

11. 4. 2005

Veźměte, prosíme, na vědomí, že text článku odpovídá platné právní úpravě ke dni publikace.

Fenomém zvaný 'INSIDER TRADING'

V minulém roce byla přijata řada nových zákonů a změn stávající legislativy v oblasti kapitálových trhů. Jedním z nich byl i zákon o podnikání na kapitálovém trhu, který nahradil dosavadní veřejnoprávní část zákona o cenných papírech a zákon o burze cenných papírů.

Tento zákon obsahuje mimo jiné i novou úpravu ochrany a zákazu zneužití důvěrných (slovy zákona vnitřních) informací tzv. zasvěcenými osobami, nebo-li *insider*, v rámci obchodování s investičními nástroji na veřejných trzích členských států Evropské unie. Zasvěcenými osobami jsou např. statutární orgány emitenta nebo jeho zaměstnanci, akcionáři, ale i další osoby, které mají k důvěrným informacím z důvodů v zákoně uvedených přístup. Tyto osoby nesmějí znalosti důvěrných informací (*inside information*) při obchodování na veřejných trzích využívat ku prospěchu svému či třetích osob. Vnitřní informací je zjednodušeně řečeno taková informace týkající se daného investičního nástroje nebo jeho emitenta, která není veřejně dostupná a po svém uveřejnění může významně ovlivnit kurz investičního nástroje nebo jeho výnosu. Takto by bylo možné ve zkratce shrnout fenomén, který je obecně označován anglickým výrazem „*insider trading*“.

V České republice je *insider trading* v té či oné podobě zakázán od poloviny devadesátých let dvacátého století. Regulace v mnohých státech s daleko vyspělejšími kapitálovými trhy však není o mnoho starší. Ještě v poměrně nedávné době bylo možné vcelku přesvědčivě tvrdit, že jedinou zemí s relativně funkční a vynutitelnou regulací byly Spojené státy americké, kde kořeny právní úpravy spadají do počátku 40. let dvacátého století a širší aplikace soudy pak do počátku 60. let. Přístup amerického regulátora, Security and Exchange Commission (SEC), bývá někdy s trochou nadsázky shrnován do přesvědčení, že 'ti, jež byli usvědčeni ze zneužití vnitřní informace, by měli být ponecháni nazí, bez domova a automobilu'. Takový přístup se po dlouhou dobu jevil jako extrémní ve srovnání s většinou ostatních států, které až na výjimky *insider trading* netrestaly buď vůbec nebo existující pravidla zřídka kdy vynucovaly.

Totéž bylo do konce 80. let 20. století, kdy byla přijata první regulace na komunitární úrovni, možné říci i o většině států Evropské unie. Např. v Německu byla regulace dokonce až do poloviny devadesátých let založena na systému dobrovolných směrnic na úrovni jednotlivých společností s omezenou sankční funkcí. Jako důvod chybějící vůle k přísnější regulaci byl uváděn mimo jiné úzký vztah mezi německými bankami a korporacemi. Situace byla označována za svým způsobem 'organizované obchodování s důvěrnými informacemi'. V podobné situaci se nacházelo také například Japonsko, které zavedlo přísnější regulaci koncem 80. let. Vyhledávání důvěrných informací údajně do té doby v Japonsku patřilo mezi služby, které klient od obchodníka přímo očekával.

Přestože dnes již většina států s vyspělými kapitálovými trhy přijala opatření k zamezení zneužívání vnitřních informací, zejména na akademické půdě jsou stále vedeny diskuse o smysluplnosti takové regulace. Jedním z nejčastějších argumentů kritiků regulace bývá zpochybnění skutečnosti, že zneužití důvěrné informace při obchodování na veřejném trhu někoho poškozuje. Zjednodušeně řečeno, insider, který využívá důvěrné informace při obchodování na veřejném trhu, svoji 'oběť' do uzavření obchodu nijak nenutí. Protihráč vstupuje na trh dobrovolně a jeho investiční rozhodnutí je pravděpodobně zcela nezávislé na konání *insidera*. Nevýhodný obchod by tento investor v daný den uzavřel s jakoukoli třetí osobou, *insiderem* nebo běžným investorem. Tyto a další nespočetné argumenty jsou zastánci regulace vyvraceny jednak v rovině etické (rovný přístup investorů k informacím), ale i v rovině ekonomické (prokazováním vzniku ekonomické újmy *neinsiderům*). Tuto teoretickou bitvu však v rovině praktické vyhráli zastánci regulace a většina zemí s vyspělými kapitálovými trhy přijala pravidla trestající *insider trading*.

