitalism Magazine, Srpen 2004, <http://www.capmag.com/article.asp?ID=3933>, aj.

⁵ Wang W. K. S., Steinberg M. I., Insider Trading, Aspen law & Business, Inc., str. 14

z nich lze při určitém úhlu pohledu považovat za amorální (osobně se domnívám, že každá norma má nějaký alespoň nepřímý morální základ, byť by omezení dané normou mělo být zdůvodněno pouze objektivní podporou obecného blaha). Např. se můžeme ptát, co je morálního na tom, že stavbu můžeme dle zákona obývat až po kolaudaci, když dům už je v podstatě hotový a zaplacený a my už teď nutně potřebujeme bydlet. „Vždyť to nedokončené zábradlí přece nikomu neublíží.“:o) Od posledně uvedené poznámky už není daleko k tomu si morálně zdůvodnit, jaký význam má kolaudace stavby, tj. například, že není správné vystavovat jiné nebezpečí nedostatečným provedením stavby. U některých norem může problém se zdůvodněním přetrvávat i při bližším zkoumání. Normotvůrce cítí nebo řekněme, že nejde jen o pocit, ale že něco objektivně není v pořádku, a vytvoří formálně účinnou normu tento stav napravující. Není však schopen, zejména kvůli logicky znějícím protiargumentům a nedostatečně propracované vlastní argumentaci normu zdůvodnit. Nedostane-li však adresát normy náležité zdůvodnění omezení svých práv, norma ztrácí na věrohodnosti, a v důsledku toho i účinnosti. A to je právě případ zákazu obchodování zasvěcených osob, kde proti sobě v současnosti stojí svobody manažerů a osob, majících vnitřní informaci, a vágní pojem ochrany integrity trhů v Evropě a neadekvátní teorie zpronevěry v USA (více v následujícím textu kapitoly 1.).

Opustíme-li úvahy o morálnosti a amorálnosti norem (toliko můj několikavětý příspěvek k obecné teorii práva :o), není pochyb o tom, že norma mající jasné morální zdůvodnění bude působit přesvědčivěji, než norma odůvodněná pouze nepřiliš srozumitelně či vůbec. Není proto divu, že zejména americká judikatura, potýkající se s danou problematikou déle a častěji než evropská (viz. vývoj právních úprav v této kapitole), se o morální zdůvodnění zákazu obchodování zasvěcených osob usilovně snaží

od jeho vzniku. Evropská úprava ani mnou prostudovaná literatura tuto otázku neřeší a spokojuje se s dosti vágním zdůvodněním ochrany integrity trhů.

Z vývoje americké judikatury přiblíženého v oddíle 1.3.1. lze sledovat postupný vývoj odůvodnění zákazu obchodování zasvěcených osob od tzv. teorie klasické (předchůdce dnešní teorie zpronevěry) prvně aplikované ve věci *Oliver vs. Oliver* v roce 1933, přes „teorii rovného přístupu k informacím“ založené rozhodnutím *Cady, Roberts & Co* v roce 1961, z níž vychází současná evropská úprava, až po teorii zpronevěry obnovené rozhodnutím ve věci *Chiarella v. United States* v roce 1980, aplikované v současné době v USA.

1.1.1. Teorie zpronevěry

Dle teorie zpronevěry vedoucí osoba společnosti nesmí využívat vnitřní informaci nikoli z důvodu, že by dosáhla informační výhody, nýbrž že by tuto informační výhodu využila proti osobám, vůči nimž má zvláštní vztah důvěry, tj. akcionářům, a to současným i budoucím (tzv. klasická teorie, později rozšířená teorií zpronevěry - více viz oddíl 1.3.1.). Oproti následně popsané „teorii“ rovného přístupu k informacím tedy jasně zdůvodňuje nesprávnost zakazovaného chování (tedy volně řečeno „mám-li s někým zvláštní vztah důvěry, jehož podstatou je navíc péče o jeho majetek, neměl bych využívat jeho nevědomosti ke zvyšování svého majetku na úkor majetku svěřeného“). Tato teorie byla od 30. let 20. století aplikována v USA a od 80. let tam prožívá svou renesanci. Trpí však zásadním nedostatkem, a to absencí postihu osob, jež informaci získali bez určitého zvláštního vztahu k protistraně obchodu resp. k emitentovi. K úspěšného usvědčení pachatele, je totiž třeba doložit skutečnost, jež mnohdy objektivně neexistuje (více v oddílu 1.3.). Tento nedostatek je obdobně jako úplná absence postihu obchodování osob, byť v omezené míře, způsobilý vyvolat závažné poruchy trhu (více v oddílu 1.3.1).

1.1.2. Rovný přístup k informacím

Prvně se s požadavkem rovného přístupu k informacím setkáváme v zásadních rozhodnutích soudů USA v 60. letech 20. století - Cady, Roberts & Co a zejména Texas Gulf Sulphur (viz oddíl 1.3.1.). Jmenovaná rozhodnutí jej zdůvodňují *nečestností jednání* při využití vnitřní informace, aniž by však zdůvodnila, v čem ona nečestnost spočívá. Na požadavku rovného přístupu k informacím je založena současná evropská právní úprava, neboť zakazuje obchodování na základě vnitřní informace (na rozdíl od úpravy USA bez dalších podmínek), kdy tento zákaz odpadá uveřejněním vnitřní informace (viz též oddíl 2.2.1). Účel evropské právní úpravy není nikde konkrétně vymezen. Velmi vágní účel ochrany integrity trhů dle čl. 15 preambule MAD přebíraný národními úpravami nedává konkrétní odpověď na otázku, z jakého důvodu je integrita trhů chráněna zákazem využití vnitřní informace. Požadavkem na rovný přístup k informacím se dosahuje kýženého výsledku právní ochrany, majetkových práv akcionářů současných i budoucích. Nicméně požadavek na rovnost informací sám o sobě nevysvětluje, proč je správný, a nezdůvodňuje tedy potřebu zákazu obchodování zasvěcených osob. Informační nerovnost se bude v praxi vždy vyskytovat. Tuto skutečnost lze obecně vnímat jako pozitivní, neboť nutí jedince pátrat po informacích s cílem zajištění lepšího živobytí. Nelze obecně požadovat, aby každý měl reálnou možnost získání stejných informací jako ostatní. Každý se teoreticky může stát vedoucí osobou emitenta a informace je tak v zásadě přístupná na nediskriminační bázi, nikoli však prakticky. Možnosti jedinců se vždy budou lišit. Tyto rozdíly lze právem do určité míry srovnávat jednak z důvodu zabránění sociálních nepokojů a dále z důvodů humanitárních a solidárních, nicméně jen ve velmi omezené míře. Vzhledem k výše uvedenému tak nelze tvrdit, že cílem ustanovení je ochrana majetkových práv před

zneužíváním nerovného přístupu k informacím.⁶ Pro zákaz obchodování zasvěcených osob je tedy potřeba nalézt jiné zdůvodnění. Požadavek na rovný přístup k informacím v tomto ohledu může být maximálně pouze prostředkem ochrany práv akcionářů, nikoli jejím zdůvodněním. V případě požadavku na rovný přístup k informacím bez dalšího by následně bylo třeba postihovat též osoby, jež se k informaci dopracovaly za pomoci analýzy veřejně dostupných údajů, tj. v rozporu s čl. 31 preambule MAD.

Absenci odůvodnění zákazu obchodování zasvěcených osob jakožto zákazu významně zasahujícího do občanských svobod si uvědomovali i američtí soudci hledající přesvědčivější odůvodnění zákazu obchodování zasvěcených osob, ne právě šťastně, v návratu k teorii zpronevěry (viz oddíl 1.3.1.).

1.1.3. Odůvodnění rovného přístupu k informacím

Výše uvedená zdůvodnění buď plně nereflektují ekonomické potřeby společnosti (teorie zpronevěry – vysvětleno v oddíle 1.3.) či neodpovídají na otázku, proč je třeba chránit majetková práva akcionářů takovým způsobem, jakým to činí právo evropské unie⁷ resp. před čím jsou majetková práva vlastníků investičních nástrojů vlastně chráněna. Nedostatky výše popsaných teorií samotných či jejich odůvodnění naznačují, že je třeba abstrahovat od přímé ochrany akcionářů a trhů a hledat pro odpověď obecnější základ. Vedoucí osoba či např. auditor emitenta nebo politik rozhodující o veřejné zakázce vyvíjí určitou činnost, za kterou je odměněn (vedení emitenta, prověření hospodaření, výkon veřejné moci). Nikdo z výše uvedených však nevyvíjí činnost pro získání

⁶ Srov. chybně - Koranda, V., Porušování povinností při správě soukromoprávních subjektů, Eurolex Bohemia, Praha 2005, str. 51, „Objektem tr. činu jsou majetková práva jiných chráněná před zneužíváním nerovného přístupu k informacím majícím investiční hodnotu. Jinými zde nutno chápat ty osoby, jež nemají pro získávání informací zvláštní výhody, definované v § 128/2 (trestního zákona - pozn. autora) - postavení, povolání ...“

⁷ Při zkoumání podkladů pro tuto práci se nepodařilo zachytit jinou než ekonomicky založenou obhajobu evropského zákazu využívání vnitřních informací.

vnitřní informace (na rozdíl od analytika, jenž se na základě veřejných údajů dopracuje k informaci zajímavé pro investora). Bylo by demotivující a nespravedlivé připustit, aby profitovali z pozitivních vedlejších účinků, jež sice s výkonem jejich činnosti souvisí, avšak o které se nijak nezasloužili. Lidská společnost funguje mj. díky produkci ekonomických statků, k níž pouhé využívání neznalosti druhého bez vlastní přidané hodnoty nijak nepřispívá. Lze tak hovořit o ochraně před bezdůvodným obohacením neboli před parazitováním. Nejedná se o bezdůvodné obohacení pouze v rovině ekonomické, ale též v rovině právní, neboť jde majetek získaný z nepoctivých zdrojů (srov. § 452 odst. 2 občanského zákoníku). Konkrétněji lze tedy hovořit o ochraně (majetkových práv) před využitím nezasloužené informační výhody. Takové jednání – obohacení na základě nezasloužené informační výhody - lze též kvalifikovat jako podvod. Na podvodu mj. staví právní úprava USA, jejíž zdůvodnění však vadná judikatura (viz oddíl 1.3.1.) zavedla do slepé uličky.

1.2. Zločin bez oběti

O využití vnitřní informace se občas hovoří jako o zločinu bez oběti⁸, neboť obchod zpravidla bývá uzavřen na organizovaném trhu – anonymně⁹, a pokud se využití vnitřní informace podaří skrýt, poškozený se nedozví, že mu vznikla nějaká újma. Při dílčím pohledu na věc lze vyjít z toho, že při znalosti vnitřní informace by se poškozený choval jinak (neprodal by za danou cenu), a škoda tak skutečně vzniká. Určité komplikace pro přiznání nároku na náhradu škody přináší anonymita obchodování na trhu investičních nástrojů, zvláště pak aukční režim obchodování, kde na rozdíl od jednotlivých obchodů při kontinuálním obchodování obchodují zjednodušeně řečeno všichni

⁸ např. výklad k pojmu „insider trading“ na www.wikipedia.org

⁹ Protistrany obchodů, včetně tzv. přímých obchodů (tj. dojednaných obchodů s cennými papíry mimo organizovaný trh, ale uzavřených na organizovaném trhu), na organizovaném trhu nejsou zveřejňovány.

se všemi¹⁰. I kdyby bylo možné dle evidence organizátora trhu a obchodníka s cennými papíry dohledat příslušné protistrany, existuje další problém. Jak odůvodnit poškození pouze jednoho určitého investora, když ve stejné situaci se ocitá nespočetně dalších obchodujících, jejichž protistrana však vnitřní informaci neměla. Přiznat nárok na náhradu škody resp. nárok na odstoupení od smlouvy uzavřené v omylu ve smyslu § 49a občanského zákoníku jednomu šťastlivci jen na základě toho, že právě s ním uzavřela osoba využívající vnitřní informaci obchod, se tak jeví jako absurdní. Právo však může být spravedlivé pouze do určité míry. Stejně tak se může stát, že někdo koupí chatu na základě rozhodnutí o vyhlášení oblasti národním parkem (po zveřejnění rozhodnutí stoupne cena nemovitosti), aniž by o tom prodávající věděl, kdy v podobné situaci se ocitne dalších 10 prodávajících a kupujících, jež však informaci o připravovaném vyhlášení národního parku neměli. Nárok na náhradu škody bude mít pouze osoba poškozená podvodem. Anonymita obchodování na regulovaném trhu tuto zdánlivou nespravedlnost umocňuje, nicméně podaří-li se dohledat protistranu (tj. jakýkoli obchod mimo aukční režim), domnívám se, že „šťastně“ poškozenému by nárok na náhradu škody měl být přiznán. Tím spíše by měl být přiznán i nárok na náhradu škody při mimotržní transakci. Tomu odpovídá i koncepce § 456 občanského zákoníku, přikazující vydání bezdůvodného obohacení (v tomto případě zisku z protiprávní operace – srov. § 451 odst. 2 občanského zákoníku) tomu, na jehož úkor bylo získáno. V praxi by však takový přístup bez dalšího při prokázání využití vnitřní informace vyvolal vlnu dotazů všech investorů, jež by teoreticky mohly být deliktem poškození, na orgán dohledu či orgány činné v trestním řízení, zda-li náhodou oni nejsou tou šťastnou protistranou.¹¹ V případě

¹⁰ Po určitý čas dochází ke shromažďování pokynů. Nakonec aukce se dle pravidel příslušného trhu (zpravidla dle kritéria největšího množství obchodovatelných instrumentů) vypočte aukční cena a spárují se (cenou a množstvím) odpovídající pokyny.

¹¹ Lze předpokládat, že se tato situace nezmění, neboť málokdo by si přál odkrýt, s čím obchoduje, obchodník s cennými papíry by vzhledem k povinnosti mlčenlivosti tuto informaci nesdělil.

deliktu využití vnitřní informace obchodem na organizovaném trhu (s výjimkou obchodů, kde protistranu nelze zjistit – bezdůvodné obohacení by dle § 456 občanského zákoníku připadlo státu) by se tedy měla zvážit zákonná úprava zakazující nároky na náhradu škody a povinnost vydat bezdůvodné obohacení z deliktu státu (srov. § 456 občanského zákoníku) nebo ex offo povinnost orgánu dohledu či orgánů činných v trestním řízení identifikovat poškozené a objem obchodů uzavřených s pachatelem. Vzhledem k určité výše popsané absurditě a zátěži druhé varianty preferuji zákonné vyloučení nároku na náhradu škody a zakotvení povinnosti vydání bezdůvodného obohacení státu. V USA se nároky na náhradu škody u obchodů uzavřených na kapitálovém trhu připouštějí, v praxi se tak děje pouze sporadicky.¹²

Charakteristika využití vnitřní informace jako zločinu bez oběti tedy platí bez dalšího pro aukční obchody na organizovaném trhu. V ostatních případech jde spíše o konstatování faktického stavu, kdy se oběť o své škodě zpravidla nedozví.

Škoda způsobená využitím vnitřní informace se obtížně vyčísluje. Nelze přesně určit, jak velký vliv by mělo zveřejnění vnitřní informace na cenu finančního nástroje v okamžiku uzavření obchodu (s využitím vnitřní informace), neboť cena instrumentu se neustále vyvíjí na základě mnoha různých faktorů. Při zveřejnění pozitivní vnitřní informace tak může dojít i k propadu ceny, např. při současném oznámení jiné negativní zprávy či celkové negativní atmosféře na trhu.

Vzhledem k tomu, že jde o zákonem sankcionované jednání, kdy až na výjimku aukčních obchodů lze připustit nárok protistrany na náhradu škody či vydání bezdůvodného obohacení státu (nelze-li

¹² Wang W. K. S., Steinberg M. I., Insider Trading, Aspen law & Business, Inc., str. 208 a násl. a 391-545
Publikace se tématu věnuje poměrně ve značném rozsahu, obsahuje i popis několika standardů žalob a jednoduchých postupů určení škody a jejích slabin.

poškozeného zjistit), lze předpokládat snahu o jeho alespoň částečné zakrytí realizací transakce na anonymním trhu (prostřednictvím regulovaného trhu, mnohostranného obchodního systému či systematického internalizátora) a nikoli mimotržním obchodem s vybranou protistranou.

1.3. Historický vývoj právní úpravy

1.3.1. USA

Vývoj v oblasti práva obchodování zasvěcených osob odstartoval počátkem 20. století v USA. V roce 1903 Nejvyšší soud státu Georgia ve věci *Oliver v. Oliver* stanovil vedoucím pracovníkům emitenta povinnost odhalit veškeré kurzotvorné informace, pokud chtěli obchodovat s akcionáři. Na jiné osoby než akcionáře či na anonymní obchody (na kapitálovém trhu) se pravidlo nevztahovalo.¹³

Současnou právně-politickou doktrínu ochrany integrity trhů nastavil po hospodářské krizi (1929) přijatý zákon „o cenných papírech“ Securities Exchange Act z roku 1934, jenž pravidlem čl. 10b zmocnil americkou „Komisi pro cenné papíry“ (Securities Exchange Commission, dále jen „SEC“) vydat pravidla proti užití podvodných prostředků v souvislosti s obchodem s cenným papírem.¹⁴

Rozhodnutí z roku 1933 ve věci *Goodwin v. Agassiz* připouští využití vnitřních informací na anonymním trhu. Soud dovodil vztah důvěry, na němž je založena tzv. klasická teorie a její rozšíření na teorii zpronevěry (viz dále) pouze mezi manažerem a společností a nikoli mezi stranami transakce s argumentací, že pro vedoucí osobu emitenta by bylo nepřiměřeně zatěžující vyhledat

¹³ Novotný D., Problematika insider trading v právu USA, kap. 3.1.1., web ePravo.cz, 2005

¹⁴ Simon K. A., The misappropriation theory: a valid application of section 10(B) to protect property rights in information, oddíl II.B, web Questia.com, 1998, oddíl II. C

protistranu transakce a sdělit jí skutečnosti způsobilé ovlivnit cenu akcie.¹⁵

Prováděcí pravidlo 10b - 5b zakazující obchodování s cenným papírem při opomenutí uvést kurzotvornou informaci – vydala SEC v roce 1942. Toto pravidlo však nepostihuje samotné využití vnitřní informace, ale využití vnitřní informace v souvislosti s podvodným jednáním, kdy podvodu se lze dopustit nejen nepravdivým či zavádějícím tvrzením, ale i opomenutím, přičemž opomenutím pouze, existuje-li povinnost mluvit.¹⁶ Zde spočívá základ dále popisovaných závažných problémů amerického práva obchodování zasvěcených osob, totiž potřeba dovést určitou povinnost důvěry vůči protistraně transakce.

Pravidlo bylo prvně zásadním způsobem aplikováno v roce 1961, kdy SEC ve správním řízení proti Cady, Roberts & Co (prodej akcií ředitelem společnosti před oznámením o snížení dividendy) rozhodla, že osoby mající zvláštní vztah k emitentovi musí zveřejnit vnitřní informaci před provedením transakce, a pokud zveřejnění není možné, zdržet se obchodování (tzv. *disclose or abstain rule* známé též jako *Cady, Roberts rule*). Rozhodnutí spočívalo na dvou základních argumentech: 1. existence vztahu umožňujícího přístup k informaci zamýšlené sloužit pouze pro účely společnosti a nikoli prospěch jiného, 2. nečestnost jednání, kde jedna strana využije výhody takové informace. V roce 1968 bylo toto pravidlo rozhodnutím soudu ve věci Texas Gulf Sulphur (nákupy akcií po významném nálezů nerostných ložisek utajených před veřejností) vztaženo též na osoby stojící mimo emitenta (tj. sekundární zasvěcence – viz oddíl 2.6.). Podle soudu (U.S. Court of appeals for the Second Circuit) bylo hlavním účelem pravidla 10b-5 zajistit rovný přístup k informaci všem investorům, přičemž pro dosažení tohoto cíle se pravidlo *disclose or abstain* musí

¹⁵ tamtéž, oddíl II. B

¹⁶ tamtéž, oddíl II. C

vztahovat na všechny.¹⁷ Soudy v posledně dvou jmenovaných rozhodnutích tedy nejprve částečně a pak zcela ustoupily od teorie zpronevěry k teorii rovného přístupu k informacím.

Na výše uvedených základech se v 70. letech 20. století se začala vyvíjet evropská úprava (Francie následovaná dalšími – viz oddíl 1.2.2.) vlastní cestou, a na rozdíl od pozdější judikatury USA, cestou správnou (viz dále). Následující komentář právní úpravy USA již tedy nepatří do historického vývoje právní úpravy ČR. Je uveden jednak jako podklad pro srovnání a též pro zajímavost.

Krok zpět učinil Nejvyšší soud výslovným odmítnutím teorie rovného přístupu k informacím rozhodnutím ve věci *Chiarella v. United States* v roce 1980. SEC a následně okresní i odvolací soud shledaly Chirellu vinným z porušení povinnosti zveřejnit nebo se zdržet obchodování (pravidlo 10b-5b), když jako zaměstnanec tiskárny ze svěřených neveřejných dokumentů dovedl, které společnosti (v dokumentech anonymizované) budou cílem nabídky převzetí a nakoupením jejich akcií se obohatil o 30 000 USD. Chirellu následně osvobodil Nejvyšší soud se zdůvodněním, že povinnost dodržet pravidlo *zveřejni či zdrž se* nemůže být založena pouhou znalostí vnitřní informace, ale musí zde existovat též vztah důvěry mezi zasvěcencem a protistranou obchodu.¹⁸ Jelikož Chirella nebyl nikterak ve vztahu s emitentem (tj. zprostředkovaně s prodávajícími akcionáři), neměl povinnost předmětné informace zveřejnit.¹⁹

¹⁷ tamtéž, oddíl II. C

¹⁸ „V případě *Chiarella* jsme výslovně uvedli, že nemůže existovat povinnost zveřejnit tam, kde osoba obchodující na základě neveřejné informace není ve svěřeneckém vztahu ke společnosti nebo ke stranám transakce. Kdybychom netrvali na existenci svěřeneckého vztahu, odchýlili bychom se od uznávané doktríny, že odpovědnost vzniká ze specifického vztahu mezi dvěma stranami, a stanovili bychom jinou, obecnou povinnost pro všechny účastníky obchodů zdržet se obchodování na základě neveřejné kursotvorné informace.“

Novotný D., *Problematika insider trading v právu USA*, oddíl 4.1.7.2., web ePravo.cz, 2005

¹⁹ Wang W. K. S., Steinberg M. I., *Insider Trading*, Aspen law & Business, Inc., str. 283-286

Toto rozhodnutí vrací úpravu obchodování zasvěcených osob o několik desetiletí zpět, vzdaluje ji od podstaty věci, tj. zamezení využívání bezdůvodných výhod resp. podvodu. V této souvislosti se začíná hovořit o tzv. klasické teorii - mezi korporátním zasvěcencem (zjednodušeně řečeno osobou přímo napojenou na emitenta - pojem podrobněji vymezen v oddíle 2.6.) a protistranou obchodu existuje vztah důvěry manažera společnosti k současnému či budoucímu akcionáři společnosti.²⁰

Klasická teorie byla v následujících letech rozšířena tzv. teorií zpronevěry pokrývající využívání vnitřních informací jinými než korporátními zasvěcenci.²¹ Teorie zpronevěry prodělala, a vzhledem k jejím současným nedostatkům lze použít přítomný čas *prodělává*, svůj relativně nekonzistentní vývoj od získání informace protiprávním prostředkem (případ Dirks dále) až po vyžadování vztahu důvěry, jenž se uměle přenáší na osoby, jež dostaly tip od korporátního zasvěcence, a jež se dle rozhodnutí ve věci O'Hagan (viz dále) mají dopouštět podvodu na zdroji vnitřní informace.

Klasická ani navazující teorie zpronevěry se na zdůvodnění zákazu využívání vnitřních informací nehodí, neboť vztah důvěry mezi obchodujícím zasvěcencem a protistranou neexistuje, případně není relevantní (to nejen se sekundárním zasvěcencem ale ani s korporátním). Není rozhodné, zda pachatel, ať už manager nebo osoba úplně mimo společnost, má či nemá dotčené finanční nástroje v své dispozici. Mnoho jednání spočívající ve využití vnitřní informace pojmový znak deliktů při správě majetku - tj. svěření majetku nebo chceme-li užít kritérium americké judikatury - „vztah důvěry“, nenaplní. Například člověk na obchodní společnosti zcela nezávislý (politik po udělení velké státní zakázky nebo osoba, jež dostala tip) začne nabývat její

²⁰ tamtéž, str. 283 a 357

²¹ tamtéž, str. 282

akcie. Znak svěřením majetku může být naplněn, pokud akcie začne nabývat manager společnosti (resp. osoba spravující majetek společnosti). I v takovém případě však má využití vnitřní informace mnohem blíže k podvodu, než k „přisvojování“ si svěřeného majetku, neboť zatajením vnitřní informace ponechává majitele investičních nástrojů, k nimž se informace vztahuje, svým způsobem v omylu (srov. § 250/1 TZ - zamlčení podstatných skutečností). K obohacení dochází nikoli zneužitím moci nad svěřeným majetkem („zneužitím vztahu důvěry“), ale na základě právního úkonu dalšího subjektu, jenž je v omylu.²²

Domnívám se, že šlo o nedomyšlené a částečně možná i politické rozhodnutí (potřeba jednak zachovat kontinuitu teorie zpronevěry, přestože neodpovídá potřebám společnosti, a dále nahradit obtížně zdůvodnitelný požadavek rovného přístupu k informacím – viz. oddíl 1.1.2. a 1.1.3.).

