

17. 8. 2005

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

Problematika insider trading v právu USA

Univerzita Karlova
Právnická fakulta
Katedra obchodního práva

Disertační práce

PROBLEMATIKA INSIDER TRADING V PRÁVU USA

Doktorand: **Mgr. Daniel Novotný**

Vedoucí disertační práce: **doc. JUDr. Stanislava Černá, CSc.**

Prohlašuji, že jsem tuto disertační práci zpracoval samostatně a že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpal způsobem ve vědecké práci obvyklým.

Obsah

1. Úvod

1.1. Pojem insider trading

1.2 Je insider trading negativní jev?

2. Škody způsobené následkem insider trading

2.1 Škodlivost pro společnost

2.2 Škoda způsobená investorům následkem obchodní aktivity zasvěcenců

2.3 Poškození kapitálového trhu odkládáním zveřejnění informace

2.3.1 Bezodkladné zveřejnění jako ideál

2.3.3 Přímé stanovení povinnosti zveřejnit

2.3.4 Napomáhá insider trading lepšímu stanovení cen?

2.4 Poškození efektivitu trhu způsobené přivlastňováním tajných zisků

2.5 Závažnost soukromé regulace

2.6 Insider trading skutečně způsobuje škody

3. Původ zákazu insider trading

3.1 Státní common law regulující insider trading

3.1.1 Neanonymní obchody

3.1.2 Obchody na kapitálovém trhu

3.1.3 Státní common law v dnešní době

3.1.4 Odvozená odpovědnost za insider trading podle státního obchodního práva

3.2 Základy zákonné úpravy insider tradingu na federální úrovni

3.3 Základy úpravy insider trading ve federálním common law

3.3.1 In re Cady, Roberts & Co

3.3.2. Texas Gulf Sulphur

4. Současná federální úprava

Pravidlo 10b-5 navazující na §10(b) SEA

4.1.1 Žalobní legitimace

4.1.2 Aplikovatelnost na případy zamlčení informace

4.1.4 Úmysl

4.1.5 Požadavek oklamání poškozených

4.1.6 Návod a pomoc

4.1.7 Omezení odpovědnosti - případy Chiarella a Dirks

4.1.7.1 Chiarella v. United States

4.1.7.2 Dirks v. SEC

4.1.8 Svěrečnická povinnost

4.1.9 Problém způsobený rozhodnutím Santa Fe

4.1.10 Přímí zasvěcenci

4.1.11 Nepřímí zasvěcenci

4.1.12 Poskytovatelé a příjemci tipu

4.1.13 Netradiční vztahy

4.1.14 Informace

4.1.14.1 Kursotvornost

4.1.14.2 Neveřejnost informace

4.1.14 Držba informace v. její užití

4.1.16 Obchodování s dluhopisy

4.1.17 Pravidla 10b5-1 a 10b5-2

4.1.17.1 Pravidlo 10b5-1

4.1.17.2 Pravidlo 10b5-2

4.1.18 Mezery v postihování insider trading na základě pravidla 10b-5

4.2 Teorie zpronevěry

4.2.1. Podvod na zdroji informací před rozhodnutím *O'Hagan*

4.2.2 Požadavek „ve spojení s“ před rozhodnutím *O'Hagan*

4.2.3 Rozhodnutí *O'Hagan*

4.2.4 Pravidlo 10b5-2

4.3 Pravidlo 14e-3

4.4 Sankce za insider trading

4.5 Paragraf 16(b)

4.5.1. Nekonvenční transakce

4.5.2 Rozdílný přístup

4.5.3 Oznamování uskutečněných transakcí a EDGAR

5. Závěr

Resume

Das Resümee

Literatura a případy

1. Úvod

1.1 Pojem insider trading

Pod pojmem insider trading (jinak též spekulace zasvěcenců, zneužívání důvěrných informací) je třeba rozumět tu skupinu obchodů, ve kterých osoba kupuje nebo prodává cenné papíry týkající se nějaké společnosti s využitím důvěrných kursotvorných informací o této společnosti. Informace je obvykle důvěrná (vnitřní, nezveřejněná) v tom smyslu, že se týká nového vývoje ve společnosti, ale široká obec investorů o ní ještě neví, zvláště pak držitelé cenných papírů této společnosti a ti investoři, kteří mají zájem koupit cenné papíry této společnosti. „Kursotvorností“ informace je třeba rozumět tu její vlastnost, že by v případě zveřejnění ovlivnila tržní hodnotu akcií společnosti nebo by byla přinejmenším považována investory, zvažujícími zda koupit nebo prodat akcie společnosti, za důležitý faktor rozhodování.[\[1\]](#) Osoba, která kupuje nebo prodává na základě neveřejných

kursotvorných informací, se obvykle nazývá zaslíbenec (insider) a většinou se jedná o ředitele, manažera, významného akcionáře společnosti nebo osobu, která od nich obdržela důvěrnou informaci (příjemce tipu), což často bývají členové rodiny, přátelé, případně obchodní partneři. [2]

Insider trading lze ilustrovat na jednoduchém příkladu: 1. dubna informují výzkumníci společnosti X generálního ředitele společnosti X, že objevili nový lék, který bude podle všech předpokladů účinný v boji proti rakovině. Informace je pravdivá, generální ředitel nemá pochybnosti o její pravdivosti a společnost neutrpí žádnou konkurenční škodu, kdyby informaci o objevu bez otálení zveřejnila, protože způsob výroby lze držet v tajnosti. Generální ředitel si uvědomuje, že po zveřejnění informace o objevu cena akcií společnosti X výrazně stoupne. Místo vydání tiskové zprávy zveřejnění odloží a koupí tolik akcií společnosti X, kolik je schopen. 15. dubna zařídí vydání tiskové zprávy. Cena akcií okamžitě vylétne z 30 dolarů za akcii na 100 dolarů za akcii. O několik dní později ředitel prodá všechny své akcie za novou cenu. Výsledek je zřejmý. Ve srovnání s tím, co by se bývalo stalo, kdyby ředitel bezodkladně informaci zveřejnil ještě před nákupem akcií, došlo k následujícím dvěma odchylkám: 1. ředitel se značně osobně obohatil, 2. akcionáři, kteří náhodou prodali své akcie mezi 1. a 15. dubnem, prodělali.

Předpokládejme ovšem, že 1. května dostane generální ředitel od svého výzkumného týmu zprávu, že lék je pouze slabým přínosem v boji proti rakovině, protože kromě stimulace imunitního systému zároveň výrazně poškozuje normální buňky. Generální ředitel znovu odloží zveřejnění informace, aniž k tomu má nějaký podstatný důvod. Odevzdá však informaci svým podřízeným ředitelům, kteří okamžitě prodají své akcie za 100 dolarů za kus. 15. května je špatná zpráva zveřejněna a cena akcií společnosti X klesá zpět na 30 dolarů za akcii. V této situaci opět došlo k odchýlení od běhu událostí, které by nastaly, kdyby zpráva bezodkladně zveřejněna byla: 1. ředitelé společnosti se obohatili (vyhnuli se jistě ztrátě), 2. investoři z řad veřejnosti, kteří náhodou koupili akcie společnosti X v době mezi 1. a 15. květnem, utrpěli ztrátu.

Tato práce se bude zabývat odpovědí právního systému USA na shora popsání jednání, ke kterým v současnosti v souvislosti s obchodováním s cennými papíry dochází.

1.2 Je insider trading negativní jev?

Ohledně účelnosti a potřeby regulace insider trading probíhá mezi ekonomy, právníky a odborníky na kapitálový trh nikdy nekončící debata. [3] Existují argumenty pro i proti restrikcím. Oponenti restrikce argumentují tím, že pobídky a výsledky jistých forem insider tradingu jsou pro trh prospěšné. Teoretici, kteří jsou pro zákaz insider trading, uvádějí, že tato praxe je nepoctivá, neslučuje se s běžnými standardy svěřeneckých povinností a podkopává důvěru investorů v kapitálový trh. Hlavní argumenty současné legislativní úpravy a precedenčních soudních rozhodnutí míří především na nepoctivost takového jednání. Původní pravidlo, které Kongres přijal za účelem regulace insider tradingu v §16b zákona o obchodování s cennými papíry z roku 1934 [4], bylo vytvořeno, aby zabránilo „těm nejhorším praktikám, které znamenají naprosté porušení svěřenecké povinnosti ze strany zaměstnanců a vedoucích pracovníků“. [5] Investoři očekávají rovné a spravedlivé podmínky na trhu. Výhody, které plynou zaslíbeným z obchodů na základě nezveřejněných kursotvorných informací, jsou tak velké, že je nelze připustit na trhu, který má fungovat na základě rovného přístupu k informacím. Pokud společnost nabude dojmu, že kapitálový trh funguje na nespravedlivých principech, investoři budou ukládat své prostředky do jiných oblastí, čímž bude ztíženo získávání kapitálu. Důvěra v kapitálový trh je velice křehká, omezení obchodování na základě důvěrné informace je tedy nutné k udržení důvěry investorů a v neposlední řadě také k zachování integrity kapitálového trhu.

