

26. 9. 2019

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

Pozadí regulace obchodování zasvěcených osob

Přestože v současné době je regulace obchodování zasvěcených osob (dále jen „insider dealing“) brána jako samozřejmost, ne vždy tomu tak bylo. První regulace insider dealingu se v Evropě objevila až v 80. letech[1]. Přičemž ve svých počátcích se jednalo o velice kontroverzním téma. Někteří dokonce argumentovali, že možnost využití vnitřních informací je součástí odměny za vykonávání vysokých funkcí.[2] Nevole k omezování insider dealingu byla silná zejména v Německu, kde bylo na insider dealing pohlíženo zkrátka jako na součást businessu a účinně regulován byl až v roce 1994[3].

V následující části se pokusím vysvětlit základní východiska regulace insider tradingu, jaké argumenty stojí za jeho regulací a také argumenty, které stály proti zavádění regulace.

Většina lidí by základní argument pravděpodobně hledala v oblasti morálky a etiky. Tedy zda je eticky správné, resp. morální, obchodovat, pokud jedna strana disponuje určitou informací, která by měla významný vliv na cenu, a zatají takovou informaci druhé straně, přestože jí je jasné, že pokud by si byla druhá strana takové informace vědoma, tak by obchod za takových podmínek neuzavřela. Podobné úvahy se objevují již od starověku. Např. Již slavný římský právník Cicero uváděl příklad obchodníka s obilím, který dorazil do řeckého města, které zrovna sužoval hladomor. Na své cestě tento obchodník potkal velkou flotilu obchodních lodí vezoucích obilí, které mířily do stejného města. Cicero se tedy ptal, zda by měl obchodník zveřejnit tuto skutečnost, i když to pro něj bude znamenat nižší zisk. Nakonec dospěl k názoru, že by takové chování bylo sice morálně žádoucí, nicméně by nemělo být vynucováno zákonem. V 19. století se pak začal šířit příběh, že Nathan Rothschild, syn zakladatele této bankovní dynastie, vydělal obrovské množství peněz tím, že se jako první dostal k informaci o porážce Napoleona u Waterloo a využil této informace ke spekulaci s britskými dluhopisy. Nakonec se ukázalo, že šlo pouze o lživý antisemitistický pamflet, který měl poškodit reputaci rodiny Rothschildů. Nicméně již samotný fakt, že byl tento příběh vytvořen, ukazuje, jak negativně je využívání neveřejné informace společností vnímáno.[4] Takovéto vnímání se pak projevuje např. v soukromoprávní regulaci jako institut neúměrného zkrácení. Avšak jeho aplikace pro obchodování na burze je vyloučena. A ačkoliv někteří autoři, v rámci diskuze o regulaci insider dealingu, stavěli své argumenty na morálních úvahách (např. K. Schepple, 'It's Just Not Right: The Ethics of Insider Trading' (1993) 56 Law & Contemporary Problems 123) tak úvahy o morálnosti insider dealingu argumentem pro jeho zákaz prima facie nebyly.



Moreno Vlk & Asociados

ADVOKÁTNÍ KANCELÁŘE / ABOGADOS / ATTORNEYS AT LAW
PRAHA - MADRID - BRATISLAVA

Oficiálně se regulace insider dealingu opírala o čistě ekonomické argumenty. Obchodování na burze je postavené na rozdílných představách o ceně finančních nástrojů. Obchodníci, aby dosáhli zisku, musí správně interpretovat dostupné informace pomocí svých znalostí, schopností a informací v oblasti analyzování trhu. Přičemž i samotné znalosti, schopnosti a zkušenosti jsou jen naučené informace. Obchodování je tedy v podstatě hra, kde vyhrává ten, kdo má lepší, resp. reálnější, představu o trhu a ceně finančních nástrojů, tedy ten, kdo má lepší informace. Proč by tedy pravidla „hry“ měla být nastavená tak, že sofistikovaný investor, který má k dispozici profesionální nástroje a umí perfektně analyzovat situaci na trhu, může využívat své převahy v podobě získaných informací a vydělávat tím na špatném odhadu jiných obchodníků, zatímco zasvěcená osoba své informace k zisku využít nemůže? Odpovědí pak může být, že sofistikovaný investor svou převahu získal díky svému dlouhodobému úsilí, studiu a investovaným penězům. Na druhou stranu zasvěcená osoba pouze využila pasivně nabyté informace, bez dalšího úsilí, které by k výdělku muselo být vynaloženo. Dalším argumentem je pak fakt, že sofistikovaní obchodníci mají k dispozici pouze obecně dostupné informace, pro jejichž získání je sice nutné vynaložit obrovské úsilí, ale v zásadě se k takovým informacím může dostat kdokoli. Startovní pozice je tedy pro všechny stejná a princip rovnosti příležitostí je dodržen. Zatímco informace zasvěcených osob veřejně dostupné nejsou a nelze je získat, ať už byste za tím účelem vynaložili sebevětší úsilí (pokud tedy budeme brát v úvahu pouze legální způsoby získání informace).