Teorie zpronevěry byla potvrzena poněkud nešťastným rozhodnutím Nejvyššího soudu ve věci *Dirks v. SEC* (1983)²³ a rozšířena i na doporučení na základě vnitřní informace o obchodování sekundárních zasvěcenců, přičemž vztah mezi sekundárním zasvěcencem a protistranou obchodu byl odvozen z povinnosti osoby dávající tip. *Dirks* na základě tipu bývalého pracovníka jedné velké pojišťovací společnosti odhalil a oznámil SEC podvodné přeceňování majetku této společnosti. Sám s akciemi této společnosti neobchodoval, ale informaci sdělil svým klientům s doporučením likvidovat pozici (nebyl odsouzen, neboť nebyl dovozen vztah důvěry mezi ním a emitentem).²⁴ Nešťastnost rozhodnutí spočívá v tom, že Nejvyšší soud by

²² V případě připuštění vzniku škody při deliktu využívání vnitřních by šlo o speciální případ podvodu (v úpravě ČR dle § 250 TZ), v žádném případě o zpronevěru či porušování povinností při správě cizího majetku (v ČR dle § 248 resp. 255 TZ). Kvalifikace činu jako podvodu by tedy byla vyloučena z důvodů speciality činu dle § 128 odst. 1 TZ. Koranda, V., *Porušování povinností při správě soukromoprávních subjektů*, Eurolex Bohemia, Praha 2004, str. 51

²⁴ Wang W. K. S., Steinberg M. I., *Insider Trading*, Aspen law & Business, Inc., str. 284

potvrzením původního odsuzujícího rozhodnutí „americké komise pro cenné papíry“ (SEC) odsoudil Dirksovo svým způsobem záslužné chování.

Ústup teorie zpronevěry od podstaty věci přináší velké množství problémů a právně-argumentačních zvráceností způsobených snahou dovést určité povinnosti na nesprávném základě. S těmito problémy se SEC při tvorbě práva a americké soudy při jeho aplikaci neustále potýkají. Projevují se zejména při postihování obchodování sekundárních zasvěcenců (viz SEC v. Switzer, 1984, SEC. v. Willis, 1992²⁵ nebo United States v. Chestman, 1991²⁶). V USA lze tak v podstatě dávat tipy a na základě nich obchodovat při troše chytrosti bez omezení (viz případ Switzer popsáný v poznámce pod čarou s tím, že „náhodný“ divák, jenž vyslechne Váš rozhovor, bude váš kamarád).

Teorii zpronevěry mohl Nejvyšší soud relativně bez reputační újmy (vzhledem k její výše popsané závadnosti) opustit v případě United States v. O'Hagan (1997), kdy zároveň vydával sjednocující stanovisko v reakci na rozporné názory na teorii zpronevěry - např. States v. Bryan, 1995: „...teorie zpronevěry [neoprávněně] transformuje čl. 10(b) z ustanovení, které má zavazovat a chránit účastníky kapitálového trhu, kteří mají povinnosti stanovené zákony o cenných papírech, na ustanovení, které by zavazovalo a chránilo účastníky jakýchkoli vztahů založených na důvěře...“.²⁷ Z důvodu zachování precedentu (teorie

²⁵ V prvně jmenovaném případě nebyl dovozen vztah důvěry mezi ředitelem jedné společnosti, jenž na fotbalovém stadionu hovořil o likvidaci společnosti se svojí manželkou a náhodným divákem, jenž rozhovor zaslechl a následně obchodoval. V druhém případě byl dovozen přenesený vztah důvěry mezi psychiatrem ředitele a emitentem. Wang W. K. S., Steinberg M. I., Insider Trading, Aspen law & Business, Inc., str. 350, 378

²⁶ Wang W. K. S., Steinberg M. I., Insider Trading, Aspen law & Business, Inc., str. 375, komentář: Šlo o obchody na základě tipu jednoho z vlastníků emitenta - tj. klasický insider trading. Obviněný byl zproštěn viny, neboť soud konstatoval, že mezi členy rodiny, mezi nimiž postupně informace kolovala, nebyl vztah svěřenectví. Soudu s politováním nutno dát v této marginální věci za pravdu - vztah svěřenectví mezi nimi skutečně nebyl, až na to, že soudu utekla samotná pointa věci, tj. potřeba potrestat insider trading.

²⁷ Novotný D., Problematika insider trading v právu USA, oddíl 4.2.1., web ePravo.cz, 2005

zpronevěry) však Nejvyšší soud při rozhodování případu O'Hagan (O'Hagan jako právní poradce společnosti zamýšlející převzetí emitenta nakoupil akcie cílové společnosti s výsledným ziskem 4,3 mil. dolarů) vytvořil opět zvrácenou právní konstrukci. Využitím vnitřní informace sekundárním zasvěcencem dochází k porušení povinnosti založené na vztahu důvěry ke zdroji vnitřní informace.²⁸ Tato argumentace má odpůrce v řadách spolurozhodujících soudců,²⁹ domácích³⁰ a zahraničních³¹ právních expertů.

Teorie zpronevěry je zajímavou ukázkou toho, jak judikatura může právo nejen rozvíjet, ale též deformovat.

1.3.2. Evropská unie

Současné právní úpravy a vývoj relativně nejvýznamnějších zemí (Francie, Německo, Nizozemí, Španělsko, Velké Británie) popisuje studie „Comparative Implementation of EU Directives (I) – Insider Dealing and Market Abuse“.³² Ze jmenovaných zemí přijala jako první úpravu týkající se obchodování zasvěcených osob Francie v roce 1967. Dle nařízení č. 67-833 měly být hlášeny manažerské transakce (pozn. z pramene není jasné, zda a jak bylo obchodování na základě vnitřní informace omezeno či zakázáno). V roce 1970 bylo obchodování na základě vnitřní informace

²⁸ Simon K. A., The misappropriation theory: a valid application of section 10(B) to protect property rights in information, oddíl IV., web Questia.com, 1998, <http://www.questia.com/PM.qst?a=o&tse=gglsc&d=5001378310>

²⁹ Pro zajímavost poznamenávám, že z odkazovaného materiálu výše (oddíl IV.) lze vypozařovat, že tři soudci tohoto případu se ve svých odlišných stanoviscích snažili se zjevnými rozpory teorie zpronevěry vypořádat. Ani oni ji však nedokázali od základů zavrhnout a dostat se k podstatě věci.

³⁰ „Názor většiny soudců opomíjí fakt, že hrozba pro tržní integritu a důvěru investorů spočívá v obchodování na základě nezveřejněné informace a nikoli v podvodu na zdroji informace.“ viz citované dílo výše, oddíl VI.

³¹ Schacht M., Das Insiderhandelsverbot bei Öffentlichen Übernahmeangeboten, Nomos, Baden-Baden, 2002, str. 138: Autor zde poukazuje na komplikující dogmatickosti americké úpravy spočívající na „svěfenecké normě“ a nesoulad cílů pravidla 10b-5 (ochrana akcionářů a spravedlivého obchodování) s požadavkem na zvláštní vztah k protistraně.

³² Comparative Implementation of EU Directives (I) – Insider Dealing and Market Abuse, The British Institute of International and Comparative Law, Corporation of London, prosinec 2005, http://www.cityoflondon.gov.uk/NR/rdonlyres/3950D4A4-5792-412C-BA89-1B30827101C7/0/BC_RS_eudirectives_1205_FR.pdf

(zákonem č. 70-1208) zakázáno pro vedoucí osoby emitenta, jejich nejbližší příbuzné a osoby, jež se informací dozvěděly v souvislosti s výkonem povolání. Výše jmenovaní nesměli informací dále sdělit (dát tip). Osoby, jež se informací dozvěděly jinak (např. příjemci tipu), nebyly nijak omezeny.³³ V roce 1980 následovala Velká Británie zákazem obchodování na základě vnitřní informace osob spojených s emitentem, státních úředníků a osob, jež informací získaly od osob výše jmenovaných.³⁴ V Německu vydala „Komise burzovních expertů“ směrnice (Insiderhandelsrichtlinien) zakazující obchodování na základě vnitřní informace. Jednalo se o soukromoprávní předpis, vynutitelný pouze v rámci soukromého práva na základě smluvního závazku vedoucích osob emitenta, tedy s relativně nízkou účinností.³⁵ Ve Španělsku³⁶ a Nizozemí³⁷ se právní úprava objevila až v souvislosti s IDD (viz dále).

Insider Dealing Directive

Směrnice 89/592 o koordinaci předpisů o obchodování zasvěcených osob, někdy též citovaná pod názvem „Insider Dealing Directive“ (dále jen „IDD“) byla přijata 13.11.1989 s prováděcí lhůtou do 1.6.1992. Jednalo se o tzv. minimalizační směrnici (národní úpravy mohly být přísnější – čl. 6 IDD).

IDD definovala vnitřní informaci jako informaci přesné povahy vztahující se k *převoditelným cenným papírům* (pojem definován v čl. 1.2. směrnice) určitého emitenta, jež nebyla zveřejněna a pokud by zveřejněna byla, je pravděpodobné, že by měla významný dopad na cenu dotčeného cenného papíru (čl. 1 IDD). Každé osobě mající informaci na základě svého vztahu k emitentovi či povolání (primární zasvěcenec), jež ví, že jde o

³³ tamtéž, str. 43

³⁴ tamtéž str. 14

³⁵ tamtéž, str. 28

³⁶ tamtéž, str. 55

³⁷ tamtéž, str. 70

vnitřní informaci, zakazovala využít této informace k nabytí či zcizení předmětných cenných papírů ve svůj nebo cizí prospěch (čl. 2 IDD) a sdělit tuto informaci druhým či učinit doporučení (čl. 3). Zákaz transakcí (čl. 4 IDD) platil i pro osoby, jež se informaci dozvěděly od výše uvedených (primárních zasvěcenců), nikoli však již zákaz činit doporučení či předat informaci dále, takže tipy terciálním zasvěcencům a jejich obchody zůstaly nepokryty. Zajímavostí byla výjimka v čl. 2.3. – státy mohou stanovit, že výše uvedené se nevztahuje na nezprostředkované transakce mimo trh.

Za zkoumání zejména stojí, jak se národní úpravy vypořádaly s terciálními zasvěcenci a pojmem využití vnitřní informace jako znakem skutkové podstaty (obojí viz dále).

IDD se promítla do § 81 zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech s účinností od 1.1.1993. ČR tak vzhledem k mladosti právní regulace v oblasti navzdory mládí svého kapitálového trhu téměř nezaostala za nejvyspělejšími státy západní Evropy. Společně s Velkou Británií, Španělskem a Nizozemím³⁸ dokonce na rozdíl od SRN a Francie³⁹ a na rozdíl od pozdějších úprav všech jmenovaných států (včetně úpravy ČR v § 124 ZKPT), založených na v klíčových částech na doslovném znění směrnice č. 6/2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (dále též „MAD“), nevázala zákaz obchodování s dotčenými nástroji na využití vnitřní informace. Tím možná nechtíc předběhla svou dobu (v USA vyřešili až v roce 2000, v Evropě má zatím patrně pouze Švédsko a Španělsko - více v oddílu 3.1.) i sebe sama. Úprava ZKPT z roku 2004 je v tomto ohledu krokem zpět (viz oddíl 3.1.).

³⁸ Comparative Implementation of EU Directives (I) – Insider Dealing and Market Abuse, The British Institute of International and Comparative Law, Corporation of London, prosinec 2005, str. 16-17 a 59-60 a 72

³⁹ tamtéž, str. 32 a 45

Úprava § 81 ZCP společně s německou a francouzskou na rozdíl od úprav Velké Británie, Španělska, Nizozemí⁴⁰ nijak nepostihovala typy sekundárních a obchody terciálních zasvěcenců. Tento nedostatek by měl za tehdejších (a v podstatě i současných) pro dokazování tohoto jednání velmi obtížných podmínek relativně malé dopady. Do budoucna jde určitě o věc zásadního významu, jež nemohla být v současné úpravě (ani MAD) opomenuta.

Market Abuse Directive

Současné úpravy členských států EU vycházejí z následovníka IDD, ze směrnice 6/2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem, přijaté v lednu 2003 s implementační lhůtou k 12. 10. 2004 (čl. 18 a 22 směrnice). Cílem směrnice známé jako Market Abuse Directive (nebo též MAD) je nastavení jednotných standardů zákazu využití vnitřní informace a tržní manipulace za účelem ochrany a právní jistoty investorů a usnadnění mezinárodní spolupráce při potírání této činnosti (čl. 11, 12, 43 preambule). Směrnice danou problematiku upravuje komplexně (na obecné úrovni) od vymezení vnitřní informace, zasvěcené osoby, zákazu využití informace včetně zákazu poskytování doporučení a povinnosti mlčenlivosti, uveřejňování vnitřních informací, vedení seznamu zasvěcených osob, hlášení manažerských obchodů, oznamovacích povinností až po přístup k důkazním materiálům a mezinárodní spolupráci. Možná právě z důvodu komplexnosti směrnice národní úpravy členských států včetně úpravy ČR v mnoha případech více méně přebírají její znění (např. klíčové definice vnitřní informace – viz oddíl 2.1.-2.4., zasvěcené osoby – viz oddíl 2.6., vymezení zákazu obchodování – viz oddíl 3.1.1., srov. též⁴¹). To však vzhledem k její obecné povaze působí problémy (viz např. oddíl 2.6. či 3.1.1.).

⁴⁰ viz cit. dílo výše, str. 33, 47 a 16-17, 60, 72

⁴¹ „Co je udivující na implementaci MAD ve srovnání s implementací IDD, je způsob, jakým se státy posunuly k doslovnému resp. „kopírovacímu“ provádění ...“ viz cit. dílo výše, str. 11

Směrnici MAD provádějí směrnice Evropské Komise 2003/124, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem (dále jen směrnice „2003/124“), dále směrnice 2004/72, kterou se provádí směrnice 2003/6, co se týče uznávaných tržních postupů, definice důvěrných informací ve vztahu ke komoditním derivátům, sestavování seznamu zasvěcených osob, oznamování manažerských transakcí a oznamování podezřelých transakcí (dále jen „směrnice 2004/72“), směrnice 2004/109 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 (dále jen „směrnice 2004/109“).

Vzhledem k podobnosti textu směrnice resp. souvisejících komunitárních předpisů a české úpravy budou směrnice a související komunitární předpisy podrobněji samostatně zkoumány pouze v případě odchylek právní úpravy ČR či nejasností ve výkladu.

1.4. Současná právní úprava – přehled

Základ hmotně právní úpravy tvoří § 124 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (ZPKT), jehož znění se od své účinnosti od 1.5.2004 v zásadě⁴² nezměnilo, ve spojení se sankčními ustanoveními § 177-8 (dle návrhu novely § 165, 166).

Ustanovení § 124 doplňuje vyhláška č. 536/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém

⁴² zákonem č. 56/2006 účinným od 8.3.2006 byly do ZPKT výslovně zahrnuty i deriváty dotčených finančních nástrojů, avšak to bylo již dříve dovoditelné rozšiřujícím účelovým výkladem.

trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu.⁴³ V trestním právu § 128 odst. 1,3 a 4 TZ.

Využívání vnitřních informací v souvislosti s obchodováním komodit a komoditních derivátů upravuje též § 25 zákona 229/1992 Sb., o komoditních burzách. Úprava je však velmi povrchní a zastaralá. Mj. až do zahájení činnosti Energetické burzy Praha v červenci 2007 v ČR významnější komoditní burza neexistovala.⁴⁴

Jako výkladová pomůcka mohou kromě MAD sloužit její prováděcí směrnice (viz poslední odstavec oddílu 1.3.2.), případně metodiky vydávané Komisí evropských regulátorů cenných papírů (CESR). S problematikou spíše okrajově souvisí (viz oddíl 3.4.5.) též přímo aplikovatelný prováděcí právní předpis - nařízení Komise č. 2273/2003, jímž se provádí směrnice 2003/6, co se týče výjimek pro programy zpětného odkupu a stabilizace (dále jen „nařízení 2273/2003“).

Z regulatorního hlediska je významné ustanovení § 127 ZPKT (v návrhu novely 48 písm. j) a § 49 odst. 1 písm. b)), definující povinnosti organizátorů regulovaných trhů v této oblasti, § 27 ZPKT upravující spolupráci orgánů dohledu členských států EU při potírání této činnosti a speciální procesně právní oprávnění ČNB při vyšetřování této činnosti v § 8 odst. 1 písm. b), c) zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů.

⁴³ Vyhláška č. 355/2004 Sb., kterou se stanoví forma, lhůta a způsob uveřejňování kurzu investičního nástroje přijatého k obchodování na regulovaném trhu a způsob informování Komise pro cenné papíry o využívání vnitřních informací a o manipulaci s trhem. Vyhláška je již spíše takovým pohrobkem, jenž poněkud nesystematicky upravuje způsob informování ČNB o podezření ze zneužití trhu. Předpokládá se její zrušení.

⁴⁴ Existují cca 4 nevýznamné komoditní burzy, na nichž se obchoduje v relativně malých objemech a jen v některých pracovních dnech.

2. Vnitřní informace a zasvěcená osoba

Využití vnitřní informace lze stručně definovat jako získání prospěchu z obchodu vztahujícího se k investičnímu nástroji regulovaného trhu (některého z členských států EU resp. EFTA) uzavřeného na základě využití veřejnosti neznámé informace. Pro dobrou orientaci v problematice bude tedy nezbytné vyložit si pojmy *vnitřní informace* (v této kapitole) a *využití vnitřní informace* (v kapitole 3., částečně provázáno s výklady v kapitole 2. a 4.).

Definice vnitřní informace v § 124 odst. 1 zahrnuje tato kritéria: vztah k finančnímu nástroji, tj. investiční nástroj přijatý k obchodování na regulovaném trhu, absence veřejné známosti a způsobilost ovlivnit kurz.

2.1. Vztah k finančnímu nástroji

2.1.1. Finanční nástroj

Finanční nástroj je investiční nástroj přijatý k obchodování na *regulovaném trhu* (pojem vysvětlen v následujícím oddíle) státu Evropské unie či Evropského sdružení volného obchodu (EFTA). Investiční nástroje definuje zákon v § 3 a 3a podle přílohy I oddílu C směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích s finančními nástroji (MiFID) poměrně rozsáhle a komplexně (některé jmenuje přímo např. akcie, nebo dluhopisy, opce, pro některé stanoví pouze kritéria). Směrnice a zákon (viz § 124 odst. 1) též dopadají na investiční nástroje, jejichž hodnota se odvozuje od nástroje přijatého k obchodování na regulovaném trhu bez ohledu na to, zda-li jsou samy přijaty k obchodování.⁴⁵

Specifickými nástroji jsou komoditní deriváty (nerostné suroviny a zemědělské produkty) a exotické deriváty (investiční nástroje ve

⁴⁵ Podrobný výklad pojmu investiční nástroj by práci značně zatížil, aniž by byl jejím předmětem a jakákoli stručná definice by se natolik vzdalovala skutečnosti, že nemá smysl ji v odborné práci uvádět.

smyslu oddílu C.10. přílohy I. směrnice 2004/39/ES o trzích s finančními nástroji – např. deriváty na počasí, dopravní poplatky, inflaci, dovozní a vývozní omezení, nemoci hospodářských zvířat a plodin aj.). Tyto nástroje přijaté k obchodování na regulovaném trhu požívají stejné ochrany jako ostatní finanční nástroje (na reg. trhu). Hlavní specifikum spočívá v tom, že neexistuje emitent jejich podkladových aktiv. Dalším specifikem zvláště ve vztahu ke komoditním derivátům v ČR je relativně limitovaná možnost vzniku vnitřní informace vzhledem ke globální dostupnosti podkladového aktiva (např. neúroda pšenice v ČR těžko ovlivní její světovou cenu, či odstávka Temelína cenu elektřiny na evropském trhu). Přesto však využitelné informace týkající se komoditních nebo exotických derivátů, způsobilé vyvolat po svém zveřejnění změnu kurzu derivátu ve světě existují (např. rozhodnutí OPEC o produkci ropy, pro představu též informace v pozn. pod čarou a její dopady,⁴⁶ jež však nebude vnitřní informací z důvodu výjimky čl. 31 preambule MAD – výsledky výzkumu). Deriváty nejen komoditní, ale i finanční, se v ČR začaly ve velmi nízkých objemech (řádově statisíce korun denně) obchodovat teprve koncem roku 2006. Určitý průlom do objemu obchodů přineslo zahájení činnosti Energetické burzy Praha v červenci 2007 organizující obchody s deriváty na elektřinu (ta však k zastupitelnosti a velikosti světového trhu nepatří právě mezi podkladová aktiva, o nichž budou vznikat vnitřní informace). V úvahu přichází posílení ochrany před využitím vnitřní informace obchodem s komoditou samotnou (tj. ne s jejím derivátem). Úprava zákona § 25 č. 229/1992 Sb. o komoditních

⁴⁶ Včerajší prepad pomarančového koncentrátu spôsobil na New York Board of Trade infarktové stavy. Oproti predchádzajúcemu dni totiž cena septembrového kontraktu spadla o 9,45 centov (6,78 percent) a uzatvorila na hodnote 1,2985 USD za libru. Dôvodom boli špekulácie, že tohtoročná hurikánová sezóna bude slabšia ako sa očakávalo. Philip Klotzbach a William Gray z Colorado State University 3. augusta vydali predpoveď, v ktorej znižujú predpoklad tropických búrok. Počet hurikánov, ktoré by mohli zničiť úrodu na Floride, znížili z 5 na 4. Tohtoročné leto je veľmi atypické, pretože sme zatiaľ nezaznamenali žiadnu významnejšiu búрку. Ak by takéto priaznivé počasie naďalej pretrvávalo, analytici by museli zvýšiť odhad úrody pomarančov, čo by poslalo cenu strmo nadol. Tomčiak B., Pomarančový koncentrát je zabiják, Colosseum, a.s. 2007, http://www.akcie.com/clanek.php?ID_CLANEK=20154

burzách je natolik skromná a nevyhovující, že prakticky neexistuje. Připravuje se nový zákon. Avšak situaci nelze považovat za kritickou. Ekonomická pozice ČR v globální ekonomice je natolik nevýznamná, že v ČR by takové vnitřní informace vznikat neměly a využití informací vzniklých v zahraničí na trzích v ČR značně omezeno⁴⁷ nízkými objemy obchodů s těmito produkty.

2.1.2. Regulovaný trh

Základní, avšak velmi stručnou a v podstatě opisnou definici regulovaného trhu poskytuje § 55 ZPKT. Bližší, relativně komplexní informace o regulovaném trhu lze získat nepřímo z § 38, jenž stanoví požadavky na jeho organizátora – jeho právní formu, základní kapitál, vlastníky, pravidla obchodování, členství, přijímání instrumentů na trh, věcné, organizační (§ 48) a personální předpoklady a další podmínky. Od druhé směrnici MiFID povolené formy trhu investičních nástrojů – mnohostranného obchodního systému - se liší v tom, že na něm musí být dodržován zákaz zneužití trhu a minimální zákonná kritéria pro přijetí investičního nástroje k obchodování (§ 56, 57). Jedná se tak o prestižnější ze dvou povolených forem organizovaného trhu s investičními nástroji.⁴⁸

Zákaz využití vnitřní informace se váže na nástroj přijatý k obchodování na regulovaném trhu. Není rozhodné, kde probíhá samotná transakce – zda na regulovaném trhu nebo mimo něj. Na nástroj, jenž není přijat k obchodování na regulovaném trhu nebo není nástrojem od něj odvozeným, se pravidla týkající se zákazu využití vnitřní informace nevztahují. Tento závěr platí i pro trestný čin zneužívání informací v obchodním styku § 128 TZ. Lze

⁴⁷ s výjimkou elektrické energie - ta však, jak bylo řečeno výše nepatří právě mezi podkladová aktiva, o nichž by vznikaly vnitřní informace

⁴⁸ Před směrnicí bývala tato nejprestižnější kategorie trhů obecně označována jako trhy primární či oficiální oproti trhům sekundárním či volným.

jej dovést jednak na základě absence povinnosti publikovat vnitřní informaci ohledně nástroje, jenž nebyl obchodován na regulovaném (resp. veřejném) trhu, kdy taková povinnost by pro osobu disponující vnitřní informací mohla znamenat nepřiměřeně dlouhé omezení možnosti nakládat s daným investičním nástrojem. Dále lze vyjít z toho, že nezakazuje-li využití vnitřní informace v tomto ohledu správní právo, je nutné tento zákaz vyloučit i pro právo trestní (tj. § 128 odst. 1). Trestní právo má působit pouze jako krajní prostředek (*ultima ratio*), nelze-li zajistit účinnou ochranu skrze normy jiného právního odvětví. Z hlediska *de lege ferenda* si lze klást otázku, zda je spravedlivé, aby vnitřní informace ohledně investičních nástrojů, jež nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, byly využívány? Samozřejmě, že nikoli. Kotaci (přijetí k obchodování) na trhu je však nutno posuzovat komplexně. Na regulovaném trhu emitent nabízí investici osobám, jež očekávají určitý standard bezpečnosti a spravedlnosti. Při naplnění tohoto standardu emitent zpravidla získává řádově mnohem větší kapitál, a levněji, než by jej získal bez plnění takového standardu, tj. mimo regulovaný trh. Pro některé menší emity nemusí být získávání kapitálu od širší veřejnosti potřebné a plnění povinností emitenta nástroje přijatého k obchodování na regulovaném trhu (mj. jiné informačních povinností) by jim přinášelo více nákladů než užitku. Celkový ekonomický dopad pravidel ochrany před využitím vnitřní informace by následně mohl být negativní.