Oponenti restrikce nahlíží na insider trading jako na činnost, která nikoho nepoškozuje. Regulace

je proto jen plýtváním prostředků. Investoři obchodují na základě dlouhodobých koncepcí a ne na základě nějaké nahodilé krátkodobé informace. Tento argument však očividně nepočítá s tím, že rozumně uvažující obchodníci by těžko obchodovali pouze na základě veřejně dostupných informací, kdyby věděli o nezveřejněných skutečnostech, které mají podstatný kursotvorný vliv. Zveřejnění nepříznivé informace by vyústilo v nižší cenu, příznivá informace by přinesla její nárůst. Škody způsobené opožděným zveřejněním jsou jedním z dopadů insider tradingu, kterým by legislativa měla zabránit.

Oponenti regulace obchodování také argumentují tím, že ke ztrátě důvěry by došlo pouze ve vztahu ke konkrétnímu dotčenému emitentu, nikoli obecně ve vztahu k celému kapitálovému trhu. Insider trading tedy na kapitálový trh jako celek negativní vliv nemá. Proto by omezení insider trading měla být ponechána na zvážení akcionářů konkrétní společnosti, kteří by tuto praxi mohli ve vztahu ke své společnosti zakázat. Mohli by tak učinit například prostřednictvím stanov nebo rozhodnutí valné hromady. Tento názor je však rovněž zjevně diskutabilní. Je zřejmé, že pro společnost samotnou, případně pro její akcionáře, by bylo velmi těžké a snad i nemožné bez pomoci příslušných institucí objevit případy insider trading a efektivně proti němu zasáhnout.

Další názor tvrdí, že nezveřejněná informace je v podstatě výsledkem práce managementu společnosti, a proto má tento management na její využití větší právo než veřejnost. Tento argument však zcela ignoruje skutečnost, že důvěrné informace o společnosti patří pouze společnosti a jejím akcionářům. Management nemá žádné ani odvozené právo k informaci, kterou vyprodukuje, neexistuje ani žádná teorie, která by tvrdila, že management má na informace větší právo než společnost sama nebo její akcionáři.

Teorie, která akceptuje insider trading ze strany managementu společnosti jako součást odměny za jejich práci, se nazývá „teorie funkčních požitků“[\[6\]](#). Její krajní verze dokonce takovýto insider trading podporuje. Důvodem pro tuto podporu má být nedostatečné finanční ohodnocení jejich talentu ve vztahu k úspěchům společnosti, které jsou schopni zajistit. Pokud by management neviděl možnost odměny, jejíž výše by byla v přímé souvislosti s jeho kreativitou, necítil by dostatečnou motivaci k dosahování těchto úspěchů. Proto by měl insider trading být povolen. Tato teorie dokonce hovoří o možném prospěchu společnosti z takového jednání – jednak vyšší kreativitu managementu a poté možnost snížit odměny managementu běžně vyplácené, což by znamenalo zisk pro akcionáře.

Tento názor však nebere v úvahu řadu okolností. Za prvé, ve společnostech často existují systémy odměňování, které zohledňují hospodářské výsledky společnosti a kreativitu managementu. Za druhé, management bude často manipulovat s přesností informací a časem jejich zveřejnění s úmyslem dosáhnout vyšších zisků. Za třetí, neproduktivní zaslouženci mohou těžit z insider trading stejně jako ti produktivní. Za čtvrté, teorie by umožnila obchodovat zasloužencům, kteří za kreativitou managementu nestojí (např. příjemci tipu). Za páté, management společnosti bude ve snaze o větší pohyby v kurzu akcií přijímat riskantnější rozhodnutí, vše ve snaze o maximalizaci zisků z insider tradingu. Tyto námitky jednoznačně prokazují, že teorie „funkčních požitků“ má značné logické trhliny.[\[7\]](#)

Další teorie naznačující užitečnost insider tradingu tvrdí, že pokud by bylo takovéto obchodování oproštěno od všech restrikcí, zvýšil by se objem informací a investoři by si tak mohli z chování možných zaslouženců dovodit vyhlídky společnosti. Insider trading by umožňoval kapitálovému trhu pružněji reagovat na vývoj uvnitř společnosti. Oponenti této „signalizační teorie“ namítají, že trh by byl jistě efektivnější, kdyby byl insider trading bez výjimek zakázán. Informace by měly plynout na kapitálový trh přímo a nikoli pouze zprostředkovatelně přes manipulovatelné chování zaslouženců. Rovněž fungování společnosti je efektivnější, pokud uvnitř nedochází k manipulaci s tokem informací za účelem osobního prospěchu.[\[8\]](#)

Ze shora uvedeného je skutečně zřejmé, že negativní dopady insider tradingu jasně převažují nad těmi pozitivními. Proto je právní restrikce takového jednání potřebná a v zájmu investorů a kapitálového trhu.

2. Škody způsobené následkem insider trading

Insider trading působí negativně ve více oblastech. Poškozuje obchodní společnost samotnou, investory a kapitálový trh jako celek.

2.1 Škodlivost pro společnost

První teorie zastává názor, že insider trading poškozuje inkriminovanou společnost. Ve většině případů ovšem spekulace zasvěcenců a s ní spojené období utajování dobré a špatné firemní zprávy přímo nepoškozuje podnikání společnosti, jak koneckonců ukazuje i náš příklad se společností X uvedený v první kapitole této práce.

Někdy se opravdu tvrdí, že období utajování, způsobené zaměstnanci společnosti, kteří chtějí obchodovat do vlastní kapsy, může ve skutečnosti pomoci společnosti tím, že udržuje informační výhodu před konkurenty nebo před stranami, se kterými bude společnost projednávat obchody. Těžební společnost, která právě objevila na pozemku měď, chce legitimně odložit zveřejnění svého objevu až do doby, než skoupí pozemky v okolí, jinak by za ně zaplatila vyšší cenu a ztratila by tak podstatnou část hodnoty vytvořené její vlastní průzkumnou prací.[\[9\]](#) Tento argument je ovšem ošidný. Nikdo nenavrhl nebo neuzákonil normu o insider tradingu, která by vyžadovala, aby společnost nebo její členové zveřejňovali informace, které nejsou zralé pro zveřejnění. V tomto kontextu znamená „zralost“ to, že management je přesvědčen o pravdivosti informace a o tom, že uvolnění informace nezbaví společnost výnosné příležitosti. Současně normy o spekulaci zasvěcenců dávají členům společnosti na výběr, zda kursotvornou informaci zveřejní, nebo zda se zdrží obchodování. Jestliže je zralost určité informace nejistá, mohou dodržovat normy, aniž ji předčasně publikují.

Jak tedy insider trading poškozuje dotčenou společnost? Veřejní akcionáři, kteří se dozvědí o takové praxi, mohou získat pocit, že se s nimi nejedná poctivě a že managementu chybí čestnost. Taková ztráta důvěry může vést k devaluaci akcií společnosti a překážet úsilí společnosti financovat nové projekty. Ačkoliv v tomto názoru je racionální jádro, není jasné, zda v praxi je tento předpokládaný dopad insider trading obvyklý a významný. Zdá se tedy, že komentátoři a soudy nezdůvodňují normy namířené proti spekulaci zasvěcenců na základě teorie, že takový obchod škodí společnosti.[\[10\]](#)

Další teorie o možném poškozování společnosti je taková, že manažeři mohou vést své společnosti do neúměrně vysokého rizika svou dychtivostí po vysokých osobních ziscích z akciových obchodů. Tento negativní jev byl již diskutován v minulé kapitole. I kdyby však takový zvrácený motiv existoval – o tomto bodě lze silně diskutovat – zdá se, že by vyplýval ne z obchodování na základě vnitřních informací, ale z pouhého faktu, že manažeři obchodních společností smějí být současně i akcionáři svých společností.