Mezi nejdůležitější faktory, které ovlivnily tuto změnu, lze zařadit zejména globalizaci kapitálových trhů a s tím související vzrůstající soutěživost mezi nimi. Globalizace a technologický pokrok v obchodování byly příčinou prudkého nárůstu mezinárodních transakcí. Protože obchodování s důvěrnými informacemi na domácím trhu často odrazovalo zahraniční investory, začalo být odsuzováno jako jev omezující transparentnost trhu. Zejména v Evropě se aspirace na vedoucí pozice v oblasti kapitálových trhů v rámci jejich sbližování stala neslučitelnou s tolerancí *insider tradingu* (např. britský tisk s určitou ironií stavěl německé finanční trhy v době největších skandálů do stejné skupiny s třetím světem). Dalším faktorem se stala potřeba mezinárodní spolupráce v rámci vyšetřování. V rámci stíhání

přeshraničních transakcí proslula zejména americká SEC, která vyvíjela značný nátlak na ostatní regulátory, jenž v některých zemích skutečně vedl k přijmutí nebo posílení norem postihujících *insider trading*. V neposlední řadě to byl také technologický pokrok, který na jedné straně vytvořil mnohé nové příležitosti pro *insidery*, na druhé straně poskytl regulátorům podstatně vyspělejší systémy k odhalování neobvyklých obchodů.

Nová a komplexnější česká úprava reaguje na požadavky nové evropské směrnice o ochraně vnitřních informací a zneužití trhu. Ve srovnání s dosavadní úpravou je v novém zákoně zřejmá zejména snaha o větší transparentnost a posílení prevence. V praktické rovině to znamená, že každý emitent veřejně obchodovaných cenných papírů nyní musí povinně vést seznam osob, které mají přístup k vnitřním informacím emitenta a je povinen tento seznam poskytnout Komisi pro cenné papíry (Komise) na její žádost. Osoby, které se v rámci emitenta podílejí na rozhodovacích pravomocích, jsou nadto od května minulého roku povinny oznamovat Komisi veškeré transakce s cennými papíry vydanými emitentem (tyto obchody Komise zveřejňuje na své webové stránce v titulu 'manažerské obchody'). Povinnost hlásit podezřelé obchody dopadá také na osoby podílející se na obchodování s investičními nástroji. Tyto nástroje by měly Komisi, případně policii, poskytnout další užitečný zdroj výchozích informací pro složitý proces vyšetřování a dokazování spáchání takového činu (doposud zahájená řízení končila nejčastěji zastavením z důvodu nedostatku důkazů). Uvidíme tedy, zda se i v českém prostředí začneme časem setkávat s 'nahými *insidery* bez domova a automobilu'.

© EPRAVO.CZ - Sbírka zákonů, judikatura, právo | www.epravo.cz

Další články:

- [Byznys a paragrafy, díl 31. - létající pořizovatel ve světle nového stavebního zákona](#)
- [SCHEJBAL& PARTNERS stáli u získání jedné z prvních licencí dle MiCA v ČR](#)
- [Proč dnes více než polovina M&A transakcí ve střední Evropě nekončí podpisem](#)
- [Přehnaná, nebo důvodná prevence? Zajištění a utvrzení závazků v praxi](#)
- [Návrh nového zákona o digitální ekonomice](#)
- [Byznys a paragrafy, díl 30.: Jednání za s.r.o. - zápis jednatelského oprávnění do obchodního rejstříku](#)
- [Prověřování zahraničních investic a kybernetická regulace: řízená služba jako nová transakční proměnná](#)
- [Předběžné opatření a další instituty k ochraně věřitelů při přeměnách](#)
- [Silná koruna: jaké dopady má posilující koruna na české firmy](#)
- [Problematické aspekty změn v úpravě odpovědnosti za škodu způsobenou vadou výrobku](#)
- [Byznys a paragrafy, díl 29.: Jednání za s.r.o. - jednatelé](#)