2.2. Absence veřejné známosti, výsledky výzkumu

2.2.1. Absence veřejné známosti resp. dostupnosti

Základní význam tohoto kritéria nevyžaduje bližšího popisu, neboť vyplývá z povahy věci – znalost veřejně známé informace neposkytuje vůči ostatním žádnou výhodu. S veřejnou známostí se tedy informace dostává z režimu vnitřní informace. Atribut veřejné známosti informace získá tak, že je běžně dostupná všem,

kdo o ní projeví zájem, tj. uveřejněná pomocí „masově dostupného“ sdělovacího prostředku. Tím se rozumí i web emitenta - § 3 odst. 1 písm. a) vyhl. proti zneužívání trhu. Ustanovení je konzistentní se smyslem čl. 6.1. MAD požadující neomezený (tzn. též bezplatný) přístup k webové stránce emitenta, na které je vnitřní informace uveřejněna. Placené finanční zpravodajství obchodníků s cennými papíry a informačních agentur nebo uveřejnění v jiném než celostátně dostupném sdělovacím prostředku (např. obecních novinách) tuto podmínku nesplňuje (viz též výslovný požadavek na bezplatné uveřejnění čl. 21.1. směrnice 2004/109). Uveřejnění vnitřní informace takovým způsobem by mj. založilo odpovědnost zpravujícího subjektu za porušení povinnosti zachovávat mlčenlivost o vnitřní informaci ve smyslu § 124 odst. 4 písm. c) (viz oddíl 3.2.).

V současné době si nelze představit, že by existovala specifická (mající potenciál ovlivnit kurz) všeobecně veřejně známá informace, jež by nebyla zveřejněna, takže jazyková konstrukce „není veřejně známá“ namísto „nebyla zveřejněna“ působí spíše jako pojistka na takový teoretický případ než jako reálně aplikovatelná norma.

Podnět k zamyšlení v tomto bodu vyvolává nesoulad znění české právní úpravy s realitou. De iure status neveřejně známé informace zaniká dle úpravy ČR zveřejněním, de facto až po určité době, kdy jsou i ti nejpozornější investoři (např. tzv. tvůrci trhu či obchodníci s cennými papíry) schopni tuto informaci vstřebat a zareagovat. Investování do finančních nástrojů je běžné i mezi těmi, jež se touto činností neživí, tj. drobnými klienty, jejichž absorpční doba bude delší. To však zde nemá význam, neboť cenu na trhu určují profesionálové, a ti zveřejněnou informaci promítnou do ceny nástroje v relativně krátkém čase. Bylo by tedy vhodné zakázat obchodování zasvěceným osobám též

po tento relativně krátký časový úsek. Za dostatečnou dobu vzhledem k výše uvedenému považuji dvě obchodní hodiny. Na American Stock Exchange tato lhůta činí 24 hodin, na NYSE stačí projítí burzovním panelem (Dow-Jones News Service Board Tape)^{49, 50}.

2.2.2. Odhady a výsledky výzkumu

S kritériem absence veřejné známosti souvisí čl. 31 preambule MAD, jenž výslovně vylučuje výsledky výzkumu či odhad získaný na základě veřejně dostupných údajů z režimu vnitřní informace. Samozřejmě se zde myslí výzkum nezávislý, probíhající bez součinnosti emitenta. Negativní definice čl. 31 preambule MAD neznamená výjimku ze zákazu využití vnitřní informace (viz oddíl 3.4.), ale již ze samotné množiny vnitřních informací, přestože taková informace jinak může splňovat všechny obecné znaky vnitřní informace.

Někdy nemusí být jasná hranice mezi veřejně dostupným údajem, a takovým, jenž veřejně dostupný není. ČNB v této souvislosti obdržela dotaz, zda jde o vnitřní informaci, pokud budou na určitých místech umístěny přístroje schopné změřit celkovou produkci elektřiny emitenta vyrábějícího elektrickou energii. Nakolik lze výstupy z takových měřicích přístrojů považovat za údaje veřejně dostupné? Výstupy z měřicích přístrojů jsou dostupné pouze jejich vlastníkov, oproti tomu nikdo není omezen v instalaci takových přístrojů a získání stejných výstupů. Jaký je pak rozdíl ve výstupech analytika, jež též nejsou veřejně dostupné, ale nikdo není omezen v osvojení si analytických znalostí a vytvoření obdobných výstupů. Hranice by tedy měla spočívat nikoli v praktické rovině, tj. nákladnosti výzkumu, ale pouze v teoretické, kdy rozhodující bude možnost kohokoli se

⁴⁹ Kotásek J., Pokorná J., Raban P., Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů, C.H.Beck 2005, str. 181

⁵⁰ Několik rozhodnutí v USA, Wang W. K. S., Steinberg M. I., Insider Trading, Aspen law & Business, Inc., str. 155

výsledné informace dopátrat za stejných podmínek. Pokud by tedy měřicí přístroje byly zapojeny a pracovaly bez součinnosti emitenta, lze jejich výstupy pro účely definice vnitřní informace jako podklady pro výzkum považovat za veřejně dostupné. To znamená, že informace získaná na jejich základě by nebyla informací vnitřní.

V souvislosti s investičním výzkumem, zejména investičními doporučeními se někdy mylně považuje za vnitřní informaci informace o okamžiku zveřejnění investičního doporučení (viz dále). Vliv zveřejnění některých investičních doporučení lze ověřit prostým pozorováním. Obecná kritéria, které investiční doporučení je způsobilé ovlivnit kurz, z pouhého pozorování dovodit nelze. I doporučení, jež se výrazně odlišují od konkurenčních, někdy způsobí pohyb kurzu, jindy nikoli. Tato domněnka však nemá opodstatnění a vyplývá pouze z nekomplexního výkladu. Objevila se v souvislosti s otázkou, zda-li je možné výsledky výzkumu použít nejprve pro sebe a své klienty a teprve následně zveřejnit. Z dotazu zaslaného zástupcům CESR vyplynulo, že asi polovina by věc řešila jako využití vnitřní informace. Zde však využití vnitřní informace zakázáno být nemůže, neboť by tím bylo porušeno právo využít výsledky výzkumu dle čl. 31 preambule MAD. Lze předpokládat, že vypracovaná analýza bude co nejdříve zveřejněna, neboť v takovém případě ji trh nejvíce ocení (nikdo nebude stát o analýzu půl roku starou). A je též logické (a správné⁵¹), že výsledky výzkumu využije analytik resp. obchodník s cennými papíry nejprve pro sebe, následně pro své klienty a nakonec z marketingových důvodů pro veřejnost. Obdrží-li klient výsledky

⁵¹ Případný zákaz kombinace využití analýzy ve svůj prospěch v kombinaci se zveřejněním by značně snížil transparentci. Obchodník by pravděpodobně zveřejňoval pouze analýzy se slabým potenciálem, a ty dobré by si musel nechat navždy pro sebe. Povinnost zveřejnit střet zájmů (obchodník je ve střetu, pokud nakoupí a následně doporučí) není dotčena. Pro směrnici MiFID nově definovanou zvláštní službu investment research platí na rozdíl od poskytování běžného investičního doporučení přísnější pravidla takový postup zakazující.

nové analýzy, bude mu jasné, že zveřejnění nového investičního doporučení na sebe nenechá dlouho čekat. Je však nutno si uvědomit, že klient nebude obchodovat na základě informace o zveřejnění investičního doporučení, ale na základě samotného investičního doporučení. Je-li okamžik zveřejnění doporučení klientovi znám, tedy není podstatné.

2.3. Způsobilost ovlivnit kurz

Z jazykového výkladu pojmu způsobilost („mohla ovlivnit kurz“ - § 124) a pojmu „vliv na investiční rozhodnutí“ (§ 2 odst. 2 vyhlášky proti zneužívání trhu) je zřejmé, že má existovat pouze potenciál změny kurzu, nikoli, že by musela nastat změna samotná. Toto vymezení dopadá na situace, kdy by se po zveřejnění informace kurz za normálních okolností změnil, avšak v důsledku vývoje na trhu, např. jiné opačně působící události, zůstal nezměněn či se dokonce vydal opačným směrem. Obchodování zasvěcených osob tak nelze považovat za tzv. ohrožovací delikt, neboť ke společensky škodlivému následku zde došlo, pouze vzhledem k jiné události zůstal svým způsobem skryt.

Co se týče následného skutečného vývoje kurzu jako kritéria určení způsobilosti ovlivnit kurz (materiality), přichází tereticky v úvahu, pokud by se podařilo odfiltrovat vliv dalších skutečností na cenu nástroje, v praxi tedy spíše jako pomocné kritérium.⁵² Vzhledem k nemožnosti posouzení alternativního vývoje kurzu za stejných podmínek lze to samé říci o dalších pomocných kritériích - zda emitent informaci označil sám za vnitřní či důvěrnou či informace podobného typu v minulosti byly využity nebo ovlivnily kurz.⁵³ Vazbu na následný skutečný vývoj lze však využít jako jedno z kritérií pro selekci potenciálních deliktů při odhalování

⁵² Orgán dohledu USA ve své metodice jako jedno z kritérií pro určení materiality stanoví 10% procentní pohyb kurzu. U.S. Securities and Exchange Commission, Insider Trading Investigations, září 2000, str. 6

⁵³ - pomocná kritéria CESR - CESR/06-562b, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market, červen 2007, str. 7

případů využití vnitřní informace. Neobvyklost změny nutno posuzovat v kontextu aktuálně působících faktorů a volatility daného finančního nástroje. Posunout kurz ještě před zveřejněním vnitřní informace může i samotné využívání informace. U nejlikvidnějších akcií v ČR by taková hranice mohla být např. 2,5% v den zveřejnění (případně by bylo možné zvážit započtení změny následujících 2 dnů - část investorů neobdrží či nevyhodnotí informaci v první den zveřejnění).

Kritérium způsobilosti ovlivnit kurz samo o sobě vymezuje vlastní kvalitu informace. Problematika je však natolik abstraktní, že toto obecné kritérium se v případě konkrétního deliktu patrnějevilo jako nedostatečný základ pro objektivní určení „vnitřnosti“ informace. Zřejmě z tohoto důvodu se normotvůrce na evropské i státní úrovni snažil definici vnitřní informace upřesnit - čl. 1 odst. 2 prováděcí směrnice 2003/124/ES („kterou by rozumný investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí“) a v § 2 odst. 2 vyhlášky (by ji rozumný investor vzal v úvahu při investičním rozhodování). Relativně vágní, při bližším rozboru však zcela dostatečné kritérium „způsobilosti ovlivnit kurz“ (viz dále), tak zákonodárce vykládá jako kritérium vlivu na investiční rozhodování rozumného investora. Tento legální výklad je trochu nesystémový, a v důsledku toho zmatečný, neboť neříká nic víc, než k čemu lze dospět logickým výkladem (pokud informace neovlivní rozhodování běžného investora, není způsobilá ovlivnit kurz, byť by třeba ovlivnila rozhodování člověka, který neinvestuje - ten by ale nemohl ovlivnit kurz). Jde tedy tak trochu o definici v kruhu a výklad práva, jenž by měl být přenechán soudům a právním expertům. Nicméně lze ji částečně zdůvodnit abstraktností deliktu, tj. jejím výchovným efektem.⁵⁴ Definici tedy nelze vyčíst

⁵⁴ Jako analogický příklad by se na první pohled mohla jevit péče řádného hospodáře v obchodním zákoníku (např. § 79a, 183j). Zde však je objektivizace pojmu péče nezbytná, neboť stupeň péče o vlastní majetek se může u jednotlivých lidí lišit (někdo např. vyčistí stáje x-krát za rok a někdo y-krát). Avšak

nějakou zásadní nepřesnost. Dané kritérium by bylo možné kosmeticky vylepšit výslovnou specifikací míry vlivu na rozhodování investora (nikoli zanedbatelný vliv). Do úvahy lze vzít i skutečnost, že továrna vyrobila o jednu krabičku sirek více než se původně plánovalo. Nicméně, z kontextu nebude problém dovodit nutnost alespoň minimálního vlivu na rozhodování rozumného investora. Jak by mohla vypadat kvalitní definice materiality v judikatuře, ukázal Nejvyšší soud USA ve věci TSC Industrie, Inc. V. Northway: „Musí existovat velká pravděpodobnost, že zveřejnění opomenutého faktu by bylo rozumným investorem vnímáno jako významná změna souboru dostupných informací.“⁵⁵ Vyšší přesnost oproti výše uvedeným definicím směrnice a vyhlášky spočívá v konkrétnějším vymezení („významná změna souboru dostupných informací“ proti „v úvahu vzetí“).

Při řešení konkrétních případů bude zpravidla snadné informace dle současného kritéria rozřadit - buď přináší nějaké nové pro investora zajímavé skutečnosti či nikoli. Vezměme si i na první pohled ne zcela jednoznačnou situaci, kdy člen představenstva společnosti prodá její akcie krátce před zveřejněním negativních hospodářských výsledků, jež byly přesně v souladu s očekáváním účastníků trhu (předpověďmi analytiků). Jistota bude vždy pevnějším základem pro rozhodnutí než pouhý odhad. Objektivně tedy nebude problém informaci vyhodnotit jako vnitřní. S objektivním vymezením informace jako „vnitřní“ (součást objektu skutkové podstaty deliktu) nelze zaměňovat prokazování subjektivní stránky deliktu, tj. způsobilost konkrétního člověku si uvědomit, že informace by mohla být vnitřní. Tuto způsobilost je nutné zkoumat zvlášť a na základě jiných kritérií (viz oddíl 3.3.).

nerozumný investor, tj. takový, který si není schopen udělat závěr o dopadu informace na cenu instrumentu, zpravidla zásadní vliv na kurz mít nebude.

⁵⁵ 426 U.S. 438 (1976) - Wang W. K. S., Steinberg M. I., Insider Trading, Aspen law & Business, Inc., str. 130

2.4. Přesnost a pravdivost informace, vztah k tržní manipulaci

Směrnice i zákon operuje též s atributem přesnosti. Informace může být velmi vágní a přesto přesná ve smyslu definice vnitřní informace (např. společnost X je na tom velmi špatně, je-li informace soukromě sdělena v situaci, kdy se emitent veřejně stále prezentuje jako bezproblémový). Atribut přesnosti může tedy v tomto duchu působit zavádějícím dojmem, přičemž jako zužující kritérium je navíc nadbytečný, neboť nepodstatné informace bez problémů odfiltruje kritérium způsobilosti ovlivnit kurz (viz oddíl 2.3.). Informace naopak musí být vždy pravdivá. V případě trestního práva (§ 128 TZ) může být i nepravdivá, existuje-li přesvědčení osoby ji využívající o její pravdivosti resp. možné pravdivosti (pokus, v tomto případě navíc nezpůsobilý, zakládá odpovědnost pouze v trestním a nikoli správním právu). Pokud osoba obchoduje na základě nepravdivé zprávy způsobilé ovlivnit kurz s vědomím o její nepravdivosti, jedná se o tržní manipulaci. Definiční znak přesnosti vnitřní informace dle čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 a § 2 odst. 1 vyhlášky proti zneužívání trhu by tak bylo vhodné odstranit (pro účely správního práva případně nahradit atributem pravdivosti).

Některé případy manipulace trhem ve smyslu § 126 by též mohly naplňovat znaky deliktu využití vnitřní informace dle § 124 odst. 4 písm. a) - pravdivé informace o tržní manipulaci,⁵⁶ kdy taková vnitřní informace nevzniká nezávisle, ale je vytvořena protiprávním manipulativním jednáním (např. při umělém navýšení kurzu a následném prodeji využívá manipulátor vnitřní informace spočívající ve znalosti reálného tržního kurzu). To by však znamenalo pouze dílčí postih společensky nebezpečného jednání (využití informace) a též vzdálení se od podstaty problému, kterým je v takovém případě sama manipulace. Větší společenskou

⁵⁶ Obdobný závěr učinil jeden z nizozemských soudů při zamítnutí obžaloby osoby z využívání vnitřních informací, jež šířila na internetovém chatu negativní falešné zprávy o emitentovi a následně nabyla jeho akcie. Zápis z jednání CESRPol v Londýně, 22.-23. března 2007

nebezpečnost manipulace správně reflektují sankční ustanovení (pokuta za využití vnitřní informace až 10 mil., za manipulaci až 20 mil.). Manipulace však též může nastat, aniž by byla vnitřní informace využita, např. z nedbalosti či při manipulativní úpravě kurzu podkladového aktiva za účelem dosažení knock out ceny určitého derivátu či vyššího ocenění majetku fondů kolektivního investování. Též pokud na manipulaci na základě doporučení bude „parazitovat“ osoba, jež se na ní primárně nepodílí (např. „Vytáhneme to z 500 na 1000, následně začneme prodávat. Zaříd' se podle toho.“), svým jednáním se rovněž dopouští manipulace (svými obchody podporuje vytváření klamně představy).

2.5. Příklady vnitřních informací

Rozdělení na informace s přímým a nepřímým vztahem k emitentovi v materiálu CESR⁵⁷, jenž posloužil jako inspirace pro příkladný výčet vnitřních informací není v mnoha případech správné. Sleduje totiž logiku vzniku vnitřní informace v ne/závislosti na emitentovi a nikoli kritérium přímosti a nepřímosti. Např. investiční doporučení a rozhodnutí Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže se emitenta týká přímo. Vymezení tedy spíše rozlišuje vnitřní informace pro účely povinnosti uveřejnění vnitřní informace (viz oddíl 4.1.), kdy tato povinnost vzniká v souvislosti s informací s pouze „přímou vazbou“ (ve smyslu odkazovaného materiálu) na finanční nástroj či emitenta. Správnější rozlišení by tedy bylo na vnitřní informace vznikající ve sféře jednání emitenta a mimo ní.

a) vnitřní informace vznikající ve sféře jednání emitenta

- provozní (hospodářské) výsledky, změny v jejich odhadech, dividendy, dividendová politika a její změny, objednávky klientů a jejich změny

⁵⁷ CESR/06-562b, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market, červen 2007, str. 7-9. V zásadě jde o citaci materiálu s odstraněním duplicit a občasným komentářem.

- změny v ovládajících osobách, v řídicích a dozorových orgánech, v osobě auditora či jiné informace týkající se činnosti auditora
- operace týkající se kapitálu (např. zpětný odkup), vydání dluhových cenných papírů či warrantů umožňujících koupi či úpis cenných papírů
- rozhodnutí o zvýšení či snížení základního kapitálu, zrušení emitenta, potvrzení důvodu zrušení emitenta
- fúze, rozdělení, obdržení nabídky na fúzi (zvedne tržní cenu cílové společnosti), změny v hlasovacích právech emitenta (spíše výjimečně – může naznačit směr budoucího vývoje), nabytí či pozbytí majetkových podílů nebo jiného většího majetku
- restrukturalizace a reorganizace, návrh na zahájení insolvenčního řízení, insolvence dlužníků, právní spory, vznik odpovědnosti za škody, odvolání či zrušení úvěru bankou
- nové licence, patenty, produkty, procesy, stažení se nebo vstup do nových obchodních segmentů, změny v investiční politice
- rozhodnutí ve správním řízení, jehož je emitent účastníkem

b) vnitřní informace vznikající mimo sféru jednání emitenta

- obecné statistické údaje, hodnocení a zprávy ratingových agentur, investiční výzkumy a doporučení⁵⁸, rozhodnutí centrální banky o výši úrokových sazeb, rozhodnutí týkající se daňové a průmyslové politiky či správy veřejného dluhu, rozhodnutí organizátorů regulovaných trhů (např. vyloučení emise), rozhodnutí orgánů chránících hospodářskou soutěž týkající se kotovaných společností (zde měl CESR patrně na mysli spíše rozhodnutí, ve kterých emitent není účastníkem řízení, jinak by spadala do první kategorie), změna podmínek obchodování

Jedním z častějších případů vnitřních informací jsou informace o velkých nákupních či prodejních pokynech u obchodníků

⁵⁸ Mohou naplnit definici vnitřní informace, Negativní definice čl. 31 preambule MAD je však z pojmu vnitřní informace výslovně vylučuje (viz oddíl 2.2.2.).

s cennými papíry. Využití takové informace má samostatné, příléhavé pojmenování front running („běh napřed“, v českém jazyce chybí adekvátní výraz). Kdy lze informaci o objednavce považovat za informaci vnitřní ve smyslu § 124, lze však určit pouze v závislosti na konkrétním případě. CESR pro posuzování neprovedených objednávek klientů jako vnitřních informací vydal metodiku,⁵⁹ ve které jako hlavní kritérium uvádí poměr velikosti objednávky k obvykle obchodovanému množství a jako další kritéria likviditu v době provádění, přípustné cenové pásmo, limitní cenu aj. Tato metodika však bude mít spíše okrajové využití v případech, kdy obchodník s cennými papíry informace postoupí jinému a ten je následně využije pro dispozici s dotčeným investičním instrumentem. V případě front runningu půjde totiž vždy, bez ohledu na kvalifikaci informace jako informace vnitřní o střet zájmů ve smyslu § 15 odst. písm. f) ZPKT. Na tomto základě jsou též v ČNB případy front runningu šetřeny a postihovány.⁶⁰ Domnívám se, že tato praxe je správná. Nikoli z důvodu, že se střet zájmů při stejných trestních sazbách obou deliktů (10 milionů korun) vzhledem k neurčitým kritériím objednávky jako vnitřní informace snadněji prokazuje, ale proto, že střet zájmů je zde tím hlavním prvotním deliktem (tedy tím, kterého si obchodník musí být bezpochyby okamžitě vědom) a který je obchodníkem s cennými papíry v případě front runningu páchan vždy, zatímco využití vnitřní informace pouze za splnění dodatečných, navíc velmi vágně určených, podmínek. Připravovaná novela ZPKT by měla pro tento druh střetu zájmů zavést samostatnou skutkovou podstatu (navrhovaný § 15p). V souvislosti s front runningem obsahuje zákon v § 124 odst. 2 větu: „Za vnitřní informaci se považuje i informace podle odstavce 1 sdělená zákazníkem při předávání pokynu k investiční službě.“ Toto ustanovení má pouze výchovný význam. Upozorňuje

⁵⁹ CESR/06-562b, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market, červen 2007, str. 13 a násl.

⁶⁰ dle mých zkušeností dva případy, jeden z nich popsán v oddílu 6.5.3.

na skutečnost, že velká objednávka může být též sama o sobě vnitřní informací. Ustanovení je lehce zavádějící, neboť z textu zákona není jasné, zda-li se vztahuje k možné způsobilosti velké objednávky ovlivnit kurz či jakékoli vnitřní informace sdělené zákazníkem obchodníkovi s cennými papíry. Jednoznačnou odpověď získáme až srovnáním s čl. 1.1 odst. 3 MAD, kde se hovoří o neprovedených pokynech. Tento odstavec považují z důvodu nadbytečnosti (není důvod mít v zákoně ani ve směrnici zvláštní kategorii vnitřních informací o velkých objednávkách) a nejednoznačnosti (viz výše) odstranit.

2.6. Zасvěcená osoba

Právní úprava ČR rozlišuje právní režim pro osoby disponujícími informací na základě svého postavení vůči emitentovi (dle § 124 odst. 3 „v souvislosti s výkonem svého zaměstnání, povolání nebo funkce, v souvislosti se svým podílem na základním kapitálu emitenta nebo podílem na hlasovacích právech, v souvislosti s plněním svých povinností nebo v souvislosti s trestným činem), a ty, jež ji získali jinak.

Zákon (stejně jako směrnice MAD) tedy pracuje se dvěma skupinami zasvěcených osob. Jednu tvoří osoby, jež informaci získaly v souvislosti s výkonem určité činnosti ve vztahu k emitentovi. Zpravidla vedoucí osoby emitenta (pojem definován v oddíle 4.3.), členové dozorčího orgánu, osoby, jimž byla informace sdělena v souvislosti s výkonem jejich činnosti pro emitenta (např. zaměstnanci, auditor, advokát, konzultant), osoby, jež ji získaly v souvislosti se zastáváním veřejných funkcí, např. politici. či trestným činem. Druhou skupinu tvoří osoby, jež získaly vnitřní informaci jinak – prostřednictvím osoby z první skupiny či náhodně. Za zasvěcenou osobu mj. nutno považovat i samotného emitenta. Zákaz dispozice při znalosti vnitřní informace se na něj vztahuje i v případě zpětného odkupu ve

smyslu nařízení Komise č. 2273/2003 – výslovně uvedeno v čl. 6.1 písm. c).

Směrnice MAD (čl. 4) a zákon (§124 odst. 3) požaduje resp. v zásadě stanoví jednotný právní režim pro obě skupiny zasvěcených osob s jednou výjimkou. Osoba z prvně jmenované skupiny se považuje za zasvěcenou vždy, osoba z druhé, pouze pokud věděla resp. mohla (měla) vědět, že jde o vnitřní informaci. To znamená, že v případě osoby první skupiny by nebylo právně relevantní subjektivní hodnocení vnitřní informace touto osobou. Dle vyjádření v poznámce odkazovaného autora německá úprava trestá mírněji tip a porušení mlčenlivosti sekundárně zasvěcené osoby.⁶¹ Pro toto tvrzení jsem však v nyní účinném příslušném zákoně („o obchodování s cennými papíry“)⁶² nenalezl podporu. Míra uvědomění, jak je blíže popsáno v oddílu 2.3., se může skutečně lišit v případě deliktu porušení povinnosti mlčenlivosti dle § 124 odst. 4 písm. c). Rozdíly v uvědomění pachatelů však nelze zohledňovat paušálně na zákonné úrovni, nýbrž pouze v rámci soudního či správního uvážení. Rozlišení na zákonné úrovni by znamenalo nespravedlivě přísnější postih primárně zasvěcené osoby za porušení stejné povinnosti mlčenlivosti, při stejném stupni uvědomění a právním postavení (obě mají v tomto ohledu stejné veřejnoprávní povinnosti) jako např. sekundárně zasvěceně osoby znalé základních poměrů na kapitálovém trhu. Co se týče způsobilosti uvědomit si „vnitřnost“ informace, může být v některých případech u sekundárně zasvěcené osoby (např. odborníka na kapitálový trh) dokonce vyšší než například u manažera emitenta či vědce léta „zavřeného“ v laboratoři emitenta. Rozlišování skupin zasvěcených osob včetně textu § 123 odst. 4 „a ví, nebo může vědět, že jde o vnitřní informaci“ je tedy

⁶¹ Figiel S., Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, V&R unipress, Deisenhofen 2005, str. 129

⁶² Gesetz über den Wertpapierhandel, verze s účinností k 1.11.2007 a verze s účinností k 1.1.2008, www.bafin.de

nadbytečné a zavádějící. To samé platí pro směrnici MAD (čl. 2.1 a čl. 4), byť má být pouhým vodítkem a nikoli šablonou při tvorbě práva. Z toho dále plyne, že se lze obejít bez definování zasvěcených osob jejich výčtem a zasvěcenou osobu zcela přesně jednoduše definovat jako **osobu disponující vnitřní informací**.