Další škoda pro společnost může vzniknout následkem toho, že manažeři mohou řídit své společnosti špatně, s cílem levně koupit akcie svých společností poté, co stlačí jejich cenu dolů. Takoví manažeři by si však sami pod sebou podřezávali větev, protože by dostali akcie, které mají jen tu nízkou cenu, kterou zaplatili. Aby koupili za skutečně výhodnou cenu, musí přesvědčit veřejnost, aby si myslela, že akcie mají menší cenu než ve skutečnosti, tím, že zmanipulují zveřejňované informace nebo signály

(např. výplaty dividend) a přitom nepoškodí svou společnost.[\[11\]](#)

2.2 Škoda způsobená investorům následkem obchodní aktivity zasvěcenců

Druhá skupina teorií hovoří o tom, že insider trading zavádí a klame některé lidi obchodující s akcemi společnosti v období utajování informace. Pro ilustraci v našem příkladu se společností X by se dalo tvrdit, že náhlý vzestup obchodní aktivity vytvořený generálním ředitelem společnosti X mohl sám o sobě zvýšit tržní hodnotu akcií společnosti X a tak indukovat prodej ze strany některých akcionářů, kteří by jinak zůstali pasivní a nakonec by měli prospěch z dobré zprávy, která byla později oznámena a přičinila se o rychlý růst ceny akcií.[\[12\]](#)

Otázka, která stojí za posouzení, je, jak může obchodní aktivita vést ke změně ceny. Pouhé dočasné zvýšení nákupních objednávek akcií pravděpodobně nemusí přivést držitele akcií k přehodnocení jejich odhadu hodnoty akcií. Když ovšem někteří držitelé budou vědět, že objednávky pocházejí od člena společnosti, budou předpokládat, že tento zasvěcenec kupuje na základě vnitřní informace. Vezmou fakt nákupu jako hodnotný signál. Mohou pak začít nakupovat pro sebe větší počty akcií, ve spěchu budou ochotni kupovat akcie i za cenu vyšší, než je jejich aktuální tržní hodnota, s nadějí, že kurs bude šplhat nahoru.

V každém případě je názor, že škoda je způsobena zvýšením úrovně obchodní aktivity zasvěcenců, negativně poznamenán praktickými a zásadními potížemi. Ten, kdo by to tvrdil, by se vystavil tlaku najít pomýlené akcionáře mezi normálními akcionáři, kteří by prodávali v období utajování informace bez ohledu na zvýšení ceny způsobené větším obchodováním. Je proto komplikované zhodnotit obecně i konkrétně rozsah domnělé škody. Kromě toho není jasné, zda lze charakterizovat akcionáře přilákané k zvýšení obchodní aktivity jako protiprávně podvedené. Právní řád by pravděpodobně řekl investorům, že fluktuaci obchodní aktivity si musí interpretovat na vlastní nebezpečí, protože jinak by mohlo do zákonných práv být vneseno příliš mnoho obyčejných očekávání. [\[13\]](#)

2.3 Poškozování kapitálového trhu odkládáním zveřejnění informace

Třetí skupina teorií je důležitější. Podstata argumentu, že insider trading poškozuje kapitálový trh jako celek, spočívá v tom, že perspektiva zisků z těchto spekulací vytváří tendenci působící proti okamžitému zveřejnění zralé firemní informace a že tato tendence vede k neefektivitě a k nepoctivosti. Podle tohoto názoru je postižen celý kapitálový trh, protože je vypojen efektivní mechanismus oceňování na tomto trhu, což má za následek celou řadu nežádoucích následků.

Tomu blízký názor, který leží v základech nebo alespoň v racionálním jádru mnoha soudních rozhodnutí, se snaží škodu konkrétněji zvýraznit. Existuje implicitní předpoklad, že investoři z řad veřejnosti mají právo na promptní zveřejnění zralé informace, tj. právo na to, co by dostali na efektivním a dobře fungujícím kapitálovém trhu. Proto je potřeba pohlížet jako na poškozené následkem insider trading na všechny akcionáře, kteří obchodovali v době utajování zralé informace opačně než zasvěcenec. V našem hypotetickém případě by to znamenalo na všechny, kteří prodávali akcie v patnáctidenním období, kdy se generální ředitel společnosti snažil skupovat akcie pro sebe. V hypotetickém případě týkajícím se špatné zprávy jsou to všichni ti, kdo kupovali akcie X v průběhu patnáctidenního období utajování špatné zprávy. V obou případech byli prodávající (nebo kupující) poškozeni ve srovnání s tím, jak by dopadli, kdyby došlo k promptnímu zveřejnění informací o vývoji ve firmě.

Na rozdíl od druhého typu teorií ohledně vzniku škody (kapitola 2.2) považuje tato teorie za poškozené všechny (nejenom některé) akcionáře prodávající (nebo kupující) v období utajování dobré (nebo špatné) zprávy. Nevytváří proto problémy s identifikací poškozených. Za poškozené také považuje pouze kupující (nebo prodávající) akcionáře. V obou variantách naší hypotézy nebyli ti, kteří neobchodovali, nijak poškozeni. Je proto nepřesné pohlížet na insider trading jako na činnost, která poškozuje všechny akcionáře jako skupinu nebo, a fortiori, jako na činnost poškozující společnost. Poškozuje významnou objektivně vymezenou podskupinu akcionářů. Tato třetí skupina teorií má proto podstatně odlišné nápravní důsledky než názor první (kapitola 2.1). Volá po nápravě jménem určité podskupiny akcionářů, zatímco teorie škody způsobené společností volá po náhradě jménem společnosti, jak je tomu v derivativních žalobách. Tento názor také volá po odlišném chápání svědeneckých povinností zasvěcenců nejen vůči společnosti a veřejným akcionářům jako skupině, ale i vůči velkým podskupinám investorů.

Podle tohoto názoru je bezprostřední škoda prodávajícím (nebo kupujícím) akcionářům způsobena porušením jistého předpokládaného ideálu včasného zveřejnění zralých firemních informací a ne spekulací zasvěcenců na základě vnitřních informací. Je to perspektiva získání osobního prospěchu z insider tradingu, která vytváří konstantní tlak na zasvěcence a ovlivňuje rozhodování společnosti o odložení oficiálního zveřejnění firemních informací. Insider trading tak cestou systematického liknavého zveřejňování nepřímo způsobuje škodu obchodujícím akcionářům.

Abychom mohli zhodnotit tuto teorii o povaze škody způsobené následkem insider trading, je třeba prozkoumat tři důležité otázky:

- Proč je bezodkladné zveřejnění informací ideálem?
- Proč nestačí jen přímo nařídit bezodkladné zveřejnění a nestavět insider trading mimo zákon?
- Nevede insider trading sám o sobě k reflexi vnitřních informací do tržních cen a nenapomáhá tak efektivnímu stanovení těchto cen?

2.3.1 Bezodkladné zveřejnění jako ideál

Proč bezodkladné zveřejnění? Odpověď na tuto otázku lze formulovat v kontextu efektivity a spravedlnosti. Pokud jde o efektivitu, včasnější zveřejňování informací týkajících se hodnocení firemních akcií povede k tomu, že ceny akcií budou častěji správné. Podobně jako je tomu u zboží a služeb obecně, lepší informace vedou k lepšímu stanovení ceny a k přesnějším signálům ohledně toho, kam a v jaké výši přidělovat prostředky. To je lehce pochopitelné v kontextu primárních finančních trhů.^[14] Máme-li dvě těžební společnosti, společnost X a společnost Y, obě se snaží získat kapitál veřejným prodejem akcií a Y, na rozdíl od X, již objevila prokázané zásoby nafty, zveřejnění této informace umožní, aby Y získala kapitál levněji a snadněji. Vypadá to ideálně, protože kapitál by měl plynout především do perspektivnějších podniků.

V kontextu sekundárních trhů lze tento moment pochopit obtížněji, protože na těchto trzích se pohybují akcie, které firmy vydaly, a úlohou informací je ovlivnit cenu, za kterou mění majitele, a ne ulehčit získání nového kapitálu pro firmu. Předpokládejme však, že zde pořád působí, i když nepřímo, účinek efektivní a přesné veřejně dostupné informace. Když je tedy cena disponibilních akcií společností X a Y na akciovém trhu stanovena z hlediska přesných informací, Y dostane bankovní úvěr snadněji a její manažeři, kteří mají osobní zájem v akciových pobídkových schématech, dostanou větší odměnu. Kromě toho, zvýšení cen akcií na sekundárním trhu způsobené dezinformací může znamenat, že peníze investorů se přelévají z primárního trhu, který si je zaslouží víc.