První argument je však vyvratitelný tím, že i zasvěcená osoba musela vynaložit obrovské úsilí, aby se dostala na pozici, v rámci které se k vnitřní informaci dostane - ve své podstatě vynaložila mnohem větší úsilí než sofistikovaný investor, jelikož výdělečně obchodovat se dá naučit do tří let, zatímco získání vyšší pozice ve společnosti většinou obnáší cca 5 let studia na vysoké škole a dalších X let praxe na nižších pozicích. Argument dostupnosti informace je již hůře vyvratitelný. Ad absurdum by se dalo argumentovat, že i k vnitřním informacím se může teoreticky dostat každý, protože každý teoreticky může zastávat vedoucí pozici ve významné firmě a opět je tedy startovní pozice stejná a každý má stejnou příležitost se k takovým informacím dostat. Pokud by však byl tento argument vnímán jako nedostatečný, tak se naskýtá otázka, zda je samotný argument o dostupnosti informací dostatečný k zavedení regulace. Vždyť možnost využití vnitřní informace může být brána zkrátka jako odměna za veškeré úsilí vynaložené na získání a udržení pozice, která je s vnitřními informacemi spojená. Kromě toho pro účely trhu není absolutní parita informací žádaným stavem. Pokud by k takovému stavu skutečně došlo (jakkoliv je taková představa utopistická) a každý by disponoval stejnými informacemi o stavu a ceně finančních nástrojů, tak by to trh zcela ochromilo. Znamenalo by to totiž, že by nikdo nebyl ochotný finanční nástroj koupit (pokud by cena byla nadhodnocená, popř. by měla v budoucnu spadnout), popřípadě by nikdo nechtěl prodávat (pokud by cena byla podhodnocená, popř. by měla stoupnout). Trh tedy v zásadě stojí na tom, že každý účastník má jiné informace a jiné představy o finančních nástrojích. Nabízí se tedy otázka, proč takový koncept nabourávat omezením možnosti obchodovat na základě lepších informací? Nakonec, insider dealing je mnohými trestními právníky vnímán jako „zločin bez oběti“. Představme si následující situaci. Akcie je na začátku obchodovaná za 8 USD, zasvěcená osoba ví, že reálná cena je 10 USD a

po zveřejnění výroční zprávy se to také projeví. Hypotetický prodejce je spokojen s prodejem ceny za 8 USD a zasvěcené osobě akcie prodá. Teoreticky tedy zasvěcená osoba vydělá 2 dolary a naopak prodejce o 2 dolary přijde. Jenže prodejce byl s cenou 8 USD spokojený, a pokud by si akcie nekoupila zasvěcená osoba, pravděpodobně by si je koupil někdo jiný a prodejce by opět ztratil 2 dolary. Mimo to, poté co by zasvěcená osoba začala kupovat akcie, by cena mohla vzrůst na 8.50 USD a případná ztráta dalších prodejců by již byla jen dolar a půl. Není tedy irrelevantní, zda na prodejci vydělá náhodný investor nebo zasvěcená osoba?[5] Na základě výše uvedeného nebyla regulace insider dealingu postavena na morálních argumentech, ale na argumentech ekonomických.