Rozlišení skupin zasvěcených osob je pozůstatkem z právní úpravy USA (předchůdce evropské úpravy), kde jsou zasvěcenci, včetně tzv. sekundárních zasvěcenců neboli tippies, odvozováni na základě zvláštního vztahu s emitentem, v současné době vztahu důvěry (teorie zpronevěry).⁶³ Poeticky řečeno jde o pomyslné „slepé střevo“, jež evropská právní úprava fungující na jiných základech nevyužívá.

Vymezení jiné zvláštní kategorie zasvěcených osob má smysl pouze ve zvláštních případech - pro účely vedení seznamu osob s přístupem k vnitřní informaci (viz oddíl 4.2.) a hlášení manažerských obchodů (viz oddíl 4.3.).

Osoba často přicházející do styku s vnitřní informací, tj. zejména osoba pracující pro emitenta nebo s majetkovou účastí na emitentovi (v anglickém jazyce se můžeme setkat pojmem *corporate insider*⁶⁴) se snadno může stát obětí vlastní neopatrnosti či neznalosti práva ochrany vnitřních informací či jeho výkladu. Toto riziko lze snížit dodržováním vhodných zásad pro investování, např. dle stručného a praktického desatera insidera vytvořeného finským dohledovým orgánem (dlouhodobé investování, pevný plán předem předaný obchodníkovi s cennými papíry, bezpečný čas dispozice aj.).⁶⁵

⁶³ Srov. výklad k insiderům - Wang W. K. S., Steinberg M. I., *Insider Trading*, Aspen law & Business, Inc., str. 278 a násl.

⁶⁴ např. výklad k pojmu *insider trading* na www.wikipedia.org

⁶⁵ FIN-FSA, 10 Trading guidelines for insiders, June 2007, http://www.fin-fsa.fi/Eng/FIN-FSA_News/Press_releases/02_2007.htm

3. Omezení zasvěcené osoby při nakládání s vnitřní informací

3.1. Využití vnitřní informace

3.1.1. Využití vnitřní informace vs. zákaz obchodování

Zákaz využití vnitřní informace má zamezit nabytí či zcizení investičního instrumentu na základě vnitřní informace (§ 124 odst. 4 písm. a), přičemž není rozhodující, zda-li na svůj účet či účet třetí osoby. Nicméně, ustanovení § 124 odst. 4 písm. a) hovoří o zákazu *využití* informace nikoli o zákazu obchodování. Představme si situaci, kdy podezřelý nakoupí investiční nástroj po získání vnitřní informace, avšak bude tvrdit, že nástroj měl v úmyslu nakoupit již před obdržením informace. Odůvodní to třeba snem o zvýšení kurzu dané emise se nebo tím, že již dříve zanalyzoval či nechal zanalyzovat situaci podniku se závěrem, že nástroj je vhodný pro koupi, a tuto analýzu případně i doloží. Dalo by se tedy usuzovat, že pokud byl již pevně přesvědčen o svém investičním rozhodnutí před získáním vnitřní informace bez ohledu na obsah získané informace (srov. s případem v oddíle 3.4.2. odstavec 2a), informaci nevyužil...

Tuto argumentaci se mi nedařilo zpochybnit. Požádal jsem o neformální vyjádření zástupců orgánu dohledu zemí Evropské unie ve skupině Surveillance and Intelligence při CESR POL⁶⁶. Na dotaz odpověděli kolegové ze sedmi zemí (Německo, Nizozemí, Slovensko, Španělsko, Švédsko, Rakousko a Velká Británie). Švédský a Španělský kolega uvedli, že jejich úprava nepřebírá pojem MAD využití informace jako základ pro zákaz, ale je založena na přímém zákazu obchodování.

Ostatní potvrdili, že mají v tomto ohledu obdobou úpravu jako ČR (znění MAD), s tím, že dané jednání by bylo postiženo jako

⁶⁶ Jedná se o konzultační skupinu expertů jednotlivých států EU na ochranu před porušováním pravidel trhu, zejména pak zneužíváním trhu.

využití vnitřní informace, aniž by se až na jednoho (viz dále) vyjádřili k výše popsané obraně podezřelého. Jeden z respondentů postavil argumentaci na tom, že každý investor vyhodnocuje dostupné informace v určitém čase. Konečné rozhodnutí je učiněno pouze po posouzení všech dostupných informací a není proto možné z tohoto základu pro rozhodnutí jakoukoli dostupnou informaci vyloučit resp. nevyužít ji (srov. úvahy amerických soudů a regulátora citované dále).

Tento výklad, ač na první pohled působící logicky a korektně, by však nemusel obstát. Představme si extrémní, avšak reálný případ, kdy by zasvěcená osoba učinila obchod bez ohledu na vnitřní informaci, např. potřebuje nečekaně a neodkladně peníze na operaci člena rodiny po havárii, nebo absurdní případ, kdy by se zasvěcená osoba na základě vnitřní informace pokusila ochudit (tj. nákup při negativní informaci a naopak). Vyjdeme-li z jazykového významu slova využít – tzn. použití něčeho za účelem docílení lepšího výsledku či stejného výsledku s menší námahou, je zjevné, že pojem nelze vztahovat na všechny případy, kdy bylo obchodováno se znalostí vnitřní informace. Aplikované právo by se tak v případě akceptace argumentace respondenta výše sice vypořádalo s běžnou realitou avšak na úkor logického a spravedlivého řešení počítajícího s extrémní situací. To znamená, že samotné využití informace nejenže by nebylo obviněnému potřeba prokazovat, což je v rozporu se základními zásadami presumpce nevinny a *in dubio pro reo* (v pochybnostech pro žalovaného), ale že by se z obvinění formálně logicky vzato ani nemohl vyvinít, tj. prokázat skutečnost, že vnitřní informaci opravdu nevyužil.

Vracíme se tedy opět na začátek, neboť v případě, kdy obviněný učiní dispozici s nástrojem, o němž měl vnitřní informaci, nelze bez dalšího dovodit, že ji využil. Břemeno důkazu o využití

informace tedy stále spočívá na žalobci. Prokázání využití vnitřní informace je však při daném znění práva vyloučeno, ledaže se obviněný prozradí zjevně nesmyslnou či nepravdivou obhajobou, popřípadě se podaří získat jednoznačný důkaz o využití vnitřní informace (např. záznam tel. hovoru, kdy pachatel naznačí, že jedná na základě vnitřní informace). Obviněný může tvrdit, že byl rozhodnut již dříve, aniž by to jakkoli dále zdůvodnil. Zde nutno znovu připomenout, že obviněný není povinen prokázat svou nevinu (a navíc nelze ani vyloučit, že obviněný se skutečně rozhodl před obdržetím vnitřní informace, ať se to zdá jakkoli nepravděpodobné).

Jak tedy situaci řešit? Z výše uvedeného vyplývá, že bude vhodné důkazní břemeno subjektivní stránky formálně přenést na obviněného. V praxi jsou aplikovány dva technické způsoby řešení.

1. Sankcionovat samotnou dispozici s instrumentem nikoli využití vnitřní informace s přípuštěním uznaných výjimek (např. Švédsko, Španělsko) a možností se vyvinit, tj. prokázat, že informace nebyla využita (srov. konstrukci důkazního břemene u trestného činu manipulace v trestním zákoníku Kanady).⁶⁷
2. Výkladem presumovat využití vnitřní informace v případě, kdy je prokázáno, že obviněný učinil dispozici se znalostí vnitřní informace, s možností vyvrácení domněnky, jak tomu bylo v případě SEC v. Adler v USA (viz dále).

Prvně popsany způsob je právně čisté řešení, avšak dosahuje ochrany před využitím vnitřní informace nepřímo, prostřednictvím zákazu obchodování. U druhého způsobu je tomu přesně naopak, neboť alespoň v zemích, jejichž právo je založené pouze na zákonech a nikoli precedentech (v ČR) není možné přenést

⁶⁷ čl. 383 Trestního zákona Kanady, Pramen: Poncar P., Hospodářské trestní právo v některých zahraničních zákonodárstvích, IKSP 1991, s. 69. Obchodník podezřelý z manipulace s kurzem cenného papíru musí prokázat, že operace, jež změnily kurs CP, prováděl v dobré víře.

důkazní břemeno pouhým výkladem, ať si to situace žádá sebevíc. Jako zajímavé řešení se jeví sloučit výše uvedené a konstruovat v zákoně vyvratitelnou domněnku využití informace v případě dispozice s instrumentem po získání vnitřní informace. Můžeme se zde ptát, proč se nekonstruuje obdobná domněnka též u jiných deliktů (např. u krádeže - obviněný se nemohl domnívat, že kradená věc je jeho vlastní, neprokáže-li se opak. Jednoduše proto, že u většiny deliktů je naplnění subjektivní stránky natolik zjevné, že ji obviněný prostými slovy bez důkazů věrohodně popřít nemůže (takové tvrzení by bez důvodných pochybností bylo považováno za účelové⁶⁸). V případě využití či nevyužití vnitřní informace jde však o velmi subjektivní kategorii. Přesto by takové nestandardní legislativní řešení u deliktu mohlo být problematické a jako prakticky nejlepší tak nakonec vychází prvně popsáný způsob - zákaz obchodování. Mj. takovou úpravu obsahoval již dříve § 81 ZCP. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu z roku 2004 byl tedy v tomto ohledu krokem zpět.

Ve výše zmíněném případě SEC v. Adler⁶⁹ soud zároveň doporučil přijetí pravidla, jež by jasně stanovilo základ pro právní odpovědnost na „povědomí o vnitřní informaci“ v době učinění transakce. Pro podporu zde navrhaného a v Evropě spíše výjimečně aplikovaného řešení přikládám materiál dokazující, že některé americké soudy na přelomu 1999 a 2000 i U.S.SEC prošly

⁶⁸ srov. zás. § 2 odst. 5 trestního řádu - prokázání skutkového stavu, o němž nejsou důvodné pochybnosti

⁶⁹ V případě SEC v. Adler (1998) soud rozhodnutí ve věci Teicher odmítl ve prospěch standardu skutečného použití informace. Konstatoval: „Za situace, kdy zasvěcenec obchoduje v období, kdy má k dispozici neveřejnou kursotvornou informaci, vzniká silná domněnka, že tato informace byla při tomto obchodu použita. Zasvěcenec má právo pokusit se vyvrátit tuto domněnku poskytnutím důkazů o neexistenci příčinné souvislosti mezi informací a uskutečněným obchodem - musí tedy prokázat, že informace nebyla použita.“ Ačkoliv žalovaný Pegram měl zjevně k dispozici neveřejnou kursotvornou informaci v době, kdy provedl obchod, poskytl nezvratné důkazy o tom, že měl plán prodat akcie společnosti a že tento plán časově předcházel okamžiku, kdy získal diskutovanou neveřejnou informaci. Pokud je taková skutečnost v soudním řízení prokázána, existence plánu časově předcházejícího okamžik získání informace vyvrací domněnku použití informace a je důvodem k zamítnutí žaloby na základě nedostateku subjektivní stránky. Novotný D., Problematika insider trading v právu USA, kap. 3.1.2., web ePravo.cz, 2005, http://www.epravo.cz/v01/index.php3?s1=Y&s2=3&s3=B&s4=0&s5=0&s6=0&m=1&recid_cl=35366&typ=clanky, kap 4.1.15

obdobnými úvahami se shodnými závěry.⁷⁰ SEC na tuto situaci reagovala rychle. Pravidlo 10b5-1 požadující pouze povědomí o vnitřní informaci v době transakce jako základ pro prokázání subjektivní stránky deliktu, platí minimálně od září 2000⁷¹ (případ Adler rozhodnut v roce 1999).

Výše uvedené též dokládá, že text evropských směrnic, byť sám o sobě správný, nelze vždy přejímat do závazného práva doslovně.

3.1.2. Nezávazné pravidelné dlouhodobé investice

Komplikovanější situace nastává v případě, kdy zasvěcená osoba pravidelně dlouhodobě nakupuje daný počet nástrojů, aniž by měla prokazatelně nezměnitelný plán (tedy závazek), a po získání vnitřní informace opomene zrušit trvalý příkaz k nákupu. V posledně uvedeném případě v podstatě ani nejde o využití

⁷⁰ The three court of appeals cases recognize the practical difficulty of divorcing a trader's knowing possession, or awareness, of inside information from its "use" in a trade. In *United States v. Teicher*, the Second Circuit suggested that "knowing possession" is sufficient to trigger insider trading liability, for precisely this reason...

The Adler court suggested that we could adopt a new rule or amend existing Rule 10b-5 to adopt a presumption approach or to provide for liability for trading while in "knowing possession" of material nonpublic information. In view of the differing opinions expressed in the three cases discussed above, we agree that it would be useful to define the scope of Rule 10b-5, as it applies to the use/possession issue.

In our view, the goals of insider trading prohibitions - protecting investors and the integrity of securities markets - are best accomplished by a standard closer to the "knowing possession" standard. Whenever a person purchases or sells a security while aware of material nonpublic information that has been improperly obtained, that person has the type of unfair informational advantage over other participants in the market that insider trading law is designed to prevent. As a practical matter, in most situations it is highly doubtful that a person who knows inside information relevant to the value of a security can completely disregard that knowledge when making the decision to purchase or sell that security. In the words of the Second Circuit, "material information can not lay idle in the human brain." Indeed, even if the trader could put forth purported reasons for trading other than awareness of the inside information, other traders in the market place would clearly perceive him or her to possess an unfair advantage.

On the other hand, we recognize that an absolute standard based on knowing possession, or awareness, could be overbroad in some respects. Sometimes a person may reach a decision to make a particular trade without any awareness of material nonpublic information, but then come into possession of such information before the trade actually takes place. A rigid "knowing possession" standard would lead to liability in that case. We believe, however, that for many cases of this type, a reasonable standard would not make such trading automatically illegal.

Paragraph (b) defines trading "on the basis of" material nonpublic information. A trade is on the basis of material nonpublic information if the trader "was aware of" the information when he or she made the purchase or sale. Thus, the general rule is that "awareness" of the inside information inevitably leads to use of the information, and provides a sufficient basis for liability.

Identifikační údaje daného pramene nejsou dostupné. Jde o citaci neúplného dokumentu archivovaného ČNB. Vzhledem k odpovídajícím skutečnostem v ostatních pramenech, zejména odpovídajícímu legislativnímu vývoji v USA, však nepochybuji o jeho autenticitě a autorovi (U.S:SEC).

⁷¹ U.S. Securities and Exchange Commission, *Insider Trading Investigations*, září 2000, str. 3

informace v pravém slova smyslu, neboť obchod by proběhl i bez ní. Využitím vnitřní informace v takové situaci by spíše bylo, pokud by taková osoba zrušila plánované nákupy (resp. prodeje) po obdržení negativní (resp. pozitivní) vnitřní informace. Situace byla též konzultována v rámci průzkumu v rámci skupiny CESR výše. Většina respondentů včetně ČR se klonila k závěru, že o využití vnitřní informace nejde. Kolegové ze Švédska a Nizozemí by od dotčené osoby očekávali pozastavení obchodní aktivity s dotčeným instrumentem. Obě varianty mají svá pozitiva i negativa. Prvně jmenovaný přístup respektuje účel a logiku právní úpravy. Právně formalistický přístup kolegů z Nizozemí a Švédska částečně popírá účel úpravy, neboť vlastně využívání vnitřní informace umožňuje (zamýšlíte nakoupit, ale po obdržení negativní informace plán neuskutečníte), avšak z hlediska průkaznosti jednání je mnohem méně náročnější, neboť se sleduje aktivní konání (transakce) a nikoli zdržení se jednání zamýšleného. Po důkladném zvážení věci se vzhledem k praktické nemožnosti realizace první principiálně spravedlivější varianty (někdo sice může nakupovat po dobu 5 let 100 ks emise X, ale jak můžeme vědět, že tak učiní i následující měsíc) kloním ke kompromisu. Pokračování v provádění popisovaných kontinuálních transakcí by při znalosti vnitřní informace mělo být zakázáno, vyjma provedení regulérně dříve zadaných opakujících se pokynů, tj. jakéhosi „trvalého příkazu“ či pokynů s odloženou účinností, jež by v případě obdržení vnitřní informace nebylo možné zrušit (viz oddíl 3.4.3.).

3.1.3. Buy-sell, repo-operace a Closed periods

Buy-sell a repo-operace

Zákaz využití informace se může stát opravdovou „osinou“ při buy-sell a repo-operacích, jež se často používají jako zajištění pro investování s pákovým efektem. Při získání vnitřní informace v průběhu transakce je nutné nechat kontrakt doběhnout, pokud lze očekávat odklad zveřejněné vnitřní informace, či v horším

případě číhat na zveřejnění vnitřní informace a doufat, že se podaří zadat pokyn k ukončení smlouvy dříve než tak učiní risk-manažer obchodníka s cennými papíry stoploss pokynem (tj. při minimálním či nulovém zůstatku). Pokud by se zákaz aplikoval i určitou dobu po zveřejnění pro zajištění možnosti vstřebání vnitřní informace veřejností, jak je v této práci navrhováno, bylo by nutné předem sjednat uzavření pozice risk-manažerem pro případ zveřejnění vnitřní informace. To lze doporučit při všech pákových zpětných prodejkách bez ohledu na zavedení absorpční doby.

Closed periods

V některých právních úpravách či dobrovolně u jednotlivých emitentů platí preventivní zákaz obchodování pro určitá období, tzv. closed period. Např. v ČR zavedl v roce 2005 ČEZ zákaz obchodování manažerů 14 dní před a 1 den po zveřejnění pololetních hospodářských výsledků.⁷²

3.2. Poskytnutí tipu a porušení povinnosti mlčenlivosti

Poskytnutí doporučení dle § 124 odst. 4 písm. b) a porušení povinnosti mlčenlivosti o vnitřní informaci dle § 124 odst. 4 písm. c) lze obecně chápat i jako využití informace v širším smyslu. Takové pojetí by však odporovalo jednak systematickému výkladu – pojem využití je užit pouze v kontextu učinění dispozice s investičním nástrojem na základě vnitřní informace (písmeno a) odst. 4 § 124) - a dále i logickému výkladu – využitím (zpeněžením) informace samotným doporučením či sdělením informace jiné osobě společensky škodlivý následek sám o sobě nevzniká. Dané jednání je škodlivé až ve spojení s následující dispozicí příjemcem informace či doporučení. Delikty poskytnutí doporučení a porušení povinnosti mlčenlivosti

⁷² ČTK: Obchodní ředitel ČEZ Alan Svoboda půjde před soud, web patria.cz, 18.3.2008 <http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1171560/ctk-obchodni-reditel-cez-alan-svoboda-pujde-pred-soud.html>

tak nepostihují samotné využití vnitřní informace, ale jsou víceméně pouhou prevencí proti deliktu obchodování na základě vnitřní informace. Deliktu porušení povinnosti mlčenlivosti by teoreticky bylo možné přiznat ochranu samostatného právního zájmu na tom, aby vnitřní informace pronikaly na veřejnost resp. byly zveřejňovány zákonem požadovaným způsobem, tj. zájem na náležité transparentci (viz oddíl 4.1.1.).

Deliktu poskytnutí doporučení se lze na rozdíl od využití vnitřní informace k provedení transakce a porušení povinnosti mlčenlivosti dopustit pouze úmyslným jednáním, kdy osoba činící doporučení učiní závěr o možném zpeněžení informace dispozicí na kapitálovém trhu (viz oddíl 3.3.).

Za porušení povinnosti mlčenlivosti hrozí na úrovni správního práva (v žádném případě by takové provinění nemělo být řešeno trestním právem – trestní právo má být krajním prostředkem) stejně vysoká sankce jako za porušení zákazu využití vnitřní informace (srov. § 167 a 169). Není tak zohledněna nižší společenská nebezpečnost deliktu. Byť i v případě nedbalostních případů (např. neznámý kolemjdoucí náhodně vyslechne rozhovor) může mít porušení povinnosti mlčenlivosti velmi blízko k poskytnutí nepřímého doporučení. V praxi to zatím nepovažuji za zásadní problém, jelikož šance na případ porušení povinnosti mlčenlivosti, jež nebude možné považovat za nepřímé doporučení (ta budou postihována za delikt poskytnutí doporučení), a který by byl zároveň tak závažný, že by byl řešen ve správním řízení, bude blízka nule. Ve správním řízení by následně bylo možné společenskou nebezpečnost bez problémů zcela zohlednit v rámci správního uvážení, neboť dolní hranice pokuty v případě deliktů na kapitálovém trhu není stanovena. Porušením mlčenlivosti ve smyslu § 124 odst. 1 písm. c) není řádné zveřejnění informace osobou jinou než emitentem (viz oddíl 4.1.1.).

3.3. Abstraktnost deliktů a obtíže v posuzování zavinění

Abstraktnost správních deliktů není až tak výjimečným jevem. U deliktů souvisejících s využitím vnitřní informace je však zvláště problémová, neboť se jich relativně snadno může dopustit i obyčejná osoba na rozdíl od jiných ve vnímání obyčejných lidí abstraktních deliktů, jež většinou souvisí s výkonem nějaké činnosti, např. zpracování ropných či radioaktivních látek. Těžko bychom si v obchodě koupili radioaktivní látku, aniž bychom o tom věděli, a následně byly šetřeni, zda-li jsme se nedopustili např. trestného činu držení radioaktivního materiálu (§ 186 TZ). V souvislosti s relativně abstraktní problematikou obchodování zasvěcených osob a bezprostředností souvisejících deliktů si však lze takovou situaci reálně představit.

Pro naplnění formálních znaků skutkové podstaty následně není rozhodné, zda si osoba činící doporučení uvědomuje trestnost deliktu (neznalost práva neomlouvá). Je však nutné zkoumat resp. dovodit způsobilost dotyčného – konkrétní obviněné osoby si uvědomit, že jde o vnitřní informaci, tj. zjednodušeně řečeno možnou nekorektnost svého jednání. V tomto ohledu je zkoumána subjektivní (zavinění), nikoli objektivní stránka (samotná vnitřnost informace – viz oddíl 2.3.), deliktu. Pro účely prokázání zavinění tedy nelze použít kritérium rozumného investora sloužící jako definiční kritérium samotné vnitřnosti informace, ale je třeba brát ohled pouze na konkrétní rozumové schopnosti obviněného. Proč zde vůbec hovořím o takových základních věcech. Je to právě z důvodu výše zmíněné kombinace abstraktnosti a bezprostřednosti deliktu. Např. v případě deliktu krádeže není nutné zdůrazňovat, že osoba, jež věc odcizila, si musela nekorektnost svého jednání uvědomovat (v opačném případě by šlo buď o jednání učiněné v omylu či jednání osoby se sníženou rozlišovací schopností, např. osoba zbavená způsobilosti k právním úkonům).

Výše uvedenou způsobilost uvědomit si nekorektnost svého jednání nebude problém prokázat u dispozice (uzavření obchodu) s dotčeným finančním nástrojem se znalostí vnitřní informace, tj. u deliktu dle § 124 odst. 4 písm. a). Člověk schopný provést transakci s investičním nástrojem jakožto úkon relativně velmi sofistikovaný (přihlášení se do systému obchodníka resp. kontaktování makléře, zadání parametrů transakce...), musí být způsobilý si na základě svých znalostí o obchodování s investičním nástrojem uvědomit, že by určitá informace mohla být vnitřní. Obdobné lze dovodit pro poskytnutí doporučení (tipu) ve smyslu § 124 odst. 4 písm. b), kde si poskytovatel doporučení musí přímo vytvořit vlastní názor o pravděpodobném dopadu informace či případně převzít názor osoby, od níž doporučení získal, tj. v obou případech si uvědomuje, že informaci lze zpeněžit dispozicí s investičními nástroji vázanými na emitenta, neboť bez toho by nemohl doporučovat.

Odlišná situace, co se týče způsobilosti si uvědomit nekorektnost svého jednání, může nastat ve vztahu k deliktu porušení mlčenlivosti dle § 124 odst. 4 písm. c). Jiné to bude, když informaci „přeпоšle“ člověk, který do investičních nástrojů investuje či o tom píše v novinách, a člověk, který neví, co je burza cenných papírů (např. manažer si postěžuje své 85-leté babičce, jak to jde se společnostmi, a babička žijící více méně pouze duchovním životem to v kostele předá dál). V tomto případě může být uvědomění některých osob natolik nízké, zejména (nikoli však výlučně) osoby mimo emitenta, že dodržení povinnosti mlčenlivost nelze spravedlivě očekávat a její sankcionování by nebylo účelné. V případě porušení povinnosti mlčenlivosti je tedy třeba v rámci soudního či správního uvážení zkoumat, zda od dotčené osoby bylo možné důvodně očekávat, že bude způsobilá si vnitřnost informace a v důsledku toho i možnou

nekorektnost svého jednání uvědomit (není nutné prokazovat, zda si nekorektnost jednání skutečně uvědomujeme, ale zda máme reálnou šanci si jej uvědomit). Domnívám se, že v takovém případě, by se mělo správní řízení (trestní v případě porušení mlčenlivosti nepřipadá v úvahu) zastavit z důvodu absence materiální stránky deliktu.

Forma zavinění (nedbalost, úmysl) je významná pro vyhodnocení společenské nebezpečnosti přestupku či správního deliktu. Zcela zásadní význam má pro orgány činné v trestním řízení, kde úmysl převážně bývá podmínkou naplnění formálních znaků trestného činu. Představme si opět situaci člena představenstva, jenž prodal akcie před zveřejněním negativních hospodářských výsledků, jež byly přesně v souladu s očekáváním trhu. Mohl by se obviněný mohl bránit trestněprávnímu postihu tvrzením, že informaci jako vnitřní z nedbalosti nevyhodnotil. Taková obrana, ač se to tak kvůli abstraktnosti deliktu na první pohled nejeví, by byla stejná, jako kdybychom tvrdili, že jsme si uvědomovali, že někomu házíme cihlu na hlavu, ale že jsme si již neuvědomovali, že mu tím můžeme ublížit na zdraví. Soud by takové tvrzení tedy vyhodnotil jako účelové.