Ted' se pokusíme odpovědět otázku ideálu včasného zveřejňování v kontextu spravedlnosti. Argument má dvě úrovně. Promptní zveřejňování kursotvorné firemní informace by mělo být normou, protože 1. všichni investoři společnosti by měli mít rovný přístup k příslušným informacím (nebo alespoň k informacím, které vznikají ve společnostech, do kterých investují)[15] a 2. je prakticky potřebné a psychologicky přirozené realizovat tento princip rovného přístupu normou promptního zveřejnění.[16]

Kdyby se někdo teoreticky staral jen o to, aby se se všemi investory jednalo stejně, mohla by ho uspokojit jakákoli z nekonečné řady norem o časování zveřejnění. Proč například nestanovit, normu, která by zněla následovně: „Každá společnost musí sdělit (uveřejnit) novou kursotvornou informaci simultánně všem akcionářům a potenciálním investorům ve třináctý den poté, co informace dozraje pro zveřejnění“? Nebo „Každá společnost může rozhodnout, kdy uvolní kursotvornou informaci, pokud tuto informaci uvolní pro všechny investory současně“? Většina takových systému by v praxi zřejmě neobstála. Mezi termínem zralosti a třináctým dnem může dojít k úniku informací, a proto k porušení zásady rovného přístupu. Čím větší zpoždění, tím větší únik. Proto byla radši dána přednost principu bezodkladného zveřejnění. Nemělo by dojít k žádnému opoždění mezi zralostí a veřejným oznámením zprávy. Z psychologického hlediska se kromě toho zdá být bezodkladné zveřejnění přirozenější a méně svévolné než takové pravidlo, jakým by bylo pravidlo třináctého dne.

Na rozdíl od časových aspektů pravidla zveřejňování nepovažuje mnoho lidí, včetně soudců a legislativců, za potřebné dále se šířit o samotném ideálu rovnosti. Pro ně je prostě evidentně nespravedlivé, aby někteří investoři (zasvěcenci a příjemci jejich tipů) měli preferenční přístup k informacím, a dál o této věci neuvažují. Ovšem jiní považují nespravedlnost za mlhavý pojem, jenž by se měl sám o sobě vázat k základním úvahám. Jedna taková často používaná úvaha je, že když mají investoři pocit, že se s nimi nejedná rovně a že jsou vůči zasvěcencům znevýhodňováni, ztrácejí důvěru v akciový trh a neinvestují tak často, což následně škodí fungování akciových trhů a vitálním ekonomickým procesům tvorby kapitálu.

2.3.3 Přímé stanovení povinnosti zveřejnit

Druhou otázkou, kterou je třeba položit v souvislosti s názorem, že insider trading vytváří neefektivní a nespravedlivou tendenci namířenou proti bezodkladnému zveřejňování firemních informací, je, proč právo prostě přímo nenařizuje bezodkladné zveřejňování? Jelikož porušení ideálu včasného zveřejnění je bezprostřední příčinou škody způsobené prodávajícím a kupujícím akcionářům, proč nesoustředit právní nápravu přímo na porušování tohoto ideálu? Proč prostě neříct společnostem a určitým konkrétním manažerům: „Máte zákonnou povinnost nekupovat nebo neprodávat akcie společnosti, dokud vlastníte utajovanou kursotvornou informaci“?

Základní odpověď zní, že právo prostě není schopnou zformulovat účelnou a vymahatelnou povinnost promptního zveřejnění. Určitě ne takovou, jež by se dala spolehlivě aplikovat při soudních sporech, a proto se musí soustředit na atakování motivů pro zadržování nebo zkreslování informací. Žádný soud ani zákonodárce nechce na společnost a její členy uvalit normu, která by je nutila k oznamování nezralých informací. Zralá informace je taková, 1. o jejíž pravdivosti jsou manažeři přiměřeně přesvědčeni a 2. již neexistuje zásadní podnikatelský důvod pro její utajování. Zralost je proto především záležitostí věcného úsudku.

Ideál bezodkladného zveřejnění není pouze smyšlenkou. Existují důležitá rozhodnutí a právní principy volající po bezodkladném zveřejnění nových kursotvorných firemních informací. Po takovém zveřejnění volají jednotlivé verze zákona o obchodování s cennými papíry (SEA)[17] a pravidla hlavních burz, jako je Newyorská burza a Americká burza.[18] V důležitém případě[19] soud uznal, že akcionář, který obchodoval v období utajování kursotvorné informace, může alespoň principiálně žalovat neobchodující společnost za mlčení nebo za protiprávní odložení zveřejnění kursotvorné

informace. Žalující ovšem v tomto případě prohrál a názor soudu ilustruje, jak princip podnikatelského rozhodování ztěžuje akcionářům výhru na základě teorie protiprávního nezveřejnění. Navrhovateli nestačí prokázat, že manažeři udělali jasnou chybu, když rozhodli o době zveřejnění informace, nebo že měli osobní motivy k odkladu zveřejnění. Musí dokázat, že ve skutečnosti odložili zveřejnění z protiprávních důvodů.[20] Výsledkem je, že právo, pokud má mít šanci na efektivnost, nesmí jen ztělesňovat obecné principy prikazující okamžité zveřejňování, ale musí se snažit i o odstranění zdrojů jednostranných tendencí v podnikatelských rozhodnutích manažerů o tom, kdy je nebo není informace zralá ke zveřejnění.[21] Jelikož naděje na zisky z insider tradingu má tendenci tato rozhodnutí deformovat, právo tyto zisky staví mimo zákon a odkazuje manažery na jejich otevřeně projednávané platové dohody se správní radou.

Jeden z útoků na názor, že insider trading vytváří tendenci k opožděnému zveřejňování informací týkajících se investičních rozhodnutí, zahájil před čtyřmi desetiletími profesor Henry Manne.[22] Tvrdil, že deformace správné ceny akcií není velká, jelikož zasloučení potřebují k obohacení jen jeden nebo dva dny, a proto nestojí za to se tím znepokojovat. Tento názor nebyl odbornou veřejností přijat, nicméně rozhodně neuklidnil ty, kdo se nejvíce obávají o rovný přístup k investičním informacím.

2.3.4 Napomáhá insider trading lepšímu stanovení cen?

Skutečně nelze úplně popřít, že insider trading napomáhá efektivnímu fungování trhu, protože jeho výsledkem je, že ceny akcií se pohybují správným směrem ve světle vnitřních informací, protože insider trading tento efekt skutečně vyvolává. Dokonce i kdyby obchodní aktivita neměla žádný účinek, tím, že mění počet nákupních nebo prodejních objednávek a samotná skutečnost, že zasloučení obchodují, může trhu signalizovat, že by se ceny měly změnit. Insider trading je však poměrně neefektivní cestou získání informací reflektovaných v cenách. Zdá se, že by bylo lepší, kdyby příslušní manažeři společnosti prostě zveřejnili informace a neměli motiv zdržovat je. A když se z nějakého důvodu požaduje nepřímý signál, bylo by přinejmenším vhodnější změnit současná pravidla zveřejňování, která se vztahují na zasloučence, takovým způsobem, aby se od nich požadovalo zveřejnit předem, že mají v úmyslu obchodovat a v jakém rozsahu. Na to lze najít protiargument v podobě tvrzení, že nové informace budou obsaženy v cenách rychleji, když budou zasloučení motivováni nadějí na výjimečné zisky z insider tradingu, než v systému, který takové zisky zakazuje a jednoduše jim hrozí trestem za liknavé zveřejnění. Pravdivost obou tvrzení je však velmi těžko ověřitelná v praxi.

Lze konstatovat převahu názorů, které potvrzují škodlivost odkládaného zveřejňování informací pro kapitálový trh. Soudní praxe z této premisy vychází a najdeme ji proto často v citovaných soudních rozhodnutích.

2.4 Poškozování efektivity trhu způsobené přivlastňováním tajných zisků

Čtvrtý názor tvrdí, že insider trading škodí ekonomické efektivitě, jelikož se rovná tomu, co svěrečné právo nazývá přivlastňováním „tajných zisků“ firemními zmocněnci. Podle tohoto názoru je insider trading napadnutelný ze stejných důvodů, které se obecně vztahují na využívání majetku společnosti manažery za účelem jejich osobního obohacení. V našem hypotetickém případě s dobrou zprávou si mohl generální ředitel společnosti X přivlastnit od jiných akcionářů neomezeně velkou část hodnoty nového firemního výzkumu. Omezoval ho jen pragmatismus, tj. kolik financí může dostat a kolik akcií může nakoupit za cenu, která by se mu ještě vyplatila. V jednotlivých případech může být hodnota nového vývoje, o kterou zasloučení připraví nezasvěcené osoby, velká. Kdyby zákon povolil zisky z insider tradingu, rovnalo by se to povolení, aby si manažeři tajně vzali

z firemního trezoru jakoukoliv dodatečnou odměnu, kterou považují za vhodnou. Je to, jako kdyby dostali bianco šek, který by mohli uplatnit jednostranně a tajně.