Jakkoliv byly morální argumenty zpochybňovány jako nedostatečné k zákazu insider dealingu a insider dealing byl mnohými považován za férové, ne nemorální, jednání, nakonec převládl názor, že běžní obchodníci by to tak cítit nemuseli a pravděpodobně by v takto regulovaný trh nevěřili a vnímaly by ho jako „neférový“. Tudíž v konečném důsledku není chráněna „férovost“ trhu samotná, ale pouze „důvěra obchodníků ve férovost trhu“. Tedy pro regulaci insider dealingu nebyla rozhodující ochrana skutečné férovosti, ale pouze ochrana obrazu trhu jako férového a důvěryhodného.[6] A to právě na základě pragmatických ekonomických argumentů. V případě, že by obchodníci považovali trh za neférový, pravděpodobně by nechtěli na takovém trhu obchodovat a opouštěli by ho. To by pak mělo vliv na likviditu trhu a následně i kvalitu určení ceny, širší cenové rozpětí a tím i větší transakční náklady a celkovou efektivitu trhu.[7] To dokazují i studie, dle kterých je průměrná cena finančního nástroje až o 5% nižší, pokud je zákaz insider dealingu skutečně vynucován.[8]

Odpůrci regulace insider dealingu argumentovali naopak jeho pozitivním vlivem na trh. A to především pozitivním vlivem na určování přesné ceny. V důsledku Insider dealingu se informace o reálné ceně na trh dostanou rychleji, ergo cena nástroje rychleji reprezentuje skutečnou hodnotu a trh se tak stává efektivnějším. Mimo to, pokud by insider dealing neprobíhal, veřejná informace by se na veřejnost dostala např. až při zveřejnění výročních zpráv, což může mít následek rychlé a velké změny ceny a paniku investorů. Investoři v takovém případě již nemohou reagovat a zmírnit negativní následky cenového skoku. Na druhou stranu při insider dealingu se cena mění postupně a klidněji, ceny se tedy stávají stabilnějšími. To dává investorům šanci na cenový trend zareagovat a redistribuovat riziko ztráty.[9] Redistribucí ztrát mezi více účastníků pak znamená lepší distribuční spravedlnost.

Shrnutí:

Ať už díky morálním či ekonomickým argumentům, nakonec převládl názor, že insider dealing je třeba regulovat. Byla tak nastavena koncepce, která má za úkol vyrovnávat startovní pozice v závodě o lepší informace a má zaručit, že každý účastník má relativně stejné příležitosti, co se týče přístupu k informacím, a že nikdo není nepřiměřeně zvýhodněn přístupem k privilegovaným, neveřejným informacím.[10]



Mgr. Libor Nerad,
advokát

Denis Tichánek,
paralegal

[MORENO VLK & ASOCIADOS](#)
[advokátní kancelář](#)

Sokolovská 32/22
186 00 Praha 8

Tel.: +420 224 818 736
Fax: +420 224 818 736
e-mail: paha@moreno-vlk.eu

[1] V USA sice již v 60. letech, nicméně jeho praktické vynuovení bylo až do 80. let výjimečné.

[2] VENTORUZZO, Marco a Sebastian MOCK. *Market abuse regulation: commentary and annotated guide*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2017. s. 16. ISBN 978-0198811756.

[3] MOLONEY, Niamh a Niamh MOLONEY. *EU securities and financial markets regulation*. Third edition. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2014. s. 706. ISBN 978-0-19-966434-4.

[4] VENTORUZZO, Marco a Sebastian MOCK. *Market abuse regulation: commentary and annotated guide*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2017. s. 16. ISBN 978-0198811756.

[5] *Ibid.* s. 22

[6] Ulrika Sjodin & Thomas Bay & Elton G. McGoun, 2010. "Turning financial markets inside out: how insider trading regulation really works," *International Journal of Critical Accounting*, Inderscience Enterprises Ltd, vol. 2(4), pages 419-436.

[7] *Ibid.*

[8] VENTORUZZO, Marco a Sebastian MOCK. *Market abuse regulation: commentary and annotated guide*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2017. s. 23. ISBN 978-0198811756.

[9] Ulrika Sjodin & Thomas Bay & Elton G. McGoun, 2010. "Turning financial markets inside out: how insider trading regulation really works," *International Journal of Critical Accounting*, Inderscience Enterprises Ltd, vol. 2(4), pages 419-436.

[10] MOLONEY, Niamh a Niamh MOLONEY. *EU securities and financial markets regulation*. Third edition. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2014. s. 702. ISBN 978-0-19-966434-4.

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](#)