Skutečný nedbalostní delikt může spočívat např. v nezamezení přístupu jiné osoby k informaci (zanechání dokumentů na veřejném místě, umožnění zaslechnutí hovoru jinou osobou) nebo v dispozici při domněnce pachatele, že informace je již zveřejněna. Posledně uvedené tvrzení bude však pachatel nucen věrohodným způsobem doložit – prostě „myslel jsem si, že již bylo zveřejněno“ – by opět bylo považováno za účelové. Prakticky si takovou událost lze jen obtížně představit.

3.4. „Výjimky“ ze zákazu využití informace

Právní úprava založená na zákazu využití vnitřní informace vymezení výjimek nepotřebuje, neboť na rozdíl od úpravy založené na zákazu obchodování, se nelze dopustit protiprávního jednání pouhým obchodem, není-li zároveň informace využita (viz oddíl 3.1.1.). Současné výjimky ze zákazu využití vnitřní informace mají tedy spíše charakter legálního výkladu zákazu než právní normou založených výjimek (tj. „není využitím vnitřní informace, když ...“). Bude-li však v budoucnu právní úprava transformována do zákazu obchodování při znalosti vnitřní informace, jak je v této práci navrhováno (viz oddíl 3.1.1.), tento zákaz bez dalšího by negativně zasáhl do některých hospodářských vztahů. Bude tedy třeba z něj některá jednání vyjmout. Výjimkou z tohoto zákazu není užití výsledků výzkumu, neboť jde již o výjimku ze samotné vnitřní informace (viz oddíl 2.2.2.).

3.4.1. Závazek z povinnosti vzniklé před získáním vnitřní informace

První výjimka navazuje rovnou na samotný zákaz v 124 odst. 4 písm. a) a to v případě, kdy potřeba dispozice vyplývá ze závazku ze smlouvy uzavřené před získáním informace. Ustanovení § 124 odst. 4 písm. a) sice hovoří o smlouvě (např. nákup za účelem vypořádání forvardu či prodeje short), účelovým výkladem lze však výjimku rozšířit na všechny právní povinnosti vzniklé před získáním vnitřní informace. Asi těžko bychom mohly osobě povinné dodat jinému určitý počet finančních nástrojů na základě rozhodnutí soudu bránit v nabytí těchto nástrojů za účelem splnění povinnosti. Zákon ze zákazu správně vyjímá pouze plnění závazku resp. povinnosti a nikoli realizaci oprávnění (např. nabytí na základě práva opce). V opačném případě by zákaz v mnoha případech bylo snadné obcházet.

3.4.2. Nabídka převzetí a návrh na fúzi

Čl. 29 preambule MAD stanoví, že přístup k vnitřní informaci a její využití v souvislosti s nabídkou převzetí, za účelem získání kontroly takové společnosti či k návrhu na fúzi samo o sobě nemá být považováno za zneužití vnitřní informace.

Výjimku nutno však chápat velmi restriktivně. Lze ji aplikovat pouze ve třech přesněji řečeno ve dvou situacích.

1. Osoba zamýšlející podat nabídku (navrhovatel) předběžně jedná s cílovou společností a nepředloží konkrétní plán a podmínky nabídky, při due diligence zjistí pozitivní vnitřní informaci - je oprávněna připravit nabídku převzetí na základě vnitřní informace, avšak před jejím učiněním musí být vnitřní informace, již získala při due diligence, zveřejněna (srov.⁷³) Výjimka zde tedy nespočívá v možnosti *využití* vnitřní informace ve smyslu zákona (nabytí instrumentu), ale ve smyslu obecně širším, tj. v možnosti využití vnitřní informace k přípravě nabídky. Z právního hlediska to znamená pouze neexistenci veřejnoprávní povinnosti mlčenlivosti emitenta o vnitřní informaci vůči navrhovateli.

2. Navrhovatel předběžně jedná s cílovou společností a předloží konkrétní plán a podmínky nabídky, při due diligence zjistí

a) pozitivní informaci - může nabídku převzetí realizovat bez nutnosti zveřejnění vnitřní informace emitentem, přičemž jsou zakázány nákupy mimo nabídku převzetí⁷⁴ a změna podmínek nabídky převzetí (srov. stanovisko Komise pro cenné papíry⁷⁵).

⁷³ Bafin, Issuer Guidline, 15.7.2005, str. 28 posl. odstavec, <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0305010000&sprache=1&filter=a&ntick=0>

⁷⁴ Bafin, Issuer Guidline, 15.7.2005, str. 28, <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0305010000&sprache=1&filter=a&ntick=0>

⁷⁵ STAN 13/2003 stanovisko Komise pro cenné papíry K některým otázkám týkajícím se nakládání s důvěrnými informacemi ve smyslu ustanovení § 81 zákona o cenných papírech, str. 2 (www.cnb.cz/export): Komise podotýká, že za využití důvěrné informace ve svůj prospěch nebo prospěch jiné osoby nelze považovat situaci, kdy zjištění důvěrné informace při due diligence povede k odstoupení

Výjimka nemá pouze formální charakter, neboť navrhovatel de facto říká: „jsem rozhodnut nabídku učinit, ledaže při due diligence zjistím natolik negativní skutečnosti, že by nabídka pro mě nebyla výhodná.“ Ujištění o investičním rozhodnutí lze též vnímat jako využití vnitřní informace, pokud osoba mající vnitřní informaci není o dispozici s instrumentem pevně rozhodnuta již před získáním vnitřní informace bez ohledu na obsah informace (srov. s pojednáním v oddíle 3.1.1.).

b) negativní informaci, může od nabídky odstoupit - účel due diligence (srov. stanovisko Komise pro cenné papíry⁷⁶).

Výše popsané výjimky nejsou úplně bez rozporů, neboť, byť ve velmi omezené míře, umožňují využití vnitřní informace privilegovanému investorovi. Je však voleno menší zlo. Slučování společností zpravidla pozitivně působí na hospodářství a bez due diligence (při které se občas přijde na vnitřní informaci, jež nemůže být okamžitě zveřejněna) prostě společnost kupovat nelze, a pokud by dotčené společnosti měly na zveřejnění vnitřní informace třeba několik měsíců čekat, jejich zájem na sloučení by se mohl vytratit.

Právní úprava ČR tuto výjimku nezmiňuje. Lze ji dovodit pouze účelovým výkladem textu směrnice. Proto by bylo lepší ji v zákoně uvést.

od zamýšlené investice, popřípadě k uzavření smlouvy za podmínek sjednaných před provedením due diligence (take it or leave it). Naopak za nepřipustné využití důvěrné informace bude nutné považovat případy, kdy budou podmínky nabytí akcií vycházet ze znalosti důvěrné informace, tj. nebudou alespoň předběžně sjednány ještě před provedením due diligence. Pokud by cena nebo jiné podstatné podmínky obchodu byly učiněny závislými na výsledku due diligence nebo sjednány až po jeho provedení, pak by, za předpokladu, že výsledky due diligence by obsahovaly důvěrnou informaci, bylo nutné takový postup považovat za zneužití důvěrné informace ve prospěch účastníků obchodu.

⁷⁶ viz. citace výše

3.4.3. Výkon pokynu zadaného před získáním vnitřní informace

Čl. 30 preambule MAD nepovažuje za využití vnitřní informace výkon transakce, k níž byl dán příkaz před získáním vnitřní informace. Je-li prokazatelně dán pokyn k nabytí či zcizení, netřeba tento pokyn rušit (přestože ještě nebyl obchodníkem s cennými papíry proveden). Právní úprava ČR tuto výjimku nezmiňuje, lze ji však dovodit logickým výkladem (úkon směřující k dané dispozici byl učiněn před získáním vnitřní informace).

Je-li zde však dána výjimka ve prospěch zasvěcených osob – jejich rozhodnutí je dostatečně pevné a konkrétní, nicméně nejde o závazek (ale pouze pokyn, jenž lze zrušit) – je nutno účelovým výkladem zároveň dovodit výjimku též v jejich neprospěch, tedy zákaz zrušení zadaného pokynu, jenž dosud nebyl proveden, po získání vnitřní informace (tj. rozdíl oproti možnosti upuštění od pouhého úmyslu učinit transakci nepodloženého pokynem). V tomto specifickém případě lze bránit přímo *využívání* vnitřní informace (srov. oddíl 3.1.1.), neboť rozhodnutí o transakci je dostatečně prokazatelné. Z toho též vyplývá přínos výjimky – nezakazuje se obchodování obecně, ale pouze využití vnitřní informace. Rušení pokynů v souvislosti následným uveřejněním kurzotvorné zprávy by tedy mělo budit pozornost osob nejen osob monitorujících možné využívání vnitřních informací (organizátor regulovaného trhu a orgán dohledu viz. oddíl 5.1.), ale též osob přijímajících pokyny (např. obchodník s cennými papíry).

3.4.4. Výkon činnosti tvůrce trhu a subjektu jednajícího jako protistrana

Čl. 18 preambule MAD nepovažuje sám o sobě za využití vnitřní informace výkon činnosti tvůrce trhu a subjektu povinného jednat jako protistrana. Činnost tvůrce trhu by neměla poskytovat příliš prostoru pro obcházení zákazu využití vnitřní informace, neboť množství investičních nástrojů určených jako zásoba pro výkon činnosti tvůrce trhu bude konstantní a případné anomálie by měly

být dohledatelné. Jako subjekt jednající jako protistrana je v ČR oprávněn v omezené míře působit provozovatel vypořádacího systému Burzy cenných papírů Praha, a.s. Univyc, a.s. (intervenční nákupy⁷⁷).⁷⁸ Ústřední protistrana ve smyslu § 82 odst. 5 písm. a) ve strukturách zajišťujících vypořádání regulovaných trhů se sídlem v ČR neexistuje, obchody se vypořádávají přímo mezi obchodujícími stranami.

3.4.5. Další výjimky

Některé operace centrálních bank

Článek 32 preambule MAD resp. § 124 odst. 6 stanoví, že zákaz se nevztahuje na centrální banky členských států EU, Evropskou centrální banku resp. jinou oprávněnou osobou při uskutečňování měnové nebo devizové politiky nebo při správě veřejného dluhu. Tuto výjimku obdobně jako při nabídce převzetí nutno posuzovat dle ekonomických přínosů nikoli čistě dle morálních hledisek.

Antedatování opcí

Další možnou výjimkou je antedatování opcí v motivačním opčním programu. U.S. SEC navrhuje tuto praktiku regulovat. Ve svém návrhu požaduje detailní informace mechanismu stanovení opce a zdůvodnění jejich antedatování. Tabulky zobrazující opční odměny vedoucím osobám by měly obsahovat datum udělení opce a v případě, že opční cena je nižší než tržní, též tržní cenu v daný den.⁷⁹ V ČR funguje rozsáhlý opční program u společnosti ČEZ.⁸⁰ Jeho mechanismus však využití vnitřní informace neumožňuje.

⁷⁷ Mají být realizovány provozovatelem vypořádacího systému při nedostatku finančních prostředků člena vypořádacího systému či nepřevedení cenného papíru - viz. čl. 31, 32 vnitřního předpisu Pravidla vypořádacího systému Univyc, a.s., <http://www.univyc.cz/cz/legislativa/legislativa.htm>

⁷⁸ RM-Systém by se do takové pozice neměl vůbec dostat, neboť selhání protistrany by vzhledem k předobchodní validaci dostatku prostředků resp. nástrojů na účtu protistrany nemělo vůbec nastat.

⁷⁹ SEC boss worried about options backdating, 8.6.2006, <http://www.msnbc.msn.com/id/13171550/>

⁸⁰ Osobám na určitých pozicích je garantován určitý dle pozice odstupňovaný počet akcií. Ty mohou nakoupit za cenu, jež se rovná průměru posledních šesti měsíců před jejich nástupem do funkce. Výnosnost opce se tedy váže na růst ceny akcie. Čez zveřejnil podmínky opčního programu, 5.6. 2006, <http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/media/tiskove-zpravy/355.html>

Informační symetrie

Případ, kdy obě strany mají vnitřní informaci by při současné koncepci zákazu využití vnitřní informace z povahy věci nemohl znak skutkové podstaty využití informace naplnit.⁸¹ Nejednalo by se tak ani o výjimku. Ta by přicházela v úvahu až při aplikaci koncepci generálního zákazu obchodování při znalosti vnitřní informace (viz oddíl 3.1.) a byla by odůvodněna nedostatkem materiální stránky deliktu (neexistence nezasloužené výhody – viz oddíl 1.1.3.).

Ke zpětnému odkupu a stabilizaci

Jedná se o výjimky z režimu MAD, avšak pouze z tržní manipulace, nikoli využití vnitřní informace. U zpětného odkupu se jednoznačnost zákazu využití vnitřní informace samotným emitentem vytrácí, neboť jej emitent provádí za účelem plnění v zásadě dříve vniklých závazků. Nařízení upravující výše uvedené instituty⁸² však využití vnitřní informace při zpětném odkupu přímo vylučuje čl. 6.1 písm. c). Pro zajištění nerušeného průběhu zpětného odkupu by tedy emitent jeho provedením měl pověřit osobu, která jej bude realizovat nezávisle na emitentovi dle předem dohodnutých pravidel. Toto omezení brání obcházení zákazu využití vnitřní informace prostřednictvím zpětného odkupu. U stabilizace využití vnitřní informace znemožňují podmínky stabilizace – podmínky jsou definovány předem a

⁸¹ Ke obdobnému závěru dospěl Evropský soudní dvůr v případě Georgakis (C-391/04) v květnu 2007, kdy se Řecko prostřednictvím deliktu obchodování zasvěcených osob snažilo postihnout tehdejší legislativou neupravenou manipulaci s kurzem obchody mezi členy vedení společnosti. www.curia.europa.eu.

⁸² Nařízení Komise ES č. 2273/2003, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a rady, pokud jde o výjimky zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů. Zpětným odkupem se rozumí nabývání akcií emitentem za účelem snížení kapitálu, uspokojení závazků z vyměnitelných dluhových finančních nástrojů nebo z opčního programu (motivace zaměstnanců a vedoucích představitelů spočívající v právu uplatnit opci na určitý počet nástrojů za cenu fixovanou k určitému dni). Stabilizací se rozumí podpora ceny instrumentu při emisi, jež by vzhledem ke svému objemu mohla být vystavena větším prodejním tlakům. Oba procesy jsou časově omezeny (maximálně rok pro zpětný odkup a 60 dní od emise pro stabilizaci). Emitent plní různé informační povinnosti a při obchodování je omezen tak, aby účelově nezvyšoval cenu instrumentu (dle 25% resp. 50% u nelikvidních instrumentů denního objemu obchodů, za cenu ne vyšší než posledního nezávislého obchodu resp. nabídky).

provádí ji předem pověřená nezávislá osoba – manažer stabilizace
(čl. 9 nařízení).

4. Povinnosti související s vnitřní informací

4.1. Povinnosti emitenta

4.1.1. Uveřejňování vnitřních informací, oznámení ČNB

Povinnost emitenta finančního nástroje neprodleně uveřejnit a zaslat ČNB⁸³ každou vnitřní informaci stanoví § 125 odst. 1. Pravidla pro uveřejnění vnitřní informace obsahuje § 3 vyhlášky proti zneužívání trhu. Tato povinnost se vztahuje pouze na vnitřní informace vznikající ve sféře jednání emitenta (viz oddíl 2.5.). Zveřejnění informace má dvojí účinek. Jednak chrání majetková práva akcionářů zvýšením transparency a zároveň znemožňuje obchodování zasvěcených osob (lze v něm tedy spatřovat též preventivní prvek⁸⁴). Účelem podrobnější úpravy tohoto postupu je jednak zabránit „druhotné“ informační nerovnosti, tj. aby se s informací mohla seznámit celá investorská veřejnost najednou - srov. čl. 4 preambule⁸⁵ prováděcí směrnice 2003/124 ES promítnutý do čl. 2.4. (proto též povinnost zachovávat mlčenlivost o vnitřní informaci v čl. 3 písm. a) MAD) - a dále, transparentnost podání informace - informace je uveřejněna standardizovaným způsobem a osobou, jež zpravidla disponuje nejpřesnějšími a nejucelenějšími údaji, tj. emitentem. Vzhledem k relativně přísným a jasně vymezeným podmínkám publikace zajišťujícím komplexní uveřejnění co do rozsahu adresátů i obsahu informace by patrně nebylo vhodné umožnit nahrazení této činnosti emitenta např. tzv. investigativní novinářinou a zveřejnění vnitřní informace novinářem bez dalšího by tedy mělo být kvalifikováno jako porušení mlčenlivosti dle § 124 odst. 4 písm. c). Na druhou stranu proč bránit vyšší transparentci při účinném zveřejnění. Některé informace navíc nemusí mít ani sám

⁸³ Způsob zaslání upravuje § 4 vyhlášky proti zneužívání trhu.

⁸⁴ Struck Ch., Ad-Hoc-Publizität zum Schutz der Anleger vor vermögensschädigendem Wertpapierhandel, Peter Lang, Frankfurt am Main 2003, str. 78

⁸⁵ „... protection of investors require timely public disclosure of inside information by issuers, it also requires such disclosure to be as fast and as synchronised as possible between all categories of investors ...“

emitent. Řešení vyhovující požadavkům předpisů (zajištění řádné distribuce zveřejňované informace) bez omezování transparence by mohlo spočívat v povinnosti osoby zamýšlející publikovat vnitřní informaci vyrozumět emitenta s dostatečným časovým předstihem (např. alespoň jednu hodinu před zahájením distribuce). Tuto povinnost by pro bezpečné zajištění informování investorů očekávaným způsobem měl zohledňovat zákon. Zde je vhodné připomenout, že novinář či osoba mimo společnost podléhá pouze obecné zákonné povinnosti mlčenlivosti jako zasvěcená osoba a nikoli konkrétní smluvní povinnosti mlčenlivosti (vyjma případu výslovného závazku vůči emitentovi) zajišťující ochranu hospodářských zájmů emitenta, tzn. pouze stát a nikoli emitent může volat dotyčnou osobu k odpovědnosti za její porušení.

Informaci, která se emitenta či finančního nástroje *přímo*⁸⁶ týká, uveřejní emitent poté, co se o ní dozvěděl. Předpis tak pamatuje na méně časté situace vzniku vnitřní informace nezávisle na emitentovi, např. prohlášení konkurzu, nabídka převzetí. Informace je uveřejněna s označením „vnitřní informace“ na internetové adrese,⁸⁷ jež je snadno dohledatelná dle obchodní firmy či názvu emitenta, bez omezení či zpoplatnění přístupu, nepřetržitě na dobu 5 let, případně na dobu, kdy byl instrument kotovaný na regulovaném trhu, je-li tato doba kratší než 5 let. Z toho mj. vyplývá, že emitent vždy též výše popsaným způsobem uveřejní vnitřní informaci uveřejněnou již dříve jinou osobou (úřadem, novinářem), je-li její pravdivost nezpochybnitelná (v opačném případě by měl postupovat přiměřeně dle oddílu 4.1.2). Emitent současně zajistí uveřejnění vnitřní informace v úplném znění nebo odkazem prostřednictvím hromadně a pravidelně navštěvovaného finančního serveru, který se zabývá šířením

⁸⁶ Ne zcela výstižný pojem upřesněn v oddíle 2.5..

⁸⁷ Text návětí odstavce 1 je nadbytečný vzhledem k duplicitnímu podrobnějšímu vymezení v písm. a)

informací vztahujících se ke kapitálovému trhu,⁸⁸ v celostátně distribuovaném deníku nebo jako zprávu agentury, která se zabývá šířením informací vztahujících se ke kapitálovému trhu. Nelze s jistotou říci, zda sem spadají pouze agentury specializující se na šíření finančního zpravodajství (např. Bloomberg, ČEKIA, Reuters) nebo agentury zabývající se mj. jiné finančním zpravodajstvím. Cílem vyhlášky při vymezení předmětu činnosti zpravodajské agentury bylo patrně zamezit zveřejnění v takové informační agentuře, kde by hrozilo, že informace zůstane cílové skupině (tj. účastníkům kapitálového trhu) skryta, tj. v informační agentuře specializované na jinou např. sportovní oblast. Obecně zaměřené informační agentury s hromadnou sledovaností (např. ČTK) by tak měly splňovat kritéria pro řádné zveřejnění.

Pokud má být informace uveřejněna též v jiném členském státě - týká se případů tzv. duálního listingu – přijetí k obchodování na více (regulovaných) trzích,⁸⁹ emitent zajistí současné uveřejnění. V souvislosti s duálním listingem je vhodné zmínit, že informační povinnosti nedopadají na emitenta, jenž s přijetím na daný trh nesouhlasil (tzv. unsponsored listing). Překlady a náležitě uveřejnění v takovém případě zajišťuje ten, jenž o přijetí daného nástroje k obchodování na regulovaném trhu žádal (čl. 21 směrnice 109/2004⁹⁰).

Z praxe v SRN a Itálii

Emitent podléhající německému orgánu dohledu je povinen vnitřní informaci předběžně oznámit orgánu dohledu a vedení burzy 30

⁸⁸ ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY ze dne 25. dubna 2006, kterým se vydává seznam finančních serverů pro účely uveřejňování vnitřních informací emitenty kótovaných cenných papírů (Věstník ČNB částka 3/2006 ze dne 27. dubna 2006). Seznam je tvořen nejvýznamnějšími webovými portály věnujícími se problematice kapitálových trhů.

http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy_a_prehledy/Dalsi_seznamy.page?FileId=2868

⁸⁹ Emise může být přijata na více trzích regulovaných i neregulovaných trzích v jedné či více zemích (např. u emise Orco, v současnosti listované na pařížské, pražské burze, maďarské a varšavské).

⁹⁰ K 1.4. 2008 zatím neprovedena. Do provedení směrnice by měl tyto povinnosti dle nepublikovaného výkladu ČNB (oficiálně sděleného organizátorům RT) zajišťovat organizátor RT na základě požadavku na zajištění spravedlivého a řádného obchodování.

minut před zveřejněním, což dává prostor k případnému pozastavení obchodování a koordinaci s ostatními burzami.⁹¹ S tím nezbývá než souhlasit. Organizátoři regulovaných trhů mají za účelem plnění povinnosti monitorovat zneužívání trhu (viz oddíl 4.4.) právo požadovat od emitenta zaslání vnitřní informace (což v případě ČR oba činní v pravidlech přijímání na trh), § 120 odst. 1 písm. e) toto emitentovi dokonce stanoví jako povinnost (oznamovat skutečnosti významné pro ochranu investorů a řádné fungování trhu). Není tedy důvod, proč by neměli být předem informováni o pouhém zveřejnění informace, přičemž pozitiva tohoto opatření jsou zjevná. Tuto povinnost lze zavést nejen obecným právním předpisem, ale též pravidly regulovaného trhu.

Pokud se emitent podléhající italskému orgánu dohledu nepodřídí zamítnutí odkladu uveřejnění, CONSOB může publikovat vnitřní informaci na jeho náklady.⁹² Obdobnou pravomoc má i německý BAFIN.⁹³ Úprava ČR takovou situaci neřeší - je prakticky těžko představitelná. Pokud emitent nebude mít oprávněný zájem na odkladu, nebude mít důvod informaci v přímém rozporu s postojem ČNB neuveřejnit a riskovat tak sankce za neplnění opatření k nápravě.

Bylo by vhodné vyžadovat, aby uveřejnění vnitřní informace dále obsahovalo vysvětlení, v čem spočívá její způsobilost ovlivnit kurz, pokud to není samo o sobě zjevné (viz oddíl 6.5.4.) a den, kdy vnitřní informace vznikla (důležité zejména u těch vnitřních informací, jejichž publikace byla odložena). Znalost okamžiku vzniku vnitřní informace může mj. indikovat její využití straně mimotržní transakce a usnadnit tak případné rozhodnutí o udání.

⁹¹ Bafin, Issuer Guidline, 15.7.2005, str. 61, <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0305010000&sprache=1&filter=a&ntick=0>

⁹² CESR Review Panel Draft Synthesis Report on the Market Abuse Directive, Sept. 2006 -Publication of inside information, str. 12

⁹³ Vyjádření v nepublikovaném dotazníku CESR, MAD Sanctions.

4.1.2. Odklad uveřejnění

Podmínky odkladu uveřejnění informace upravuje § 125 odst. 2 a 3 ZKPT (čl. 6.2-3. MAD), provedený § 5 a 6 vyhlášky proti zneužívání trhu, a to: závažné důvody, není klamána veřejnost a zajištění důvěrnosti.

Závažným důvodem je ochrana oprávněných zájmů emitenta. Dle vyhlášky například probíhající jednání (o fúzi či akvizici, podpis určité smlouvy...), jejichž výsledek by mohl být uveřejněním nepříznivě ovlivněn či rozhodnutí vedoucího zaměstnance, vyžadující schválení nadřízeného orgánu, pokud by jejich zveřejnění spolu s vyjádřením, že dosud nebylo schváleno, mohlo mít za následek nesprávné posouzení ze strany investorů. Závažným důvodem odkladu může též být potřeba dopracování nového produktu (testy), zajištění formalit (získání povolení k distribuci), registrace patentu aj.

Co se rozumí podmínkou čl. 6.2. MAD - odklad uveřejnění informace není zavádějící (v českém překladu není-li klamána veřejnost)? Jde zde o zdržení se jednání „omission“ (v českém znění směrnice nesprávně přeložené jako opomenutí). Nepřipadá v úvahu, že by emitent potvrdzoval či dokonce rozšiřoval informace, jež by byly v protikladu s vnitřní informací, jejíž uveřejnění emitent odložil. To by znamenalo manipulaci s trhem ve smyslu § 126. Emitent se smí pouze zdržet komentáře. Situaci, kdy odklad uveřejnění vnitřní informace bude zavádějící pro veřejnost, si lze v praxi jen obtížně představit. Pripusťme, že vznikne fáma (buď manipulací či samovolně) způsobilá ovlivnit kurz, jíž veřejnost přijme jako fakt. Pokud by emitent takovou fámou nepopřel, mohl by z ní resp. jeho vedoucí osoby, jež by věděly o její nepravdivosti, profitovat. Výše uvedenou fámou je tedy emitent povinen popřít, i pokud by to mělo znamenat uveřejnění („odložené“) vnitřní informace.