Takový stav by rozhodně akcionáři nenechali bez odezvy. Odměna, kterou by si manažeři mohli za takového systému přivlastnit, by mohla být celkově vyšší, než kdyby se tyto odměny vyplácely na základě dojednaných bilaterálních kontraktů. Ale je zde ještě jeden důležitější moment. I kdyby byla dlouhodobá průměrná celková částka manažerských odměn stejná jako při povoleném insider trading, bude částka, kterou společnosti a jejich akcionáři zaplatí prostřednictvím zisků z insider trading, více nejistá než otevřená odměna. Přitom se této nejistotě lze vyhnout, není nevyhnutelná a je neproduktivní.

Jelikož paušální povolení insider trading znamená, že čistý očekávaný příjem veřejných akcionářů z jejich kapitálových investic bude více nejistý, budou požadovat vyšší návratnost, aby dostali kompenzaci za nejistotu. Jinými slovy, cena kapitálu bude vyšší. Když se bude poptávka po kapitálu řídit pružnými cenami, budou vyšší ceny znamenat, že bude méně investic a menší tvorba kapitálu. Řečeno méně technicky, nejistota zmrazí a sníží účast na akciových trzích, a to může nakonec poškodit samotný proces investování.

Ale nakolik? Upřímná odpověď je asi taková, že to nikdo skutečně neví. Každý analytik má dost prostoru na vlastní empirický odhad. Profesor Manne tvrdil, že argument o odstrašování investorů je evidentně nepodložený, protože na akciových trzích v USA obchodují miliony lidí, ačkoliv každý ví, že je tam rozšířený insider trading.^[23] To je sugestivní poznámka, ale nic samozřejmě nedokazuje. Lepší by bylo vyzkoumat, o kolik více účastníků by tam bylo, kdyby se tam insider trading neprováděl. Kromě toho, třebaže je zákonný postih zasvěcených spekulací značně neúčinný jak a priori, tak empiricky, zdá se, že jak před, tak po přijetí federálních zákonů o cenných papírech, jak před, tak po konkrétních rozhodnutích ohledně insider tradingu, panoval mezi obecnou podnikatelskou komunitou etický konsenzus v tom, že insider trading je nesprávný. Tento obecný etický smysl by mohl docela dobře brzdit jeho rozšíření. Jinými slovy, ve skutečnosti nevíme, co by se stalo s důvěrou investorů a s tvorbou kapitálu, kdyby byl najednou každý přesvědčován o tom, aby věřil, že insider trading může generovat „perverzní stimuly“. Jeden takový stimul se odvozuje přímo z povahy spekulace zasvěcenců – je to hra, ve které zasvěcenec nemůže prohrát, společnost však ano. Zasvěcenci mohou zařídit, aby se společnost angažovala v riskantnějších projektech, než jaké by se líbily akcionářům nebo jaké by byly pokryty zárukou na základě analýzy skutečné hodnoty, protože když se risk vyplatí, mohou získat prostřednictvím insider tradingu většinu zisku, ale když risk nevyjde, mohou nechat akcionáře, aby nesli ztrátu. Zasvěcenci mohou také zařídit, aby společnost uhradila náklady na zdržení vnitřních informací v tajnosti až do doby, než dokončí své obchody.

2.5 Závažnost soukromé regulace

Komentátoři někdy kladou tuto otázku: Jestliže je insider trading tak špatný, proč společnosti jen zřídka přijímají explicitní nařízení, vnitřní řády nebo uzavírají takové smlouvy, kterými by ho manažerům zakázaly? Tato otázka slouží užitečnému heuristickému cíli. Brát ovšem skutečnost, že explicitní soukromé kontrakty namířené proti insider tradingu jsou málo časté, jako přesvědčivý důkaz toho, že není škodlivý, je chybou svědčící buď o zdeformovaném názoru na význam kontraktů v moderní společnosti, nebo o pomýlené představě o povaze práva. Dalo by se konec konců zeptat, proč společnosti obvykle neuzavírají kontrakty namířené proti podvodu a krádeži. Jedním z důvodů, proč je třeba se s insider trading zabývat spíše kolektivně (např. prostřednictvím právních norem) než cestou soukromých kontraktů, je skutečnost, že jednotlivé společnosti nemusejí mít dostatek motivů nebo možností potlačovat takové jednání. Předpokládejme, že naše předcházející analýza je správná: Insider trading obvykle způsobuje jen malou evidentní nebo významnější přímou škodu

společnostem, s jejímiž akciemi se spekuluje, ale celkově způsobuje neproduktivní nejistotu, která snižuje efektivitu akciových trhů. Je-li tomu tak, mělo by být v zájmu společnosti a investorů tuto praxi omezovat. Zákonná omezení společně s rozšířeným názorem, že insider trading je neetický a podléhá společenskému odsouzení, tomu může napomoci. Přesto může některá správní rada shledat málo smysluplným věnovat významnější úsilí a prostředky na předcházení angažovanosti jejich manažerů ve spekulativních obchodech s akciemi. Ve skutečnosti mohou správní radu ovládat lidé, kteří mají osobní prospěch z insider tradingu a jejichž zájmy mají daleko k tomu, aby byly identické se zájmy investorů z řad veřejnosti. Dokud bude existovat mnoho takových správních rad, individualistická omezení budou zřejmě nicotná. Udeří-li správní rada na spekulaci zasvěcenců, mohou si její manažeři prostě najít zaměstnání u jiných společnostech, které nejsou tak přísné. Ze zákazu insider tradingu by však mohl mít prospěch celý systém.

Proč explicitní soukromé kontrakty obvykle nezakazují podvod a krádež? Jedním z důvodů je samozřejmě fakt, že tyto věci zakazuje již zákon. Dalším důvodem je, že lidi jednoduše předpokládají, že tyto věci jsou z hlediska morálky a obyčejů nemorální a podléhají společenskému odsouzení. Nemyslí ovšem na to, že někdo jiný si může čestně myslet něco přesně opačného. Nehledě na rozšířenost insider tradingu jej investorská společnost obecně považuje za neetický a nesprávný.

2.6 Insider trading skutečně způsobuje škody

Nejlepší argumenty proti tolerování insider tradingu jsou tedy následující:

- Vytváří systematickou tendenci proti promptnímu zveřejňování informací týkajících se rozhodování o investicích, což má za následek neefektivitu a nespravedlnost vůči investorům z řad veřejnosti a
- umožňuje neefektivní přivlastňování tajných zisků osobám spojeným se společností a tím vytváří neproduktivní a zbytečnou nejistotu.

Cesta, jakou právní řád USA dospěl k názoru, že insider trading je hodný postihu, nebyla vůbec přímá. O původu právní regulace pojednává následující kapitola.

3. Původ zákazu insider trading

Insider trading byl v USA nejprve regulován pouze na úrovni jednotlivých států. Historický vývoj zákazu insider tradingu je nutné studovat nejen z důvodu porozumění a pochopení současné regulace, ale také za účelem pochopení teoretických diskusí o podstatě právní úpravy a o jejím smyslu. Tato kapitola se tedy bude zabývat přehledem státního common law týkajícího se problematiky insider tradingu a počátky regulace na federální úrovni.

3.1 Státní common law regulující insider trading

Jak již bylo řečeno shora, počátky regulace insider tradingu leží v oblasti práva jednotlivých států. Přiblížíme si proto pro ilustraci tři různá pravidla, která byla na státní úrovni používána na začátku 20. století. Je zřejmé, že tato pravidla se týkala výhradně dvoustranných nebo vícestranných transakcí, kdy každá ze stran byla obeznámená s tím, kdo stojí na straně druhé (tzv. face-to-face transactions), anonymní kapitálový trh regulací prozatím dotčen nebyl.

3.1.1 Neanonymní obchody

Před rokem 1900 byl odbornou veřejností zastáván názor, že „právní úprava ukládající ředitelům a manažerům společností jednat v zájmu akcionářů . . . se nevztahuje na jejich soukromé obchody s akcionáři nebo jinými osobami, i když při takových obchodech mohou být ve výhodě kvůli informacím, které získali díky své pozici ve společnosti.“^[24] Odpovědnost ve vztahu ke kursotvorným informacím byla upravena pouze v oblastech skutečného podvodu s informacemi, tedy zkreslování nebo podvodného zamlčování těchto informací. Odpovědnost vznikala tam, kde zasvěcenec něco sdělil nebo učinil „...s úmyslem druhou osobu oklamat nebo předejít tomu, aby tato osoba získala pravdivý přehled o situaci ve společnosti, a kde toto sdělení nebo tato činnost skutečně druhou osobu oklamala nebo zamezila získání informací...“^[25]

Druhým názorem a prvním vážným krokem k dnešní metodě právní úpravy bylo rozhodnutí přijaté v roce 1903 v případě *Oliver v. Oliver*^[26], ve kterém Nejvyšší soud státu Georgia zavedl tzv. „povinnost odhalit informace“ („duty to disclose“). Na základě tohoto rozhodnutí byli vedoucí pracovníci společností povinni nakládat s nezveřejněnými informacemi výhradně ve prospěch akcionářů. Pokud chtěli s akcionáři obchodovat, museli jim sdělit veškeré kursotvorné informace.