Důvěrnost informace přestává být zajištěna okamžikem možného nekontrolovatelného šíření informace (únik informace osobě, jež není smluvně vázána povinností mlčenlivosti, a tuto povinnost nelze uložit následně – možné např. vůči zaměstnanci nikoli již třeba vůči novináři), a též okamžikem, kdy jsou zveřejněny určité detaily vnitřní informace nebo se začínají objevovat pověsti s ní související, na základě jejichž obsahu emitent vyhodnotí, že mohlo dojít k úniku informace.

4.1.3 Uveřejňování informace o nepřátelské nabídce převzetí emitentem

Jeden z německých kolegů v závěrech práce věnované vnitřním informacím při nabídkách převzetí tvrdí, že povinnost mlčenlivosti vztahující se na vnitřní informace se nevztahuje na představenstvo cílové společnosti, pokud jsou informace dále sdělovány za účelem obranných opatření či zapojení třetího (vyhledávání konkurenční nabídky), což odůvodňuje ne zcela přesvědčivě.⁹⁴ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES o nabídkách převzetí tomuto výkladu též mnoho prostoru nedává. Dle čl. 9.2. vyžaduje schválení obranných opatření valnou hromadou (obdobně § 15 odst. 2 zákona o nabídkách převzetí), přičemž sdělení takové informace valné hromadě (předpokládejme, že by splňovala kritéria vnitřní informace) je v přímém rozporu požadavky ZKPT a MAD na rovný přístup k vnitřní informaci a opatření k udržení důvěrnosti vnitřní informace. Za správný lze tedy spíše považovat závěr opačný. Navíc cílové společnosti nic nebrání vnitřní informaci o možné nabídce převzetí v obecné rovině zveřejnit (nikoli konkrétní podmínky nabídky - jednak konečné podmínky cílová společnost až do řádného uveřejnění nabídky navrhovatelem nemůže znát, za druhé je oprávněn je dle zákona o nabídkách převzetí zveřejnit

⁹⁴ „Pokud předání vnitřní informace sleduje pouze cíl obrany před nabídkou převzetí, nejde při dosažení tohoto cíle o žádnou výhodu, již by mohli realizovat jiní.“ Schacht M., Das Insiderhandelsverbot bei Öffentlichen Übernahmeangeboten, Nomos, Baden-Baden, 2002, str. 170

pouze navrhovatel). Zveřejněním obecné informace o potenciální nabídce převzetí vzhledem k obecnosti informace nedojde k nerovnému a předčasnému šíření informací ve smyslu § 8 odst. 1 ZNAB a odejmutí možnosti rozhodnutí se znalostí věci ve smyslu § 15 odst. 1 písm. a) ZNAB. Spíše naopak - cílová společnost by měla zveřejnit, že byla předběžně projednána (viz § 9 odst. 1 ZNAB) a odmítnuta předběžná přátelská nabídka převzetí, a že společnost může být v následujícím období cílem nepřátelské nabídky převzetí (byť o tom zatím nerozhodl orgán potencionálního navrhovatele⁹⁵). Možnost odkladu zveřejnění vnitřní informace by byla dána pouze za splnění podmínek § 125 odst. 2, tj. v případě probíhajících jednání o přátelském převzetí – viz speciální norma v § 9 ZNAB ve spojení s obecným § 125 odst. 2 ZPKT. Pokud se představenstvo cílové společnosti domnívá, že nabídka není v souladu se zájmy společnosti, splnění podmínek dle § 125 odst. 2 ZPKT zcela jistě dáno nebude, neboť soulad se zájmy společnosti pro účely odkladu vnitřní informace posuzuje výhradně statutární orgán dotčené společnosti.⁹⁶ Tím se cílové společnosti zároveň zcela uvolní ruce pro zdůvodnění jednání o konkurenční nabídce převzetí s třetí osobou (srov. § 15 odst. 3 ZNAB umožňující vyhledávat konkurenční nabídky bez souhlasu valné hromady). Navíc transparentní zvyšující upoutání pozornosti na společnost oznámením zájmu jiné společnosti spíše posílí motivaci konkurenčních navrhovatelů, a tím i postavení akcionářů cílové společnosti. Volbu zákonodárce proto považuji za správnou.

Z výše uvedeného tedy plyne, že cílová společnost může před zasláním nabídkového dokumentu ve smyslu § 13 odst. 5 ZNAB zveřejnit obecnou informaci, že se může v blízké době stát cílem

⁹⁵ Takové rozhodnutí je povinen zveřejnit sám navrhovatel – čl. 6.1. směrnice 2004/25 (nezaměřovat s další povinností navrhovatele zveřejnit závazný návrh nabídky převzetí).

⁹⁶ Při maření nabídky převzetí v rozporu se zájmy akcionářů by se člen představenstva kromě postihu z deliktu dle § 61 odst. 1 písm. j) ZNAB navíc vystavoval riziku náhrad škod dle obchodního zákoníku.

nabídky převzetí ze strany určité společnosti a vyhledávat konkurenční nabídky. V souladu s požadavkem § 15 odst. 1 písm. a) však nesmí uveřejnit konkrétní podmínky nabídky převzetí (viz dále) ani důvody odmítnutí v předběžných jednáních, aby se každý mohl rozhodnout s plnou znalostí věci.

K možnostem zahájení včasné obrany cílové společnosti již mimo téma práce ještě dodávám následující, věřím že zajímavé, úzce související pojednání. Jiná obranná opatření do uveřejnění nabídky převzetí patrně nepřicházejí v úvahu, neboť by mohla zmařit nabídku převzetí - jsou dle § 15 odst. 1 b) ZNAB možná až se souhlasem valné hromady cílové společnosti. Ta o nich však může rozhodnout až s plnou znalostí věci (srov. požadavek § 15 odst. 1 písm. a) ZNAB) – nelze valnou hromadu štvát proti nabídce převzetí, když se neví, co vlastně ve finální verzi bude jejím obsahem. „Finální“ nabídku převzetí doručí navrhovatel představenstvu cílové společnosti dle § 13 odst. 5 ZNAB alespoň 10 dnů před uveřejněním nabídkového dokumentu. Domnívám se, že od tohoto okamžiku může cílová společnost svolat valnou hromadu za účelem projednání obranných opatření. Vzhledem k tomu, že navrhovatel může nabídku bez omezení měnit k lepšímu, může dojít i k situaci, že uveřejněná (závazná) nabídka bude nakonec lepší (např. o korunu na akcii), a valná hromada cílové společnosti by schválila obranná opatření pouze proti nabídce z „nezávazného“ nabídkového dokumentu předaného dle § 13 odst. 5. ZNAB (Např. ČNB schválí nabídkový dokument, navrhovatel jej týž den předá představenstvu cílové společnosti – to svolá valnou hromadu k projednání obranných opatření ve 14 zkrácené denní lhůtě dle § 15 odst. 2 ZNAB, přičemž navrhovatel uveřejní nabídku až 30. den po jeho schválení ČNB). Domnívám se, že v takové situaci by měla být dána fikce souhlasu k obranným opatřením i pro zlepšenou uveřejněnou nabídku. V opačném případě, tj. nutnosti konání valné hromady po

uveřejnění nabídkového dokumentu, by se při správném načasování navrhovatele mohla valná hromada cílové společnosti konat teprve 15. den po učinění nabídky převzetí (pozvánku na valnou hromadu nutno dle § 184 odst. 4 obchodního zákoníku a dle § 15 odst. 2 ZNAB uveřejnit 14 dní před jejím konáním). Pokud by závaznost nabídky měla trvat pouze po minimální určenou dobu 4 týdnů (§ 24 odst. 1 ZNAB), na obranná opatření by prakticky nezbyl čas. Není patrně třeba zdůvodňovat, že původní vlastníci by férovou šanci na obranu mít měli.

Z výše uvedeného plyne, že souhlas valné hromady cílové společnosti k obranným opatřením vůči podmínkám nabídkového dokumentu dle § 13 odst. 5 zákona o nabídkách převzetí platí též vůči případně zlepšeným podmínkám oficiálně uveřejněné nabídky, a dále nepřímo též možnost uveřejnění podmínek nabídkového dokumentu emitentem den před valnou hromadou.

4.2. Vedení seznamu osob s přístupem k vnitřní informaci

Seznam osob majících přístup k vnitřní informaci (insider list) vede emitent na základě § 125 odst. 5 dle ustanovení § 7a 8 vyhlášky proti zneužívání trhu. Na seznamu uvádí osoby mající přístup ke konkrétní vnitřní informaci s uvedením jména, data narození a data získání vnitřní informace. Je-li více vnitřních informací, ze seznamu musí být patrné, ke které konkrétní informaci měla uvedená osoba přístup. Do seznamu se zahrnou též osoby mimo emitenta, jež vnitřní informaci získají na základě spolupráce s emitentem (auditor, externí konzultant ...). O těchto osobách je spolupracující osoba povinna emitenta informovat. Vedení seznamu může být vhodné v rozsahu externistů spolupracující osoby delegovat. Tím není dotčena odpovědnost emitenta za vedení seznamu.⁹⁷ Někteří respondenti v komentářích⁹⁸

⁹⁷ Srov. poslední odstavce čl. 6 směrnice 2003/6/ES – členský stát může uložit vedení insider listu externích spolupracovníků též přímo spolupracující osobě. V takovém případě by emitent nebyl odpovědný za pochybení spolupracující osoby. Ve Velké Británii implementována stejně jako v ČR –

k metodice CESR – Second set of MAD guidance uvedli, že vedení insider listů podle pravidel více států při duálním listingu je pro emitenta zbytečně zatěžující a navrhli různá řešení - ČNB navrhla, aby byl seznam veden dle pravidel domovského státu, jiní navrhovali jejich vzájemné uznávání či harmonizaci požadavků na obsah ve směrnici 2004/72/ES, což se jeví jako nejjednodušší řešení. Požadavek britské FSA⁹⁹ na jméno v případě jeho shody v rámci podniku doplněné rozlišujícím dodatkem s uvedením času a data získání informace zajišťuje veškerá data nutná pro naplnění účelu seznamu. Vyhláška by též měla obsahovat požadavek na záznam času nikoli pouze data získání informace.

4.3. Hlášení manažerských obchodů

Povinnosti oznámit transakci s finančním nástrojem podléhají osoby definované v § 125 odst. 5. Jde o vedoucí osoby (viz dále), členy dozorčího orgánu, pouze některé osoby jim blízké ve smyslu § 116 občanského zákoníku - manžel (v Německu též registrovaný partner¹⁰⁰), nezaopatřené děti bez ohledu na to, zda žijí ve společné domácnosti a dále osoby k vedoucí osobě či členu dozorčího orgánu v poměru rodinném nebo obdobném žijícím s nimi nejméně rok ve společné domácnosti,¹⁰¹ kdy újmu, kterou by

odpovědnost za vedení kompletního seznamu má emitent. FSA handbook changes implementing the market abuse directive, březen 2005, http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter12.pdf, str. 6

⁹⁸ Market Abuse Directive - Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Ref: CESR/07-402, str. 11

⁹⁹ FSA handbook changes implementing the market abuse directive, březen 2005, http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter12.pdf, str. 6

¹⁰⁰ Bafin, Issuer Guidline, 15.7.2005, <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0305010000&sprache=1&filter=a&ntick=0>, str. 67

¹⁰¹ Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR, 26 Cdo 1740/2000, ASPI ev. č. 28985: Podle ustálené judikatury (srov. rozhodnutí uveřejněné ve Sbírce soudních rozhodnutí a stanovisek, ročník 1982, pod pořadovým číslem 34, od něhož se judikatura neodchýlila ani po účinnosti novely občanského zákoníku, provedené zákonem č. 509/1991 Sb. - viz např. rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 17. 7. 1997, sp. zn. 2 Cdo 1723/97, ze dne 14. 6. 2000, sp. zn. 26 Cdo 71/99, ze dne 26. 7. 2000, sp. zn. 26 Cdo 1857/99, ze dne 15. 11. 2000, sp. zn. 26 Cdo 719/99) je pojem "společné domácnosti" (§ 706 odst. 1 obč. zák.) vykládán ve smyslu ustanovení § 115 obč. zák., podle něhož společnou domácnost tvoří ti, kteří spolu trvale žijí a společně uhrazují náklady na své potřeby. Soužití osoby, na níž má právo nájmu přejít, s nájemcem bytu, musí být trvalé povahy, tj. musí jít o příslušnost k domácnosti nájemce, vyznačující se souhlasným úmyslem nájemce a spolužijící osoby vytvořit trvalé, předem časově neomezené životní společenství. Soužití lze považovat za trvalé, jestliže tu jsou objektivně zjiřitelné okolnosti, které svědčí o úmyslu vést takovéto životní společenství.

utrpěla jedna z nich, by druhá pocítovala jako svou vlastní. Ze znění § 125 odst. 5 a minory ad maius plyne, že pokud povinnými osobami nejsou odděleně žijící děti, jež nejsou nezaopatřené, nemohou být povinnými osobami ani odděleně žijící rodiče či jiní odděleně žijící příbuzní. Je zcela běžné, že děti a rodiče žijí odděleně, avšak vazby mezi nimi jsou natolik silné, že zprostředkované využití vnitřní informace bez větších překážek umožní. Praktický přínos normy požadující takové hlášení by byl nulový, neboť vedoucí osoba by se vždy mohla hájit tím, že ji výše jmenovaní o svých obchodech neinformovali, přičemž tuto povinnost nelze jakkoli dovodit. Uložení veřejnoprávní povinnosti pouze na základě příbuzenského vztahu by třeba na rozdíl od vyživovací povinnosti dle mého názoru nebylo v tomto případě zdůvodnitelné. Jednalo by se o povinnost na podporu jiné opět pouze prevenční povinnosti hlášení obchodů manažera. To už bychom té prevence a omezování na základě příbuzenského vztahu měli až nad hlavu :o). Navíc by taková povinnost stále neřešila obdobnou možnost snadného obcházení jinými způsoby, například přes přátele. To samé k neodůvodněnosti uložení povinnosti lze tvrdit i o dětech, jež nejsou nezaopatřené a žijí s vedoucí osobou ve společné domácnosti. Povinnost tedy bude v mnoha případech prakticky nevynutitelná a je na zvážení, zda ji nezúžit pouze na manžela (společné jmění manželů), nezaopatřené děti (existuje značné majetkové propojení) a propojené právnické osoby (viz dále). Co se týče německé úpravy, v ČR věc zatím není aktuální, neboť zákon¹⁰² v registrovaném partnerství institut obdobný společnému jmění manželů nevytváří.

Povinnosti dále podléhají právnické osoby, s nimiž jsou výše jmenované fyzické osoby propojeny¹⁰³ (dříve jen právnické osoby

¹⁰² zákon č. 115/2006 Sb. o registrovaném partnerství a o změně některých souvisejících zákonů, ve znění p.p.

¹⁰³ „... právnické osoby, ve kterých jsou tyto osoby osobami s řídicí pravomocí nebo členy dozorčího orgánu, které jsou ovládané těmito osobami nebo jejichž ekonomické zájmy jsou podstatnou měrou shodné s ekonomickými zájmy těchto osob ...“

podílející se na rozhodování emitenta, ostatní PO až s novelou z. č. 56/2006 účinnou od 8.3.2006). Takovou propojenou osobou může být i sám emitent, pokud má vedoucí osoba či osoba definovaná v § 125 odst. 5 na emitentovi účast, neboť v takovém případě jsou ekonomické zájmy emitenta ve smyslu § 125 odst. 5 shodné se zájmy osob definovaných v § 125 odst. 5 (např. manažer vlastníci 20% emitenta rozhodne při znalosti vnitřní informace o nakoupení vlastních akcií emitentem, po zveřejnění vnitřní informace kurz stoupne, akcie jsou prodány, emitent realizuje zisk, z toho 20% připadne manažerovi). V praxi bývá větší či menší míra účasti manažerů na společnosti pravidlem (buďto jde o samotné vlastníky či se na společnosti účastní v rámci motivačního programu). Není tedy důvod, proč transakce emitenta z ohlašovací povinnosti vyjímat (vyjma transakcí v rámci buy-backu a stabilizace, jež mají autonomní ohlašovací a publikační režim), jak to činí v Německu¹⁰⁴. Nejde ani tak o to, že by se orgán dohledu o obchodu emitenta nedozvěděl. O něm dostane informaci z hlášení obchodů (obchodníkem s cennými papíry). Hlášení je však významné nejen pro dohled nad dodržováním pravidel proti zneužívání trhu, ale slouží i k orientaci ostatních investorů (orgán dohledu je povinen jej zveřejnit Čl. 7 preambule a poslední věta čl. 6 směrnice 2004/72/ES). Dalším pozitivem je prevence, neboť povinnost hlášení nepřímo varuje vedoucí osobu, že se pohybuje „na tenkém ledě“.

Aby bylo možné plnění těchto povinností kontrolovat, bylo by vhodné v zákoně (a vyhlášce) stanovit povinnost emitenta hlásit identifikační čísla povinných osob (tj. identifikační čísla pro účely hlášení obchodů ve smyslu § 116 ZKPT - v současnosti rodné číslo vedoucích osob a dotčených rodinných příslušníků a IČ dotčených právnických osob, případně tzv. náhradní identifikační číslo).

¹⁰⁴ Bafin, Issuer Guideline, 15.7.2005, <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0305010000&sprache=1&filter=a&ntick=0>, str. 71

Vedoucí osobu definuje § 2 písm. c). Je jí statutární orgán či jeho člen, výkonný ředitel nebo osoba, jež jiným způsobem skutečně řídí činnost právnické osoby. Důvodová zpráva k vyhlášce zmiňuje vysoce postavené manažery. Dle návrhu novely by měl ohlašovat transakce též člen dozorčí rady či jiného kontrolního orgánu a osoba, jež v rámci emitenta činí rozhodnutí, jež mohou ovlivnit budoucí vývoj a strategii podniku. Definice FSA zahrnuje též ředitele a výkonné manažery operující jednu úroveň pod představenstvem. Tyto osoby pravidelně disponují vnitřními informacemi, neboť činí manažerská rozhodnutí ovlivňující budoucí vývoj a hospodářské vyhlídky emitenta.¹⁰⁵

Ohlašovací povinnost vedoucí osoby vzniká, pokud součet hodnot transakcí vedoucí osoby a osob s ní propojených přesáhne částku 5000 Eur v jednom kalendářním roce (§ 9 odst. 2 vyhlášky), přičemž se započítávají i transakce osob v daném řetězci (§ 9 odst. 3 vyhlášky).

Sčítání transakcí přináší dva druhy problémů. První spíše teoretický – jednotlivé propojené osoby nemusí vědět o transakcích ostatních. Avšak v případě, kdy každý člen rodiny nakoupí akcie daného nástroje v hodnotě 4999 (resp. 5000) Eur, se jen obtížně budou hájit tím, že o transakcích ostatních nevěděli. Druhý problém spočívající ve sčítání různých druhů instrumentů se přesunul z v podstatě ryze teoretické do reálné roviny v druhé polovině roku 2006, kdy se v ČR (na Burze cenných papírů Praha) začaly obchodovat finanční deriváty (investiční certifikáty, warranty a futures). Bylo samozřejmě možné sjednat mimotržní derivátovou transakci, ty se ale pro využití vnitřní informace příliš nehodí (viz oddíl 1.3.). Vzhledem k tomu, že vyhláška výslovně hovoří o „hodnotě transakce“, lze v současnosti takto

¹⁰⁵ FSA handbook changes implementing the market abuse directive, březen 2005, http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter12.pdf, str. 8

hranici, do které nemusí být finanční nástroje hlášeny, navýšit přímo úměrně hodnotou tzv. pákového efektu (leverage) derivátu,¹⁰⁶ vyjma transakce s opcí, u níž hodnotu transakce správně koriguje § 9 odst. 5 vyhlášky.¹⁰⁷

Vyhláška by měla být upravena tak, že v případě derivátu je výši transakce nutno posuzovat relativně - vzhledem k pákovému efektu, (tj. např. při hodnotě pákového efektu 10 by měla být hlášena již transakce přesahující 500 Eur).

Částka 5000 Eur byla převzata z čl. 6 odst. 2 směrnice 2004/72/ES¹⁰⁸. Někteří zahraniční regulátoři namítají, zda-li hranice není nastavena příliš přísně, a zkoumají, zda existuje prostor pro její zmírnění, aby se mohli soustředit na závažnější případy. Obdobný názor byl zaznamenán též u českého organizátora trhu v souvislosti s povinností sledování zneužívání trhu. Současné nastavení považují vzhledem nízkému počtu hlášených transakcí (viz zveřejňované údaje na webu ČNB) pro ČR za vyhovující. Dalším kladem přísnosti tohoto kritéria je, že administrativa spojená s hlášením odrazuje povinné osoby od obchodování s dotčeným nástrojem a nepřímo tak snižuje riziko nedbalostního deliktu využití vnitřní informace.

4.4 Sledování využívání vnitřních informací licencovanými subjekty

Organizátor regulovaného trhu a provozovatel mnohostranného obchodního systému v rámci svého trhu provádí monitoring nezávisle na činnosti orgánu dohledu (viz oddíl 5.1.). Povinnost soustavně sledovat obchodování a vyhodnocovat, zda nedochází k využití vnitřní informace, mu ukládá § 127 (dle připravované novely § 48 písm. j) resp. § 71 odst. 2), stejně jako povinnost

¹⁰⁶ tj. násobek, o který se změní hodnota derivátů, změní-li se hodnota podkladového aktiva o 1, v praxi se tato hodnota pohybuje v rozmezí 1-30

¹⁰⁷ „... v případě opcí se hodnotou rozumí tržní hodnota podkladového aktiva.“

¹⁰⁸ směrnice Komise 2004/72/ES, kterou se provádí směrnice 2003/6ES, co se týče uznávaných tržních postupů, definice důvěrných informací ve vztahu ke komoditním derivátům, sestavování seznamu zasvěcených osob, oznamování manažerských transakcí a oznamování podezřelých transakcí

neprodleně oznámit ČNB důvodné podezření na využití vnitřní informace (dle připravované novely § 49 odst. 1 písm. b) resp. § 71 odst. 3).¹⁰⁹ Zde se nabízí otázka, proč tuto činnost mají vykonávat též subjekty organizující trh, když ji mnohem komplexněji a efektivněji vykonává orgán dohledu? Zásadní argument spočívá v tom, že subjekty finančního trhu by měly fungovat jako autonomní jednotky s vlastním kontrolním systémem, kdy orgán dohledu funguje opravdu spíše jako garant, pomineme-li jeho další funkce (výchovně – pomocné, konzultační), chránící účastníky kapitálového trhu před selháním autonomních ochranných mechanismů. Proto se též přešlo od pojmu orgán dozoru běžně užívaného ještě v roce 2005 k pojmu orgán dohledu. Výše popsanou filozofii nelze zcela uplatnit, neboť autonomní mechanismy jednotlivých subjektů finančního trhu mnohdy nemají možnost se s tímto druhem poruch trhu vypořádat (viz oddíl 5.1.). Nicméně v praxi, kdy jeden instrument bývá zpravidla obchodován na omezeném počtu trhů (zpravidla 1 až 3, např. Orco na min. 5), touto možností do značné míry disponují, a není proto odůvodněné je v tomto ohledu zcela zbavit odpovědnosti za svůj provoz. Spíše podpůrným argumentem může být, že mnoho regulátorů efektivním monitorovacím systémem zatím nedisponuje. Jeho vytvoření je značně časově náročné, přičemž potírání zneužívání trhu je ve světě zatím v začátcích nejen, co se týče aplikace práva, ale i samotného stáří resp. mladosti právní úpravy – viz. 1. kapitola.

4.5. Povinnosti dalších licencovaných subjektů

Další licencované subjekty, jež mají povinnost bez zbytečného odkladu informovat o důvodném podezření na využití vnitřní informace (a zachovávat mlčenlivost o takovém oznámení)

¹⁰⁹ Provozovatelé trhů by měly přispívat k prevenci zneužívání trhů, mj. zavést systém detekce atypických objednávek - čl. 27 preambule MAD a monitorovat transakce účastníků za účelem zjištění chování, jež by mohlo být zneužíváním trhu - čl. 26 a 43 MiFID.

jmenuje § 125 odst. 5.¹¹⁰ Tyto subjekty však nejsou povinny vykonávat za tímto účelem jakoukoli systematickou činnost. Očekává se od nich pouze oznámení zjevně podezřelých případů, např. neobvyklá transakce či obchodní aktivita.¹¹¹ Způsob oznámení stanoví vyhláška proti zneužívání trhu. To by však ne zcela mělo platit o obchodnících s cennými papíry provádějících systematickou internalizaci,¹¹² kde bude vzhledem k autonomnímu obchodování (tj. mimo struktury a dohled regulovaného trhu či mnohostranného obchodního systému) určité systematické vyhodnocování obchodů nezbytné.

¹¹⁰ Obchodník s cennými papíry, zahraniční osoba, která má povolení orgánu dohledu jiného členského státu Evropské unie k poskytování investičních služeb a poskytuje investiční služby v České republice, banka, zahraniční banka, která vykonává na území České republiky svou činnost prostřednictvím pobočky, instituce elektronických peněz, spořitelna a úvěrní družstvo a institucionální investor. Vymezení subjektů je užší než dle Stanovisko Komise pro cenné papíry, č. STAN/12/2004, K ustanovení § 124 odst. 5 a 126 odst. 5 zákona 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, www.cnb.cz/export. To bylo vytvoření na základě již neúčinného znění zákona a zahrnovalo i investičního zprostředkovatele, provozovatele vypořádacího systému a centrálního deponitáře.

¹¹¹ Shodně ve Velké Británii. FSA handbook changes implementing the market abuse directive (březen 2005), http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter12.pdf, str. 2

¹¹² Pravidelné a systematické provádění pokynů zákazníků týkajících se investičních nástrojů tak, že obchodník s cennými papíry obchoduje se zákazníky na svůj účet mimo regulovaný trh či mnohostranný obchodní systém (viz. navrhovaný § 17a ZPKT)

5. Postup správního orgánu při vyšetřování využití vnitřní informace

5.1. Odhalování využívání vnitřních informací

Při vyhledávání případu využití vnitřní informace tvoří základ zpětné prověření obchodování s emisí, pro kterou existovala vnitřní informace resp. lze předpokládat, že existuje (např. se objeví informace o nabídce převzetí). K získání informace o existenci vnitřní informace slouží zejména informační povinnost emitentů (§125 odst. 1) a spíše podpůrně monitoring veřejných zdrojů, zejm. z oblasti finančního zpravodajství. Následně jsou prověřeny obchody na dané emisi v předmětném či vytipovaném období se zaměřením na neobvyklou obchodní aktivitu. Toto prověření může být činěno buď zcela ručně – selekcí vybraných obchodů dle uvážení analytika či kombinováno s automatizovaným předvýběrem dle určitého algoritmu (např. na základě úspěšnosti investora, nekonzistence obchodní aktivity, stáří účtu). Spíše výjimečně lze uvažovat o prověřování obchodování bez povědomí o existenci vnitřní informace. Další možnost přináší prověřování transakcí osob, jež mají nebo mohou mít přístup k vnitřní informaci. Seznam takových osob může být orgánem dohledu veden i v širším rozsahu (např. přátelé vedoucích osob emitenta) než je předepsán pro tzv. insider list emitenta (viz oddíl 4.2.). Pro takový výklad zákona na ochranu osobních údajů hovoří skutečnost, že bez informací o propojených osobách nad rámec insider listu by ČNB vzhledem k charakteru a organizovanosti deliktů zneužívání trhů víceméně nemohla vykonávat zákonem svěřenou povinnost dohledu¹¹³.

Základem ve sledování využívání vnitřních informací by měla být činnost centrálního orgánu dohledu. Jedině centrální dohledový orgán může disponovat komplexní představou o stavu obchodování. Obchody se uzavírají na mnoha tržních místech –

¹¹³ § 1 odst. 1 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění p.p. a § 3 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění p.p.

různých regulovaných trzích, mnohostranných obchodních systémech resp. u systematických internalizátorů¹¹⁴. Transakci lze realizovat u různých subjektů v menších objemech, tak aby posuzována samostatně nevzbudila podezření.

Monitorovací systém orgánu dohledu shromažďuje data od obchodníků s cennými papíry, regulovaných trhů a vypořádacích systémů, případně jiných osob na základě informačních povinností - čtvrtletní zasílání informací obchodníka s cennými papíry o přijatých pokynech a uzavřených obchodech (včetně času vložení obchodu), denní hlášení o uzavřených obchodech obchodníkem s cennými papíry, denní informace o uzavřených obchodech a průběžné informace o nabídce a poptávce od organizátora regulovaného trhu a provozovatele mnohostranného obchodního systému, informace o vypořádání jednotlivých obchodů provozovatelem vypořádacího systému. ČNB je tak schopna zrekonstruovat průběh transakce od počátku až do konce, včetně situace na trhu jako celku k jakémukoli okamžiku.

Důležitým zdrojem podnětů jsou oznámení (obchodníci s cennými papíry, organizátoři regulovaných trhů,¹¹⁵ nespokojení zaměstnanci, soutěžitelé, novináři, anonymní). Například v USA od obchodníků s cennými papíry požadují hlášení o neobvyklé obchodní aktivitě klienta.¹¹⁶ Co se týče následného vyšetřování (fáze po získání podnětu), nelze hovořit o nějakých specifických postupech – zkoumají se písemné podklady (deník obchodníka obsahující mj. čas pokynu), korespondence se zákazníkem, povinně nahrávané telefonní záznamy, koná se výslech svědků a podezřelých ...

¹¹⁴ OTC (mimotržní) obchody nejsou pro využití vnitřní informace vhodné (viz oddíl 1.3.)

¹¹⁵ Např. New York Stock Exchange's předala tento rok U.S.SEC 140 potenciálních insider případů, z toho 26% z minulého roku. Drawbaugh K., WASHINGTON (web Reuters), 26.8.2006

¹¹⁶ U.S. Securities and Exchange Commission, Insider Trading Investigations, září 2000, str. 11

Srov. úžeji pojatou povinnost vybraných osob dle § 124 odst. 5 hlásit podezření na využití vnitřní informace.

5.2. Specifika správního řízení

5.2.1. Souběh s trestným činem

Zkoumaný správní delikt se může překrývat s trestným činem zneužívání vnitřních informací dle § 128 TZ. Vzniká tak konflikt ve věcné příslušnosti mezi ČNB a orgány činnými v trestním řízení, jež příslušné předpisy řeší pouze v případě přestupku.¹¹⁷ V případě vztahu přestupek – trestný čin správní orgán postoupí věc státnímu zástupci nebo orgánům policie, nasvědčují-li skutečnosti, že jde o trestný čin, a v případě vztahu přestupek – jiný správní delikt (např. správní delikt právnické osoby) správnímu orgánu příslušnému k projednání skutku, který je jiným správním deliktem než přestupkem.

Konflikt kompetencí trestního a správního práva při řešení správního deliktu právnické a podnikající fyzické osoby zákony výslovně neupravují. Vezmeme-li případ deliktu jednatele s.r.o., pro vyloučení (jednočinného) souběhu trestného činu a správního deliktu lze při povrchním zkoumání věci argumentovat zásadou *ne bis in idem*. Nutno si však uvědomit, že zde je dána (podaří-li se zjistit konkrétního viníka) odpovědnost dvou různých subjektů, a jednání fyzické osoby je natolik společensky nebezpečné, že jej nelze jako v případě přestupku trestat pouze v rámci správního deliktu a od jeho individuálního potrestání z procesně ekonomických důvodů upustit. Na druhou stranu pouhé potrestání za trestný čin by bezdůvodně zbavilo právnickou osobu odpovědnosti za správní delikt, jehož se dopustila prostřednictvím fyzické osoby podílející se na její činnosti, a tím též povzbuzovalo k využívání bílých koní.¹¹⁸ Souběh deliktů je tedy

¹¹⁷ § 71 písm. a), c) zákona č. 200/1990 Sb., o přestupcích ve znění pozdějších předpisů

¹¹⁸ Otázkou je, zda se právnická osoba může zprostit odpovědnosti za správní delikt (nikoli odpovědnosti za škodu), jež byla založena protiprávním jednáním zaměstnance např. s cílem poškodit společnost, tím, že ji učiní odpovědnou za správní delikt. Zaměstnanec např. učiní transakci na základě vnitřní informace na účet společnosti, kdy společnost takovému jednání objektivně nebude schopna jakkoli předejít. V obecné rovině to možné není, neboť jednání zaměstnance při výkonu zaměstnání se právnické osobě - zaměstnavateli - přičítá stejně jako jednání členů statutárních a jiných orgánů při výkonu činnosti pro

možný a příslušnost je dána u obou orgánů současně (ČNB - správní delikt, orgány činné v trestním řízení - trestný čin).

Význam ustanovení § 177-8 (dle návrhu novely § 165, 166) ZKPT spočívá v postihnutelnosti nedbalostního jednání resp. případů, kdy úmysl není prokázán. Co se týče (prokazaného) úmyslného jednání, příslušná ustanovení mají prakticky pouze preventivní funkci, neboť těžko si lze představit, že by se někdo dopouštěl obchodování zasvěcených osob v tak malém objemu, že by šlo o pouhý přestupek, tj. delikt stupně společenské nebezpečnosti nižší než nepatrné, a nikoli zároveň o trestný čin.

5.2.2. Mezinárodní prvek

Čl. 16.3. MAD stanoví, že je-li dána příslušnost dvou orgánů (ve smyslu čl. 10), orgán A, jenž zjistí porušení pravidel směrnice, oznámí porušení orgánu B. Oba orgány jsou příslušné k vyšetřování a ukládání sankcí (na území svého státu). Oběma orgánům je uložena povinnost koordinovat další postup. Směrnice neurčuje, zda by měl věc řešit primárně, tj. vést řízení o deliktu pouze jeden orgán či oba místně příslušné orgány. Z čl. 16.3. směrnice („strany vzájemně konzultují navrhovaný další postup

právníckou osobu. Z toho vyplývá, že v absurdním případě, kdy by delikt byl spáchán zaměstnancem proti zájmům společnosti s úmyslem vystavit ji trestu za správní delikt (např. v rámci konkurenčního boje), právnícká osoba bude za takový delikt odpovědná. Formální nespravedlnost práva by zde příslušný správní orgán mohl v jednoznačných případech (např. bylo by prokázáno, že manipulace byla prováděna s cílem poškodit zaměstnavatele) korigovat správním uvážením při rozhodování o výši sankce. Právnícká osoba by mohla své nároky vůči zaměstnanci uplatnit v rámci náhrady škody, jež není v případě úmyslu způsobení škody limitována.

Nejistotu v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem přináší ustanovení § 192 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, jenž se v jiných normách správního trestání (nově též v zákonu o nabídkách převzetí § 63 odst. 1). Důvodové zprávy se k jeho znění nevyjadřují a vzniká zde pochybnost o tom, zda-li § 192 odst. 1 lze chápat tak, že jednání zaměstnance je pro účely odpovědnosti za správní delikt odděleno od jednání právnícké osoby, a že právnícká osoba by v takovém případě dle § 192 odst. 1 za jednání svého zaměstnance pro účely správní odpovědnosti (odpovědnost za škodu není dotčena v žádném případě) neodpovídala. Takový výklad by však byl absurdní, neboť by šlo o jiný správní delikt, tj. jednání, jež dle § 71 přestupkového zákona nelze postihnout jako přestupek (pouze jako správní delikt), kdy však právnícká osoba by se deliberovala a dané jednání by nemohlo být ani projednáno jako přestupek. Navíc takový přístup by mohl právníckou osobu motivovat k používání tzv. bílých koní. Lze tedy dovodit, že ustanovení § 192 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu se vztahuje na jiné případy, jednání zaměstnance ač třeba v rozporu s vnitropodnikovými směrnicemi vždy nutno právnícké osobě přisuzovat. S drobnými úpravami převzato z nepublikované právní analýzy odboru trhů a vypořádání ČNB vypracované ve spolupráci s Mgr. Martinem Malichem.

své činnosti“) lze dovodit, že směrnice vybízí k jedinému řízení v souladu se zásadou *ne bis in idem*. Možnost ČNB přenechat řízení dozorovému orgánu jiného státu připouští § 6 odst. 2 zákona č. 15/1998 Sb. (v platném znění). Zásada *ne bis in idem* se též projevuje v 8 odst. 2 zákona č. 200/1990 Sb., o přestupcích (v platném znění).

Jako nejvhodnější se jeví taková dohoda *ad hoc*, že věci se vzhledem k efektivnímu a rychlému vyřešení primárně bude zabývat (tj. povede případné správní řízení) orgán, na jehož území se zdržuje či působí osoba, jež pravidla směrnice porušila, a orgán druhého dotčeného státu poskytne pouze součinnost. Nebude – li podezřelý residentem žádného z dotčených států, mohl by být kritériem pro určení orgánu, jenž povede řízení, vyšší zájem na prošetření věci. Ten bude na straně státu, v němž působí regulovaný trh, na němž jsou dotčené instrumenty obchodovány. V případě kotace na více trzích či v dalších nepředvídaných případech by kritériem mohly být např. výše majetku vlastněného podezřelým v daném státě nebo objem obchodů na jednom z trhů.

5.3. Sankce

Za správní delikt právnické a podnikající fyzické osoby (§ 177 v návrhu novely § 165) a přestupek (§ 178 v návrhu novely § 166) dle § 124 odst. 4 (využití vnitřní informace včetně poskytnutí doporučení a porušení mlčenlivosti) lze uložit pokutu do 10 mil. Kč. Za provinění organizátora regulovaného trhu sledovat a vyhodnocovat obchodování hrozí pokuta do 20 mil. Kč (§ 160 a 161). Za neuveřejnění či nezaslání vnitřní informace ČNB nebo nedodržení povinnosti vést seznam zasvěcených osob lze dle § 171 emitentovi uložit pokutu do 10 mil. Kč.¹¹⁹ Za neoznámení obchodu s investičním nástrojem lze dle § 183 a 184 uložit pokutu do 10

¹¹⁹ FSA může udělit potenciálně neomezenou pokutu emitentům a jejich řídicím osobám za porušení informační povinnosti (Dubow B., Monteiro N., Measuring market cleanliness, Occasional Paper Series 23, FSA, March 2006, str. 12)

mil. Kč. Za neoznámení využití vnitřní informace povinnou osobou (§ 124 odst. 5) nebo nezachování mlčenlivosti o takovém oznámení hrozí dle § 185, 186 pokuta do 10 mil. Kč. Určité donucovací prostředky vůči autorizovaným osobám nabízí též § 136 (opatření k nápravě). Dle § 9b zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, lze uložit pokutu do 5 mil. fyzické a do 50 mil. právnické osobě za neposkytnutí informací a podkladů při šetření vnitřní informace.

Sankce v režimu správního práva odpovídají stavu v jiných zemích (SRN – zákon o obchodu s cennými papíry § 38 odst. 1 až 200 000 Euro¹²⁰ za nesplnění oznamovací povinnosti emitenta 100 000 euro¹²¹ a též viz dále) a lze je považovat v rámci správního práva za adekvátní. Ve Francii¹²² lze mimo pokuty 1,5 mil. Euro udělit trest propadnutí majetku až ve výši desetinásobku neoprávněně získaného prospěchu. V ČR by zavedení takové sankce mohlo být přínosem, neboť lze trvat pouze na vydání získaného prospěchu jako bezdůvodného obohacení dle § 451 odst. 2 občanského zákoníku). Trestní právo sice nabízí možnost trestu propadnutí veškerého majetku (§ 51 TZ), avšak prokázání trestného činu bývá mnohem náročnější než prokázání správního deliktu. Navíc se vzhledem k absenci informací o jeho ukládání domnívám, že českými soudy není aplikován (nejspíše vzhledem k jeho drastičnosti). Dostupné sankce tak nemusí být dostatečně odrazující, jak by mj. též dle čl. 14.1. MAD být měly.

¹²⁰ Delikt je mj. systémově zařazen jako první delikt daného zákona. Gesetz über den Wertpapierhandel, účinný k 5.1. 2007, <http://www.bafin.de/gesetze/wphg.htm#p39>

¹²¹ Bafin, Issuer Guidline, 15.7.2005, str. 84, <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0305010000&sprache=1&filter=a&ntick=0>

¹²² Professional entities may be subject to sanctions related to the conduct of their business activity (warning, reprimand, temporary or permanent prohibition on providing all or part of the services previously provided) as well as to fines up to €1.5 million or ten times' the unlawful profits earned (five times' when the professional in question is an individual, except in cases of market manipulation). Other persons may be subject to fines not exceeding €1.5 million or ten times' the amount of profits earned. Web orgánu dohledu AMF

http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=procedure_sanctions.htm&lang=en&Id_Tab=0#sanctions

6. Právo v praxi

Tento oddíl podává alespoň částečný přehled o vnímání problematiky a aplikaci práva obchodování zasvěcených osob v zahraničí. Následky využívání vnitřních informací jako deliktu bez faktické oběti se stejně jako u korupce projevují pouze nepřímo – ve snížení důvěry investorů a následné méně efektivní alokaci kapitálu. Právě tato skutečnost činí delikt vysoce latentním. Občas se v médiích můžeme setkat se statistikami využívání vnitřních informací typu: odhaduje se, že 30% nabídek převzetí předcházelo obchodování zasvěcených osob. Podrobný popis metody jednoho takového měření včetně jeho výsledků lze nalézt v zajímavém materiálu FSA¹²³, kde se pro základ měření sloužil nárůst objemu obchodování v několikadenním období před a po uveřejnění vnitřní informace v porovnání s několika měsíčním obdobím před uveřejněním.

6.1. USA

Z tiskových zpráv na stránkách orgánu dohledu USA (U.S. Securities and exchange commission)¹²⁴ vyplývá, že od roku 2004-6 bylo oznámeno 5-7 sdělení obvinění ročně. Nepodařilo se mi dohledat, zda-li se jedná o veškerá sdělená obvinění ani kolik případů skončí potrestáním pachatele. Tresty odnětí svobody nejsou v porovnání s peněžitými tresty výjimkou. Výroční zpráva U.S. SEC 2006¹²⁵ uvádí, že obchodování zasvěcených osob tvoří 8% z celkově zahájených trestních řízení (správních - 356 i soudních 218), tj. cca 45. Dotaz na U.S. SEC na počet případů končící potrestáním byl zodpovězen odkazem na výroční zprávu. Úspěšně zakončené případy by se vzhledem k náročné prokazatelnosti mohly pohybovat okolo dvaceti ročně. Tomu by např. v ČR

¹²³ Dubow B., Monteiro N., Measuring market cleanliness, Occasional Paper Series 23, FSA, March 2006, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/op23.pdf>

¹²⁴ <http://www.sec.gov/news/press/pressarchive/2005press.shtml>

¹²⁵ U.S. SEC, Performance and Accountability Report 2006, str. 8 a 11, <http://www.sec.gov/about/secpar/secpar2006.pdf#sec1>

vzhledem k počtu obyvatel a jejich nižší investiční aktivitě odpovídalo cca 0,5 případu, ve Velké Británii pak cca 7 úspěšně zakončených případů ročně. Nicméně, odhaduji, že větších mediálně zajímavých úspěšně dokončených případů bude o řád méně, tj. cca 2 ročně, jinak bychom něco o těchto ostře mediálně sledovaných deliktech slyšeli něco více.

6.2. Velká Británie

Obchodování zasvěcených osob patří mezi velmi živá témata nejen v USA, ale též ve Velké Británii. Dne 2.6. 2007 zveřejnila FSA zprávu o přístupu emitentů a společností zabývajících se investováním k problematice obchodování zasvěcených osob.¹²⁶ V této zprávě kritizovala nedůsledný přístup společností v oblasti pravidel nakládání s vnitřními informacemi s uvedením konkrétních doporučení (např. snížení počtu zasvěcených osob na nezbytné minimum - insider list jedné společnosti obsahoval 200 jmen, používání kódových jmen pro cílové společnosti nabídek převzetí, monitoring obchodních a peněžních účtů zaměstnanců aj.). Následující den monitoring tisku FSA zachytil přes 30 článků¹²⁷ reagujících na tuto zprávu a dosavadní nepřesvědčivé úspěchy FSA v potírání těchto deliktů. V předcházející tiskové zprávě z března 2007¹²⁸ se FSA vyjádřila k dřívější kritice novinářů s tím, že jádro problému vidí ve čtyřech oblastech 1. neochotě dotčených společností důsledně prosazovat účinnou insider politiku, 2. absenci institutu známého v USA pod názvem *plea bargaining* (značné zmírnění resp. odpuštění trestu za přiznání a spolupráci proti těžkým zločincům), 3. pronikání

¹²⁶ FSA, Newsletter on Market Conduct and Transaction Reporting Issues, Issue No.21 July 2007, http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter21.pdf

¹²⁷ Články byly dány k dispozici členům CERS skupiny Surveillance and Intelligence. Jeden z těchto článků s příznačným názvem Don't rob a bank. Work for one (J.Harding, The Times) uvádí statistické údaje o insider trading v USA, kde měly být zachyceny podezřelé ochody ve 41% případů vnitřní informace a v Kanadě, kde mělo dojít k insider trading ve 33 z celkových 52 případů nabídek převzetí. Článek dále uvádí, že banky mají malý zájem na potírání insider trading, neboť je finančně a časově náročné, demoralizující a v případě úspěchu velmi poškozující pověst banky.

¹²⁸ FSA, Insider dealing in the City, březen 2007, http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0317_mc.shtml

organizovaných zločineckých skupin do klíčových oddělení investičních bank a sofistikované obtížně zjistitelné využívání vnitřních informací prostřednictvím široké škály produktů, 4. velmi náročné prokazatelnosti. Z výše uvedených pramenů odhaduji, že počet úspěšně zakončených případů obchodování zasvěcených osob za celou historii nepřekročil číslo dvacet (tzn. cca 1 případ ročně). Tisková zpráva FSA dále uvádí zajímavé údaje o odhadech využití vnitřní informace u 350 vybraných společností obecně a následně při nabídkách převzetí (viz¹²⁹).

6.3. Francie

Francouzská Autorite des Marches Financiers (AMF) ve svém prezentačním materiálu uvádí, že každý rok vyšetřuje cca 30 – 35 případů obchodování zasvěcených osob, z nichž 25% končí udělením správní sankce a 25% je předáno prokurátorovi.¹³⁰ To je až neuvěřitelně vysoký počet. Patrně jde o relativně méně významné případy, jinak by se občas objevila reference ve světových médiích.

6.4. Ostatní evropské země

S výjimkou snad jednoho nebo dvou případů v SRN jsem nezachytil žádné zprávy ohledně úspěšně zakončených případů. Počátkem roku 2006 se CESR dotazoval orgánů dohledu na počty případů obchodování zasvěcených osob (nebylo jasné zda šetřených či úspěšně dokončených), tuším, že za časové období 2004-2005. Odpovědi se většinou pohybovaly v rozmezí 0-3 případy.

¹²⁹ The figures for FTSE 350 show a marked improvement in the level of untoward activity down from 19.6% in the period 1998-2000, to 11.1% in 2002/03 to only 2.0% in 2004/05. However, although the figures show that there is an improving trend there is still a lot of work to be done on mergers and acquisitions activity – for takeover announcements the figures were 32.4% in 2004 to 24% in 2000. The latest figures for 2005 are 23.7%.

¹³⁰ AMF, Markets Surveillance & Investigations, Surveillance and Intelligence group meeting, Berlin, February 16th 2006, str. 23

6.5. ČR

V historii ČR máme pouze dva, zahrneme-li i případy postižené jako front running (viz oddíl 2.5.), tak tři známé případy.

6.5.1. CA IB – 1. případ

Dne 17. 12. 2001 vláda schválila privatizaci Unipetrolu tuzemské společnosti Agrofert za 11,7 mld. Kč. Vzhledem k nedůvěryhodnosti společnosti Agrofert v očích investorů kurz prudce oslabil o 14 % (v závěru dne 12,7%). Komise pro cenné papíry zaznamenala poměrně velké prodeje akcií Unipetrolu několik minut před tím, než informační agentury přinesly oficiální zprávy o rozhodnutí vlády.¹³¹ Komise provedla kontrolu ve společnosti, jež během několika minut před oficiálním zveřejněním zprávy uskutečnila prodeje Unipetrolu v hodnotě cca deset milionů korun (140 500 akcií). Dne 18.1. 2002 bylo zahájeno správní řízení se společností CA IB Securities.¹³² Řízení bylo skončeno dne 30.8. 2002.¹³³ „I když komise podle svého názoru shromáždila ve správním řízení řadu dílčích nepřímých důkazů nasvědčujících využívání důvěrných informací, tyto důkazy netvoří ucelený a logický řetězec,“ napsala komise ve zdůvodnění.“¹³⁴

Rozbor a komentář:¹³⁵

Vyjdeme-li z dostupných informací - denní objem obchodování CA IB na všech emisích 110 000 mil. Kč,¹³⁶ prodej akcií Unipetrolu (jež patřil mezi nejméně obchodované akcie ve SPAD) v hodnotě 10 milionů v průběhu několika minut po zveřejnění rozhodnutí vlády při průměrném denním objemu obchodů za předcházejících

¹³¹ KCP vyšetří možný únik informací o prodeji společnosti Unipetrol, ČTK 21.12.2001, 16:18

¹³² KCP kvůli podivným obchodům s akciemi Unipetrolu šetří CAIB, ČTK 26.1.2002, 00:26

¹³³ KCP: Správní řízení s CA IB skončilo, výsledek nezveřejněn, ČTK 2.9.2002 17:52

¹³⁴ Citace z Komise neprokázala CA IB Securities zneužití důvěrných informací, ČTK, 17.9.2002, 17:34

¹³⁵ Prezentovaný názor byl vytvořen pouze na základě veřejně dostupných informací.

¹³⁶ prohlášení člena představenstva CA IB Věslava Michalíka, KCP prodloužila řízení s CA IB kvůli Unipetrolu do konce června, ČTK, 16.6.2002, 11:55

30 dní cca 25 milionů korun¹³⁷ a výše uvedené vyjádření KCP, jež indikuje, že se podařilo „něco“ nalézt, kdy tím „něčím“ mohl být jedině důkaz, byť nepřímý, o tom, že CA IB měla informaci ještě před podáním pokynů (tj. zásadní skutečnost, která se při využití vnitřní informace prokazuje) - lze uzavřít, že ke zneužití vnitřní informace bez větších pochybností došlo. Otázkou zůstává, proč případ nebyl dokončen?

6.5.2. Alan Svoboda – 2. případ

Obchodní ředitel a místopředseda představenstva ČEZ Alan Svoboda nakoupil těsně před zveřejněním hospodářských výsledků společnosti 29.4.2005 7 500 akcií za cenu 394 Kč/kus.¹³⁸ Po zveřejnění hospodářských výsledků 2.5. 2005 emise zavírala na 410 Kč.¹³⁹ Dle Hospodářských novin¹⁴⁰ měly být „hospodářské výsledky mírně nad očekáváním trhu“. Případně lze vyjít z mediálního vyjádření obviněného, že výsledky byly v souladu s odhadem trhu. Obchod šetřila Komise pro cenné papíry. V tisku se objevují různé spekulace, že vina nebyla prokázána. Řízení je přerušeno z důvodu probíhajícího trestního řízení (od 12.4.2006¹⁴¹).