Třetí přístup nabídl Nejvyšší soud USA v případě *Strong v. Repide*^[27]. Nejvyšší soud v rozsudku konstatoval, že obecná povinnost vedoucích pracovníků informovat akcionáře o veškerých kursotvorných skutečnostech v případě, že s akcionáři chtějí obchodovat, neexistuje, avšak je zde povinnost je předem informovat o „závažných skutečnostech“ nebo o „závažných okolnostech“. Na rozdíl od předchozího názoru, který zastával pozici, že by mělo být odhaleno úplně vše, co může mít dopad na cenu akcie, se tedy jednalo pouze o povinnost odhalení okolností, které jsou „závažné“. Mezi „závažné okolnosti“ Nejvyšší soud zařadil také okolnost, že nebyla zveřejněna informace, která by měla dramatický dopad na cenu akcií.

Na počátku 20. století získaly své příznivce zejména poslední dva ze shora jmenovaných názorů. Soudy většinou zastávaly názor aplikovaný v případě *Oliver v. Oliver* (povinnost odhalit veškeré kursotvorné informace). V rozsudcích se však pravidelně také zabývaly otázkou, zda zamlčené skutečnosti jsou „závažné“, či nikoliv. Tím získávalo pravidlo „závažných skutečností“ na důležitosti a bylo užíváno stále častěji. Na konci 30. let se stalo nejpoužívanějším měřítkem pro posuzování sporů.^[28]

Slabým bodem obou užívaných pravidel byl jejich teoretický základ. Pravidla byla založena na povinnosti ředitelů a manažerů jednat výhradně ve prospěch akcionářů společnosti. Vystala tedy otázka: Co když bude ředitel nikoli nakupovat akcie od akcionářů, ale prodávat akcie osobám, které akcionáři nejsou? Není pochyb o tom, že při koupi akcií od akcionářů je vedoucí pracovník povinen akcionáře seznámit se závažnými kursotvornými informacemi, které by mohly mít dopad na cenu akcií. Tato povinnost však zřejmě nebude aplikovatelná v případě, kdy vedoucí pracovník na základě vnitřní informace prodává akcie osobě, která stojí mimo společnost. Tato otázka nebyla na úrovni státního práva nikdy uspokojivě vyřešena. Většina akademických komentátorů zastávala názor, že ochrana před insider trading byla aplikovatelná pouze na akcionáře. Relevantních precedentů je však velmi málo.^[29]

3.1.2 Obchody na kapitálovém trhu

Obě pravidla, tedy pravidlo o „povinnosti odhalit vše kursotvorné“ a pravidlo „závažných okolností“, byla ve své aplikovatelnosti velmi omezená. Většina případů, ve kterých byli žalobci úspěšní, se týkala nějaké formy vědomého podvodu, nikoli tedy pouze nedodržení povinnosti odhalit informace. Důležité rovněž je, že všechny tyto případy se týkaly neanonymních obchodů. Naprostá většina obchodů na kapitálovém trhu se však tehdy, stejně jako dnes, odehrávala na burzách. Bylo zřejmé, že má-li být zákaz insider tradingu smysluplný, musí se na tyto anonymní transakce vztahovat stejně

jako na transakce neanonymní.

Důležité je v této oblasti rozhodnutí Nejvyššího soudu státu Massachusetts v případě *Goodwin v. Agassiz*.^[30] Pokud vynecháme pro tuto práci nepodstatné skutečnosti, bylo pozadí případu následující: Žalovaní byli ředitelé a manažeři důlní společnosti. Geolog, který pracoval pro společnost, dospěl k přesvědčení, že na určitém území v severním Michiganu jsou bohatá naleziště zinku. Společnost jeho názor přijala a začala si obstarávat důlní práva na příslušných pozemcích. V mezidobí skupovali žalovaní akcie společnosti na kapitálovém trhu. Žalobce byl akcionář, který své akcie v tomto období prodal. Žalovaní kupovali akcie s tím, že ani jeden z nich v době nákupu neznal identitu strany prodávající. Když byla odhalena informace o objevu nových nalezišť, žalobce žaloval žalované a tvrdil, že kdyby o nových nalezištích věděl, v žádném případě by akcie neprodával. Soud žalobu zamítl s poukazem na to, že žalovaní nebyli v tomto případě povinni odhalit informaci před uskutečněním obchodů.

Případ *Goodwin* je často citován jako argument pro názor, že ředitelé a manažeři obchodující na neosobní burze nemají ve vztahu k osobám, se kterými obchodují, žádnou povinnost odhalit kursotvorné informace. Rozsudek je zajímavý tím, že jde nad rámec konkrétního případu a snaží se řešit problematiku i na teoretické úrovni. Proto je vhodné je pozorně studovat.

Rozhodnutí soudu vychází z obecného předpokladu, že vedoucí pracovníci společnosti nemají obecně povinnost odhalovat kursotvorné informace jednotlivým akcionářům společnosti. Poté však soud uvedl že „...mohou nastat okolnosti, kdy z pohledu spravedlnosti vzniká povinnost sdělit skutečnosti...“. Tím dal najevo, že stát Massachusetts bude v oblasti neanonymních obchodů aplikovat pravidlo „závažných okolností“. Soud doslova uvedl: „Pokud vedoucí pracovník osobně vyhledá akcionáře za účelem nákupu akcií, aniž by mu sdělil podstatné okolnosti, které jsou mu jako vedoucímu pracovníku známy a které nejsou tomuto akcionáři dostupné, bude následující transakce velmi přísně posuzována a akcionáři může být v odůvodněných případech přiznán nárok na náhradu škody“. Dále se soud soustředil na povahu neodhalené informace a shledal, že přesvědčení geologa o nových nalezištích bylo „pouhou nadějí“ a nikoli tedy informací, kterou by vedoucí pracovníci byli povinni odhalit. Důležité je, že soud konstatoval, že při obchodech na neosobní burze nemají vedoucí pracovníci povinnost zveřejňovat jakékoli kursotvorné informace. Když si uvědomíme, že federální právo o několik let později zaujalo názor zcela opačný, bude jistě zajímavé uvést argumentaci, o kterou soud své rozhodnutí opřel:

„Nákupy a prodeje cenných papírů na burzách jsou zpravidla neosobní záležitostí. Poctivý vedoucí pracovník by byl stavěn do složité pozice, kdyby nemohl prodat nebo nakoupit akcie své společnosti předtím, než vyhledá tu skutečnou a konkrétní druhou stranu obchodu a sdělí jí všechny okolnosti, které by podle názoru soudu nebo poroty mohly ovlivnit skutečnou nebo spekulativní hodnotu akcií. Obchody této povahy musí být postaveny na praktických pravidlech. Povinnosti k akcionářům by neměly být nepřiměřeně zatěžující, aby neodstrašily zkušené a schopné od zastávání vedoucích funkcí. Právo se vždy nemůže shodovat s morálními normami. Nemůže vyžadovat, aby byly všechny strany každého kontraktu uvedeny do rovnocenné situace, co se týká vědomostí, zkušeností, schopností a chytrosti. Nemělo by bránit schopným v dosahování vysokých zisků, pokud se tak děje bez podvodu.“ ^[31]

Zastánci zákazu insider trading přirozeně shledali tuto argumentaci velmi spornou, a to zejména ze dvou důvodů. Prvním je příliš liberalistický tón citované pasáže. Proč by se právo nemělo snažit o to, aby měly všechny strany obchodu s cennými papíry alespoň zhruba stejný přístup k informacím? Tato otázka patří k stále živým tématům teorie insider trading. Druhá výtka směřuje k argumentaci ohledně „složité situace“, ve které by se měli poctiví vedoucí pracovníci ocitnout. Ani ve svých nejširších výkladech nevyžadovalo federální právo nikdy po vedoucích pracovnících, aby individuálně vyhledávali ty, se kterými obchodují, a osobně jim sdělovali vše, co vědí o společnosti. Funkční úprava zákazu insider tradingu požaduje po vedoucích pracovnících pouze zveřejnit podstatné

kursotvorné informace před tím, než uskuteční obchod. Pokud tak nemohou učinit, jsou povinni se zdržet obchodování.

Stanovy společností mohou dále omezit vedoucí pracovníky v obchodování s cennými papíry pouze na určitá časová období, kdy není pravděpodobnost, že existuje nějaká významná nezveřejněná kursotvorná informace. (Například krátce po zveřejnění periodických zpráv o situaci společnosti.)

Všechny tyto drobné nepříjemnosti jistě neodradí schopné a zkušené od zastávání vedoucích funkcí. Jistě nebude překvapením, že pozdější soudní praxe názor vyslovený v případě *Goodwin v. Agassiz* zavrhl. [32]

3.1.3 Státní common law v dnešní době

Přibližně ve stejné době, kdy byl projednáván případ *Goodwin*, začal Kongres USA přijímat federální zákony regulující trh s cennými papíry. Ačkoliv tyto zákony přímo nenahrazovaly státní úpravu, brzy ji v případě insider trading zcela zastínily. Státní úprava však dnes není pouhou historií. Některé případy propadají mezerami ve federální regulaci, a jsou tedy řešeny na úrovni práva státního. Žalobci stále do svých žalob zahrnují argumenty založené na státním právu. Je ovšem pravdou, že sílící intenzita používání federální úpravy měla za následek zastavení vývoje státní regulace insider tradingu. V dnešní době tedy její stav, až na jednu níže diskutovanou výjimku, odpovídá konci třicátých let minulého století. [33]

3.1.4 Odvozená odpovědnost za insider trading podle státního obchodního práva

Ačkoliv Nejvyšší soud státu Massachusetts v případě *Goodwin* odmítl argument, že vedoucí pracovníci „mají svěřeneckou povinnost“ [34] vůči jednotlivým akcionářům, uznal, že vedoucí pracovníci jsou povinni jednat s péčí řádného hospodáře ve vztahu ke společnosti. Rozhodnutí, které stanovilo, že jednotliví akcionáři se náhrady škody domáhat nemohou, tedy nebránilo tomu, aby se náhrady škody domáhala sama společnost. Tato skutečnost umožnila žalovat zasloužence prostřednictvím odvozených žalob. [35]

Ve všech doposud diskutovaných případech žaloval žalobce vlastním jménem za účelem přiznání náhrady za škodu, která mu byla způsobena obchodem se zasloužencem. Oproti tomu v odvozených (derivativních) sporech je uplatňováno právo společnosti a případná náhrada je příjmem společnosti, nikoli jednotlivých akcionářů. Tento institut se na první pohled může zdát zbytečný, jelikož by každý očekával, že společnost bude své právo na náhradu škody uplatňovat sama. Právní úprava však uznala argument, že vedení společnosti může někdy váhat uplatnit právo náležející společnosti. Typicky v případech, kdy by žalovaným měl být kolega z vedení společnosti. Odvozená žaloba je procesním nástrojem, prostřednictvím kterého mohou akcionáři vynutit práva, která náleží společnosti.

Fungování odvozených žalob v praxi budeme ilustrovat na jednom z nejznámějších případů, a to *Diamond v. Oreamuno* [36]. Žalovaný Oreamuno byl předseda představenstva a žalovaný Gonzalez prezidentem společnosti Management Assistance Inc. (dále MAI). Společnost se zabývala pronájmem výpočetní techniky. Servis této výpočetní techniky byl pro společnost MAI prováděn společností IBM. Poté, co společnosti IBM zdrazila své služby, nemohla MAI toto zdrazení promítnout do již uzavřených nájemních smluv a její zisk prudce klesl. Předtím, než byla tato skutečnost zveřejněna, Oreamuno a Gonzales prodali 56.500 akcií MAI za tehdejší kurs 28 dolarů za akcii. Po zveřejnění skutečnosti spadla hodnota akcií MAI na 11 dolarů za kus. Akcionář žaloval prostřednictvím odvozené žaloby a domáhal se toho, aby žalovaní odevzdali své nezákonně nabyté zisky společnosti. [37] Soud uznal, že v tomto případě byla odvozená žaloba na místě a zároveň konstatoval, že insider trading provozovaný

vedoucími pracovníky společnosti je v rozporu s jejich svěřeneckou povinností vůči společnosti.

Případ *Diamond* byl předmětem mnoha teoretických studií a byl často diskutován v právní literatuře. Názory na rozhodnutí byly většinou pozitivní. Ve skutečném světě se však ukázalo být velmi problematické a řada soudních rozhodnutí dokonce jeho principy zavrhl[a].[\[38\]](#)

Proč byl *Diamond* tolik rozporuplný? Nikdo netvrdí, že vedoucí pracovníci nemohou nikdy být žalováni za použití informace získané díky své pozici ve společnosti pro svůj osobní zisk. Vedoucí pracovník, který použije informaci získanou v zaměstnání za účelem konkurování svému zaměstnavateli nebo za účelem získání kontraktu, který by jinak získal jeho zaměstnavatel, může být zcela jistě shledán povinným nahradit společnosti způsobenou škodu. Insider trading se však od těchto případů liší. Pokud by zaměstnanci použili informaci za účelem konkurování svému zaměstnavateli, byla by škoda způsobená společnosti zjevná. V případě *Diamond* však zaměstnanci nepoužili informaci za účelem konkurence, ale pouze pro účely obchodování s jejími cennými papíry. Způsobená škoda není v takových případech zcela průkazná. Informace je nehmotný statek, který může být použit více osobami, aniž by se jakkoli snížila jeho hodnota. Pokud například vedoucí pracovník společnosti po uzavření důležitého kontraktu nakoupí akcie společnosti, není v žádném případě zřejmé, že jeho nákup akcií společnost poškodil.

V případě *Diamond* se soud spolehl na dva právní instrumenty, kterými odůvodnil přípustnost odvozené žaloby proti zasvěcencům. Rozhodnutí Kancleřského soudu státu Delaware ve věci *Brophy v. Cities Service Co.*[\[39\]](#) a právní úpravu problematiky zastupování. (Vztahy mezi společností a jejími vedoucími pracovníky jsou postaveny na právní úpravě institutu zastoupení.[\[40\]](#)) Jak z dalšího rozboru vyplyne, ani jeden neposkytl pro rozhodnutí příliš pevnou půdu.

V případě *Brophy* obchodoval zasvěcenec na základě informace o programu výkupu vlastních akcií, který se jeho společnost chystala provést. V tomto případě šlo tedy o zřetelné konkurování společnosti, které jak právní úprava obchodních společností, tak právní úprava zastupování zapovídají. Soud v tomto případě nevyžadoval, aby byla prokázána škoda způsobená společností, protože jednání zasvěcence bylo v přímém rozporu se zájmy společnosti. Pokud by jeho nákupy zvedly cenu akcií, společnost by utrpěla škodu, protože by byla nucena zaplatit za vykupované akcie vyšší cenu. V případě *Diamond* však jednání zasvěcence nezahrnovalo ani konkurování společnosti, ani nějakou bezprostřední hrozbu způsobení škody. Posuzovanou vnitřní informaci nemohla MAI pro svou potřebu nijak použít, snad pouze kdyby se snažila prodávat nebo nakoupit vlastní akcie před oznámením snížení zisku. Podle federálních zákonů však MAI takový obchod provést nemohla. Ze shora uvedeného plyne, že případy *Brophy* a *Diamond* řeší poměrně odlišné situace, použití případu *Brophy* jako precedentu tedy nebylo příliš šťastné.

Aby se vyhnul problematickému nalézání způsobené škody, soud v případě *Diamond* konstatoval, že prokázání vzniku škody není pro posuzování insider tradingu z právního hlediska nutné. Tím poněkud zastínil princip derivativních žalob, které jsou vnímány jako prostředek k nápravě škod způsobených společností. Dále soud dovodil, že MAI mohla utrpět ztrátu následkem jednání žalovaného, konkrétně, že žalovaný svým jednáním mohl poškodit reputaci společnosti.

Použití právní úpravy zastupování je z hlediska odůvodnění rozhodnutí v případě *Diamond* rovněž problematické. Podle této úpravy je vztah mezi zmocněncem a zmocněným (v našem případě tedy např. mezi společností a členy jejího statutárního orgánu) postaven na důvěře a má svěřeneckou povahu. Právní úprava rovněž stanoví, že osoba v postavení zástupce nesmí pro své vlastní obohacení použít informace, které jí předal její zmocnitel nebo kterou získala během nebo díky zastupování.