Rozbor a komentář: Bez komentáře¹⁴²

6.5.3. Kauza Atlantik FT – 3.případ (front running)

Tuto kauzu považuji za jednu ze čtyř nejzávažnějších kauz v oblasti kapitálového trhu od roku 2005.¹⁴³ Tomu odpovídá i

¹³⁷ www.akcie2000.cz

¹³⁸ Výpis manažerských obchodů,

http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy_a_prehledy/Manazerske_obchody.page?key=posjmeno&query=Svoboda

¹³⁹ www.akcie2000.cz

¹⁴⁰ Svoboda chce zpět funkci v ČEZ, HN, 30.6.2006, www.ihned.cz

¹⁴¹ Policie obvinila manažera ČEZ kvůli obchodu s akciemi společnosti, ČTK, 12.4.2006

¹⁴² Věc není pravomocně skončena (řízení přerušeno zahájením trestního řízení). V tomto případě považuji za nevhodné, byť soukromě, se k případu vyjadřovat. Výše uvedené je prostým výtahem z mediálního zpravodajství.

¹⁴³ Druhý ze čtveřice je případ obchodníka s cennými papíry American International Brokers, kde byla 25.5.2005 za závažná porušení týkající se obhospodařování zákaznického majetku uvalena nucená správa,

celková udělená pokuta 8 milionů (nejvyšší pro oblast kapitálového trhu od roku 2005) a podaná trestní oznámení. Oficiální informace lze získat z publikovaných pravomocných rozhodnutí ČNB¹⁴⁴ a širší souvislosti v Týdeníku Euro 28/2007.¹⁴⁵ Dne 14.3.- 17. 3. 2005 pokles kurz akcií Unipetrol z 211,80 (závěrečný kurz na Burze cenných papírů Praha 1.3.2005) pod 110 korun (17.3. v čase cca 9:45).¹⁴⁶ Prvotní příčinou byla nejistota kolem dalšího vývoje akcií Unipetrol. Pokles kurzu následně podpořily nucené výprodeje investorů (tzv. stop loss pokyny), jež nakupovali tyto akcie na úvěr.

Jeden z poškozených poukázal na to, že byl až do pozdních odpoledních hodin obchodníkem s cennými papíry společnosti Atlantik FT, a.s. (patřící do skupiny Karla Komárka¹⁴⁷, dále jen „Atlantik“) několikrát ujišťován, že jeho portfolio je netknuté, načež ke konci dne byl vyrozuměn, že stop loss pokyn zlikvidoval víceméně celé jeho portfolio již kolem deseti hodin dopoledne. Záznamy z komunikace ukázaly, že obdobně dopadli i někteří další klienti, nakupující na úvěr.¹⁴⁸ To značně zpochybnilo pravdivost záznamů v deníku obchodníka. Atlantik se bránil tím, že jeho informační systém nefungoval, a že makléři komunikující se zákazníky nevěděli o zadaných stop loss pokynech risk managera. Nucené výprodeje byly na burze registrovány až následující den, přičemž dle pravidel Burzy cenných papírů Praha tak mělo být učiněno nejdéle do 120 minut (v současné době činí lhůta pro registrování blokového obchodu na BCPP v otevřené fázi

8.2.2006 odňata licence (www.cnb.cz – pravomocná rozhodnutí), podáno trestní oznámení pro zpronevěru a následně též prohlášen konkurs, ve třetím případě - AFIN BROKERS bylo 11.12.2006 odňato povolení za nadměrné obchodování za účelem navýšení provizí OCP (www.cnb.cz – pravomocná rozhodnutí), a čtvrtá kauza se řeší, takže jméno dotčeného subjektu nelze uvést.

¹⁴⁴ Č.j. KCP916531 ze dne 5.4.2007 a KCP959178 ze dne 19.7.2007, http://www.cnb.cz/export/CZ/Seznamy_a_prehledy/Pravomocna_rozhodnuti.page

¹⁴⁵ Skřivánek T., Týdeník Euro, č. 28, Euronews a.s., červenec 2007, str. 40-42

¹⁴⁶ Hodnoty kurzu na BCCP, zdroj www.akeie-2000.cz

¹⁴⁷ Skřivánek T., Týdeník Euro, č. 28, Euronews a.s., červenec 2007, str. 40

¹⁴⁸ Rozhodnutí ČNB, č.j. KCP916531 ze dne 5.4.2007, www.cnb.cz

obchodování 5 minut¹⁴⁹). To, že občas něco nefunguje a že se občas nějaký obchod zaregistruje či nahlásí později, se stane. Jenže zde to bylo zvláště podezřelé v kontextu další skutečnosti, kdy obchody s takto postiženými klienty uzavíral jako protistrana prostřednictvím společnosti Speedywhiz registrované na ostrově Man člen představenstva Atlantiku Pavel Šaroch.¹⁵⁰ To, že obchody byly do nezávisle vedené evidence BCPP nahlášeny až o den později podporuje, stejně jako výpovědi poškozených, předpoklad o antedatování stop loss pokynů v deníku obchodníka, tj. že alespoň některé nucené výprodeje byly učiněny později – v době, kdy na to již Atlantik neměl právo, neboť kurz mezitím již opět stoupl nad hranici stop loss pokynu. Zajímavé též bylo, že objednávka společnosti Speedywhiz z 18:00 16.3.2007 na 2 700 000 kusů akcií měla tak nízkou limitní cenu - 138 Kč¹⁵¹, že za normálních okolností by za jeden den nemohla být uspokojena. Závěrečný kurz z daného dne 16.3. byl 138,25¹⁵², tj. dokonce vyšší než limitní cena objednávky, přičemž předcházející 3 dny se zobchodovalo od 3 do 5 mil. kusů denně, jinak průměrně kolem milionu kusů denně.¹⁵³ Tomuto objemu odpovídaly akcie ohrožené stop loss pokyny – informace o objemu akcií ohrožených stop loss pokyny tak bezpochyby naplnila definici vnitřní informace (více k problematice velkých objednávek jako vnitřních informací viz oddíl 2.5.) Kdyby objednávku začal Atlantik provádět okamžitě tak, jak by správně měl, tj. 17.3. ráno, cena by nemohla dále klesat. Atlantiku byla uložena pokuta ve výši 4 miliony korun za upřednostnění svého zájmu před zájmy zákazníků ve smyslu § 15 odst. 1 písm. f). V tomto případě šlo o tzv. *front running* (viz oddíl 2.5.), jenž spočíval ve využití informace o hrozících stop loss pokynech ve prospěch spřízněné společnosti Speedywhiz, která tak nakoupila lépe na úkor nuceně prodávajících, než kdyby

¹⁴⁹ http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Parametry_obchodovani.pdf, str. 2

¹⁵⁰ Skřivánek T., Týdeník Euro, č. 28, Euronews a.s., červenec 2007, str. 42

¹⁵¹ Rozhodnutí ČNB, č.j. KCP959178 ze dne 19.7.2007, www.cnb.cz

¹⁵² www.akcie2000.cz

¹⁵³ www.akcie2000.cz

její pokyn byl prováděn korektně, tj. okamžitě.¹⁵⁴ Atlantik byl dále postižen pokutou 4 miliony korun za porušení povinnosti vést deník obchodníka s cennými papíry dle § 13 odst. 2 písm. a) a písm. b).¹⁵⁵ Pokud by se závěry ČNB o neoprávněných prodejkách¹⁵⁶ podařilo obhájit i při vyšším důkazním standardu trestního řízení, jednalo by se o delikt porušování povinností při správě cizího majetku (dle § 255 TZ), a pokud by se prokázalo, že osoba zadávající stop loss o neoprávněnosti prodeje věděla (tj. zadala je vědomě zpětně), o zpronevěru (dle § 248 TZ).

6.5.4. Další zajímavé situace

Přijetí ČEZ k obchodování na Varšavské burze

Dne 3.10.2006 spol. ČEZ, a.s. po několika letech od oznámení úmyslu požádat o přijetí svých akcií k obchodování na varšavské burze zveřejnila konkrétní termín přijetí (25.10.2006).¹⁵⁷ Normálně by tato informace nebyla způsobila ovlivnit kurz, jenže polské penzijní fondy měly problémy s umístováním volných prostředků, neboť musely 95 % prostředků investovat do investičních nástrojů obchodovaných v Polsku. ČEZ tedy mohly ve větší míře nakoupit až po přijetí k obchodování v Polsku, kde se kapitálový trh sice rychle rozvíjel, avšak investiční možnosti velkých investorů zůstávaly stále omezené. Vnitřnost informace tak zůstávala skryta, neboť ne všichni investoři si poměry v Polsku uvědomovali. To dokazuje též pozdní reakce na zveřejnění informace (viz dále), přestože ČEZ informaci na svém webu správně označil jako vnitřní. Na tuto informaci trh nereagoval vůbec a na oznámení zprávy o přijetí dne 24.10.2006¹⁵⁸ se značným zpožděním – až 25.10., dne 24.10. kurz stoupl pouze o

¹⁵⁴ Rozhodnutí ČNB, č.j. KCP959178 ze dne 19.7.2007, www.cnb.cz

¹⁵⁵ Rozhodnutí ČNB, č.j. KCP916531 ze dne 5.4.2007, www.cnb.cz

¹⁵⁶ Rozhodnutí ČNB, č.j. KCP916531 ze dne 5.4.2007, www.cnb.cz

¹⁵⁷ <http://ipoint.financninoviny.cz/cez-planuje-zahajit-dual-listing-na-burze-ve-varsave-25-rijna.html>

¹⁵⁸ Na webu ČEZ není údaj o čase, ale muselo se tak stát před časem 11:54, přičemž obchody na BCCP bylo tehdy možné uzavírat do 16:00 - Duální listing ČEZu ve Varšavě (TZ ČEZ), ČEKIA, a. s., 24.10.2006 11:54:00, http://www.akcie.com/clanek.php?ID_CLANEK=9339

0,64%. Následně (do 24.11.2006) se kurz posunul z 852 na 923, tj. o 8,3 %, z toho o 4,57 % ve dnech 24-26.10.2006.¹⁵⁹

Tato situace ukazuje, že v některých případech by bylo vhodné po emitentovi požadovat, aby při zveřejnění vnitřní informace, není-li to samo o sobě zjevné z jejího obsahu, zároveň uvedl, v čem spatřuje její způsobilost ovlivnit kurz (měl by tedy např. uvést nejen výši hospodářských výsledků, ale též o kolik se liší od výsledků minulého období). Německý regulátor vyžaduje, aby obsah zveřejnění investorovi poskytl jasný obraz o „vniklé“ situaci a při zveřejňování finančních ukazatelů též zveřejnění příslušných údajů za poslední rok.¹⁶⁰

¹⁵⁹ www.akcie2000.cz

¹⁶⁰ Bafin, Issuer Guidline, 15.7.2005, str. 48, <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0305010000&sprache=1&filter=a&ntick=0>

7. Závěr

7.1. Stručné zhodnocení americké a evropské právní úpravy a jejich aplikace

Americká právní úprava trpí neduhem nesprávných právo deformujících judikátů Nejvyššího soudu, od nichž není ochotna se oprostit a postihnout jádro problému. Rozvíjením slepé větve teorie zpronevěry uměle vytváří potřeby společnosti, jež je třeba chránit. To způsobuje závažné trhliny v postihování sekundárních zasloučenců. Z pohledu aplikace práva nutno uvést, že v USA se v určité omezené míře daří postihovat nejen primární, ale někdy též sekundární zasloučence. Oproti tomu prosazování evropského práva je nejen v ČR, ale též v ostatních zemích EU i v roce 2007 (po téměř 20 letech od první směrnice – Insider Dealing Directive z roku 1989) stále v počátcích. Počty případů skončených potrestáním pachatele odhadují pro větší evropské země v jednotkách za celou historii, přičemž některé země včetně ČR stále na svůj první případ čekají.

Evropská úprava vychází z americké, avšak není zatížena její minulostí. Principiálně lze říci, že jde o vyšší vývojový stupeň se základy reflektujícími skutečné potřeby společnosti, jež však je stále pouhým prototypem, jemuž se dosud celkově (s výjimkou Španělska a Švédska) nepodařilo překonat svého předchůdce nejen v rovině aplikační – prokazování deliktů využití vnitřní informace, ale ani v rovině normativní. To se týká zejména nutnosti založení odpovědnosti pouhou dispozicí při znalosti vnitřní informace oproti současnému požadavku na prokázání využití vnitřní informace. Bude-li tato otázka vyřešena, bude možné evropskou resp. českou právní úpravu považovat za vyspělejší. V Evropské úpravě není na rozdíl od americké důvod rozlišovat různé kategorie zasloučených osob a zbytečně ji tak zatěžovat. Zatím spíše okrajový přínos by mohlo mít prozkoumání

a nastavení standardů pro uplatňování soukromoprávních nároků na náhradu škody.

7.2. Obecné zhodnocení situace v ČR a návrhy změn

Obecné zhodnocení situace v ČR

Právní úprava vnitřních informací je relativně komplexní, harmonizovaná a až na výjimku spočívající v nutnosti *prokázat využití* vnitřní informace, bez závažných nedostatků. Základ boje proti této činnosti tvoří prevence. Zatím žádný případ neskončil potrestáním pachatele. Částečnou útěchou v tomto ohledu může být jen o zlomek lepší stav v nejvyspělejších zemích. Obchodování zasvěcených osob je fakticky nejen zločinem bez oběti, ale zatím i bez trestu. V ČR by se snad mohlo blýskat na lepší časy.¹⁶¹ Vzhledem k absenci vlastních zkušeností ČR v tomto ohledu zvláště oceňuji členství v EU, usnadňující získávání zahraničních praktických zkušeností (zejména při vyhledávání deliktů) v rámci institucionalizovaných konzultačních skupin.

Obecná ochrana před využitím vnitřních informací týkajících se komoditních a exotických derivátů (investiční nástroje ve smyslu oddílu C.10. přílohy I. směrnice 2004/39/ES o trzích s finančními nástroji) zajišťovaná § 124 zákona o podnikání na kapitálovém trhu je dostatečná a současná situace si nevyžaduje specifickou úpravu derivátových investičních instrumentů. V úvahu přichází posílení ochrany před využitím vnitřní informace obchodem s komoditou samotnou (úprava zákona o komoditních burzách je v podstatě nefunkční, připravuje se nový zákon), avšak situaci nelze považovat za kritickou. Ekonomická pozice ČR v globální ekonomice je natolik nevýznamná, že v ČR by takové vnitřní informace vznikat neměly a využití informací vzniklých v zahraničí na trzích v ČR je s výjimkou elektrické energie (ta však nepatří právě mezi podkladová aktiva, o nichž by vznikaly

¹⁶¹ Z taktických důvodů není vhodné veřejně podrobněji rozvádět.

vnitřní informace) značně omezeno nízkými objemy obchodů s těmito produkty (viz oddíl 1.4.).

Návrhy změn

Současná koncepce zákazu využití vnitřních informací a její případná interpretace, jež by umožňovala potrestat obchodování zasvěcené osoby při neprokázání využití vnitřní informace přináší zásadní rozpor, neboť v případě dispozice s dotčeným finančním nástrojem jde v zásadě o jednání v souladu s právem, zakázané pouze v případě, pokud bude úkon učiněn na základě vnitřní informace (tj. vnitřní informace bude využita). V praxi v podstatě nelze tyto delikty až na ojedinělé výjimky (pachatel bude usvědčen např. záznamem telefonního hovoru) či zcela zjevně opakující se případy prokázat. Pro efektivní prosazování zákazu jednání na základě vnitřní informace by bylo vhodné zavést generální zákaz jednání při znalosti vnitřní informace s uvedením výjimek, kdy pachatel prokáže, že by danou dispozici musel učinit i bez znalosti vnitřní informace (viz oddíl 3.1.1.).

Návrh změny § 124 odst. 4 písm. a) ZPKT

(4) Zasvěcená osoba

a) nesmí ~~využít vnitřní informaci tím, že~~ na svůj účet nebo na účet třetí osoby přímo či nepřímo ~~nabude nebo zeizí~~ **nabýt nebo zcizit** finanční nástroj, jehož se vnitřní informace týká, nebo se o jeho nabytí či zcizení pokusí pokusit; to neplatí, jestliže zasvěcená osoba plní svůj závazek ze smlouvy uzavřené před získáním vnitřní informace, nebo v případě **prodeje finančního nástroje bez pochybností prokáže, že by jej musela učinit, i kdyby vnitřní informaci neměla.**

Rozlišení zasvěcených osob v současné právní úpravě není důvodné, text § 123 odst. 4 „a ví, nebo může vědět, že jde o vnitřní informaci“ je zavádějící a nadbytečný. To platí též pro

směrnici MAD – čl. 2.1 a čl. 4. Subjektivní stránku deliktu nelze tímto způsobem objektivizovat. Zасvěcenou osobu lze zcela přesně jednoduše definovat jako osobu disponující vnitřní informací (viz oddíl 2.6.).

Měla by být požadována doba dvou hodin k absorpci zveřejněné vnitřní informace, kdy by stále platil zákaz obchodování zasvěcených osob (viz oddíl 2.2.1.).

Zákon by měl stanovit, že pokud jiná osoba než emitent zamýšlí publikovat vnitřní informaci či potenciálně vnitřní informaci, měla by v dostatečném časovém předstihu (např. jednu hodinu před zahájením distribuce) uvědomit emitenta pro umožnění uveřejnění informace investory očekávaným způsobem (viz. oddíl 4.1.1.).

Právní úprava nezmiňuje výjimku čl. 29 MAD (využití vnitřní informace získané v souvislosti s nabídkou převzetí při realizaci nabídky převzetí). Bez zkoumání textu směrnice by dovést tuto výjimku mohlo být obtížné až nemožné, proto bude lepší ji v zákoně výslovně uvést (viz oddíl 3.4.2.).

Okruh osob dle § 125 odst. 5, jejichž obchody se započítávají pro účely hlášení manažerských obchodů by bylo vhodné zúžit pouze na manžela (společné jmění manželů), nezaopatřené děti a propojené právnické osoby. U jiných osob vynucování této povinnosti nelze zdůvodnit (viz oddíl 4.3.).

Bylo by vhodné zvážit rozšíření škály administrativních peněžitých sankcí násobek (až desetinásobek) neoprávněného ziskového prospěchu. Tato sankce, známá např. ve Francii nebo USA, je zvláště aktuální při relativně mírně nastavených peněžitých sankcích v případě využití vnitřní informace. Mohla by

těž výrazněji preventivně působit v obecné rovině, zejm. u deliktů obchodníků cenných papírů vůči svým klientům. Ti jsou vzhledem ke složitosti a nedostatku veřejných informací o obchodování ve značné míře odkázáni pouze na ochranu orgánu dohledu.

Bez ohledu na pochybný charakter velké objednávky u obchodníka s cennými papíry jako vnitřní informace není důvod v zákoně definovat zvláštní kategorii vnitřních informací o velkých objednávkách. Odstavec 2 § 124 by měl být odstraněn (viz oddíl 2.5.).

V případě deliktu využití vnitřní informace obchodem na organizovaném trhu by se měla zvážit zákonná úprava vylučující nároky na náhradu škody z deliktu a povinnost vydat bezdůvodné obohacení z deliktu státu nebo ex offio povinnost orgánu dohledu či orgánů činných v trestním řízení identifikovat poškozené a objem obchodů uzavřených s pachatelem. Vzhledem k určité absurditě a zátěži druhé varianty preferuji zákonné vyloučení nároku na náhradu škody (viz oddíl 1.2.).

Definiční atribut přesnosti vnitřní informace dle čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124/ES a § 2 odst. 1 vyhlášky proti zneužívání trhu (č. 536/2004) by bylo vhodné odstranit, neboť nepodstatné informace bez problémů odfiltruje kritérium způsobilosti ovlivnit kurz (viz oddíl 2.3. a 2.4.).

Uveřejnění vnitřní informace by mělo obsahovat vysvětlení způsobilosti ovlivnit kurz, pokud to není samo o sobě zjevné z obsahu uveřejňované informace (viz oddíl 6.5.4.) a den, kdy vnitřní informace vznikla (důležité zejména u těch vnitřních informací, jejichž publikace byla odložena). Vyhláška by pro vedení seznamu zasvěcených osob měla obsahovat též požadavek na záznam času nikoli pouze data získání informace konkrétní

zasvěcenou osobou (viz oddíl 4.2.). Uveřejnění vnitřní informace emitentem by mělo o 30 minut předcházet oznámení organizátorům regulovaných trhů za účelem zvážení pozastavení obchodování a případně i koordinace postupu u duálně listovaného instrumentu (viz oddíl 4.1.1.).

Vyhláška by při nastavení hranice pro hlášení manažerských obchodů 5000 Euro za rok měla zohledňovat i jiné nástroje s pákovým efektem než opce. Aby bylo možné plnění těchto povinností kontrolovat, bylo by vhodné stanovit povinnost emitenta hlásit identifikační čísla povinných osob (viz oddíl 4.3.).

Literatura

- AMF, Markets Surveillance & Investigations, Surveillance and Intelligence group meeting, Berlin, February 16th 2006
- Bafin, Issuer Guideline, 15.7.2005, www.bafin.de
- CESR/06-562b, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market, červen 2007
- CESR/07-402, Market Abuse Directive - Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market
- Dubow B., Monteiro N., Measuring market cleanliness, Occasional Paper Series 23, FSA, March 2006, www.fsa.gov.uk
- Figiel S., Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, V&R unipress, Deisenhofen 2005
- Elder L., Legalize insider trading, Capitalism Magazine, Srpen 2004,
- FIN-FSA, 10 Trading guidelines for insiders, June 2007, www.fin-fsa.fi
- FSA, FSA Handbook, www.fsa.gov.uk
- FSA, Insider dealing in the City, březem 2007, www.fsa.gov.uk
- FSA, Newsletter on Market Conduct and Transaction Reporting Issues, Issue No.21 July 2007, www.fsa.gov.uk
- Gesetz über den Wertpapierhandel, účinný k 5.1. 2007, www.bafin.de
- Koranda V., Porušování povinností při správě soukromoprávních subjektů, Eurolex Bohemia, Praha 2004
- Kotásek J., Pokorná J., Raban P., Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů, C.H.Beck 2005
- ESME Report, Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation, červen 2007
- Novotný D., Problematika insider trading v právu USA, 2005, www.epravo.cz
- Skřivánek T., Týdeník Euro, č. 28, Euronews a.s., červenec 2007
- Struck Ch., Ad-Hoc-Publizität zum Schutz der Anleger vor vermögensschädigendem
- Tomčiak B., Pomarančový koncentrát je zabiják, Colosseum, a.s. 2007
- Wertpapierhandel, Peter Lang, Frankfurt am Main 2003
- SEC boss worried about options backdating, 8.6.2006, www.msnbc.msn.com
- Schacht M., Das Insiderhandelsverbot bei Öffentlichen Übernahmeangeboten, Nomos, Baden-Baden, 2002
- U.S. Securities and Exchange Commission, Insider Trading Investigations, září 2000
- U.S. Securities and Exchange Commission, Performance and Accountability Report, 2006
- Wang W. K. S., Steinberg M. I., Insider Trading, Aspen law & Business, Inc.

Další zdroje:

Rozsudek Evropského soudního dvora C-391/04, www.curia.europa.eu

Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR, 26 Cdo 1740/2000, ASPI ev. č. 28985

Stanovisko Komise pro cenné papíry č. STAN/13/2003, K některým otázkám týkajícím se nakládání s důvěrnými informacemi ve smyslu ustanovení § 81 zákona o cenných papírech, www.cnb.cz/export

Stanovisko Komise pro cenné papíry, č. STAN/12/2004, K ustanovení § 124 odst. 5 a 126 odst. 5 zákona 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, www.cnb.cz/export

www.akcie-2000.cz

www.bafin.de

www.curia.europa.eu

www.cez.cz

<http://www.cnb.cz/export>

www.fsa.gov.uk

www.investopedia.com

www.ipoint.cz

www.patria.cz

www.pse.cz

<http://www.rm-system.cz>

<http://www.univyc.cz>

<http://www.sec.gov>

www.wikipedia.org

Summary

This work deals with Czech and European law of insider trading and its enforcement in practice. Insider trading means trading of persons privy to not publicly known information which could have significant effect on price of an investment instrument admitted to trading on a regulated market. At the beginning, why to forbid such practice – economic and moral reasons are described, followed by brief summary with some comments of the legal development from the early beginning to present time in the USA, through development in Europe to the current situation in the Czech Republic. Chapter 2 contains interpretation of Czech and European definition of inside information with some common examples of inside information. Chapter 3 deals with insider trading ban (here you can also find description of a serious problem with necessity of proving using inside information instead of proving only trading after obtaining inside information) and its application in specific situations and exclusions given by national or EU legislation (e.g. take over bids). The next chapter refers to duties in connection with inside information, especially of issuers, insiders and regulated market providers. Chapter 5 and 6 deal with detection methods, specifics of administrative proceeding, sanctions, basic description of enforcement in USA, certain bigger EU countries and description of 3 cases detected and investigated in the Czech Republic so far. Conclusions in chapter 7 contain brief comparison of USA and EU legal framework, criticize ineffectiveness of enforcement, warn of problems in Czech legal framework and also at the European level and indicate possible improvements, especially the problem with necessity to prove using of inside information suggesting to change the law on the base of general trading ban with some necessary exceptions and problem with unreasonable complicated and misleading definition of insider suggesting to change it into simple precise definition of person possessing inside information.

JUDr. Vladimír Koranda vystudoval právnickou univerzitu Masarykovy university v Brně (2002). Od roku 2005 pracuje v České národní bance - v současnosti na pozici experta dohledu odboru cenných papírů a regulovaných trhů a je studentem doktorského studijního programu na právnické fakultě Karlovy university v Praze. Specializuje se na problematiku organizátorů regulovaných trhů a zneužívání trhu. Z jeho dřívější publikační činnosti lze zmínit monografii Porušování povinností při správě majetku soukromoprávních subjektů (2005).