Lze argumentovat tím, že zjevný zákaz insider tradingu stanovený právní úpravou zastupování není tak přísný, jak se na první pohled zdá. Široký zákaz používání vnitřní informace pro vlastní potřebu

nalezneme pouze v komentáři k paragrafům 388 a 395 Agency Restatement[41]. Oproti tomu samotný text paragrafu 388 hovoří pouze o ziscích získaných „v souvislosti s transakcemi prováděnými [osobami jednajícími za společnost] na účet společnosti“. Pojmy „v souvislosti s“ a „na účet“ musí být vykládány velice široce, aby bylo možno do nich zahrnout insider trading.

Stejně tak paragraf 395 zakazuje použití vnitřní informace pro osobní potřebu „pokud tím je konkurováno společnosti nebo pokud by společnost byla poškozena“. Z toho je zřejmé, že odpovědnost za insider trading může dle shora naznačené právní úpravy vzniknout pouze v případě, kdy je společnost nějakým způsobem poškozena.

Tento argument byl podpořen také soudním rozhodnutím v případě *Freeman v. Decio*[42], ve kterém soud odmítl přístup k insider tradingu použitý v případě *Diamond*. Soud sice tento případ při svém rozhodování citoval, stejně jako uvažoval v intencích komentářů k paragrafům 388 a 395 naznačeným shora, ale nakonec uzavřel, že podle státního práva obchodních společností nemohou být vedoucí pracovníci uznáni odpovědnými za insider trading bez důkazu o tom, že společnost byla jejich jednáním skutečně poškozena. Soud dále konstatoval, že pokud by vnitřní informace mohla být považována za majetek společnosti, žalobci by nemuseli prokazovat, že byla způsobena škoda, protože potom by se jednalo o neoprávněné používání majetku společnosti pro vlastní potřebu. V rozhodnutí *Freeman v. Decio* však soud důvěrné informace povahu majetku nepřičkl.

Soud dále uvedl, že většina obchodů na základě důvěrné informace poškozuje pouze investory na kapitálovém trhu a nikoli společnost samotnou.

Který z rozsudků *Diamond* a *Freeman* je správný? Podstatnou otázkou je, zda důvěrná informace může být považována za majetek společnosti. Tato otázka bude uvažována v následujících kapitolách.

3.2 Základy zákonné úpravy insider tradingu na federální úrovni

Současná federální úprava insider tradingu má svůj zákonný podklad ve federálních zákonech regulujících cenné papíry, především v zákoně o obchodování s cennými papíry z roku 1934[43] (dále SEA). Stejně jako ostatní zákony přijaté v éře New Deal byl tento zákon odpovědí na kolaps kapitálového trhu v roce 1929.[44] Přijaté zákony měly v této době za úkol vyvést ekonomiku USA z krize způsobené krachem na burze. Většina zákonů chránících trh s cennými papíry měla dvojí úkol: Chránit investory obchodující s cennými papíry a obnovit důvěru veřejnosti v kapitálový trh.

Od počátku byla oblíbeným nástrojem Kongresu povinnost zveřejnit informaci. Podle názoru Nejvyššího soudu USA byla červenou nití federální úpravy insider tradingu snaha nahradit filosofii „obchodování bez záruky“ filosofií úplného odhalení relevantních informací. Tím hodlal Kongres pozvednout standard obchodní etiky v oblasti kapitálového trhu.[45] Tomu pomáhala i ustanovení zákona zapovídající podvod a manipulaci ve spojení s koupí nebo prodejem cenných papírů.

Lze porušení povinnosti zveřejnit informaci stanovené v SEA považovat za insider trading? Pokud ne, jsou takové případy postižitelné podle ustanovení o podvodu a manipulaci s informacemi? Nejvyšší soud USA zastává názor, že ano: „Zásadním účelem zákona o obchodování s cennými papíry bylo potlačit názor, že užití důvěrné informace pro vlastní potřebu patří k normálním požitkům souvisejícím se zastáváním vedoucí funkce v obchodní společnosti.“[46]

Základním zákonným podkladem moderní úpravy zákazu insider tradingu je §10(b) zákona obchodování s cennými papíry. Část paragrafu týkající se insider trading zní následovně:

„Nezákonně bude postupovat každý, kdo přímo nebo nepřímo, využitím jakýchkoli nástrojů mezinárodního obchodu nebo pošty nebo burzy cenných papírů...

b) použije nebo využije, v souvislosti s nákupem nebo prodejem jakéhokoli cenného papíru registrovaného na burze nebo jakéhokoli neregistrovaného cenného papíru, jakýkoli pletichářský nebo podvodný prostředek nebo zařízení v rozporu s takovými normami a směrnicemi, které Komise předepíše jako potřebné a vhodné ve veřejném zájmu nebo pro ochranu investorů.“

Ohledně tohoto ustanovení je třeba zdůraznit dvě věci. Za prvé, toto ustanovení samo o sobě nic nezakazuje, není bezprostředně vykonatelné. Pouze zmocňuje SEC k tomu, aby zakázala „pletichářské a podvodné prostředky nebo zařízení“ a teprve poté stanovuje, že použití těchto prostředků nebo zařízení je nelegální. Z toho plyne, že do té doby, než SEC stanoví potřebné normy a směrnice, je samotné ustanovení zákona zcela nepoužitelné.

Druhým důležitým bodem je, že v celém textu paragrafu nenalezneme termíny „zasvěcenec“ nebo „insider trading“. Nic v paragrafu 10(b) výslovně nezakazuje insider trading. Paragraf má obecnější povahu a jeho cílem je postihnout různé druhy podvodných jednání týkajících se cenných papírů, které nejsou předvídané speciálními ustanoveními zákona o obchodování s cennými papíry.[\[47\]](#)

Paragrafu 10(b) se nedostalo příliš velké pozornosti, byl zřejmě považován hlavně za ustanovení, které uděluje SEC pravomoc zakázat použití podvodných prostředků, se kterými §9 zákona o obchodování s cennými papíry nepočítá.

Ustanovením, které adresovalo insider trading přímo, byl § 16(b) zákona o obchodování s cennými papíry. Na základě tohoto ustanovení se může emitent příslušných cenných papírů domáhat toho, aby mu zasvěcenec odevzdal své krátkodobé (konjunkturální) zisky.[\[48\]](#) Toto ustanovení, jeho dopad a výklad budou popsány v dalších kapitolách. Je zřejmé, že není dostatečnou ochranou proti insider trading, nepostihuje obchody uskutečněné v rozmezí více jak šesti měsíců, je omezeno na „statutární“ zasvěcence [\[49\]](#) a na cenné papíry uvedené v §12 SEA[\[50\]](#).

Přijetím zákona o obchodování s cennými papíry v roce 1934 se Kongresu nezdařilo účinně zasáhnout proti rozmáhajícímu se fenoménu insider trading. SEC svou pravomoc získanou na základě shora uvedeného §10(b) SEA rovněž nedokázala dostatečně využít. Základy moderní regulace insider trading byly položeny až v roce 1942, kdy Komise přijala pravidlo 10b-5. Toto pravidlo zní následovně:

Nezákonně bude postupovat každý, kdo přímo nebo nepřímo, využitím jakýchkoli nástrojů mezistátního obchodu nebo pošty nebo burzy cenných papírů

- a) použije jakýkoli prostředek, plán nebo lest k podvodu,*
- b) uvede jakékoli nepravdivé tvrzení o kursotvorné skutečnosti nebo opomene uvést kursotvornou skutečnost, která je ve světle daných okolností důležitá pro to, aby tvrzení nebylo zavádějící, nebo*
- c) v souvislosti s nákupem nebo prodejem jakéhokoli cenného papíru se zapojí do jakéhokoli činu, činnosti nebo obchodování, které je nebo by bylo podvodem nebo úmyslným uváděním v omyl.*

Na základě této normy vznikla tak široká jurisprudence, že se o ní mluvilo jako o žaludu, který vyrostl do mohutného dubu.[\[51\]](#) Regulace insider trading se vymanila z omezení §16(b) a dostala nástroj, který konečně umožnil efektivní kontrolu nad obchodováním s cennými papíry. Podrobněji se tomuto ustanovení budeme věnovat v následujících kapitolách.

3.3 Základy úpravy insider trading ve federálním common law

3.3.1 In re Cady, Roberts & Co.

První opravdu důležitou událostí v oblasti regulace insider trading na federální úrovni je rozhodnutí SEC ve věci *In re Cady, Roberts & Co.* [52] Představenstvo společnosti Curtiss-Wright Corporation rozhodlo o snížení výše čtvrtletní dividendy. Jeden z členů představenstva, J. Cheever Cowdin, byl zároveň společníkem v makléřské společnosti Cady, Roberts & Co. Ještě před oficiálním oznámením zprávy o snížení dividend informoval Cowdin jednoho ze svých společníků v Cady, Roberts & Co., pana Roberta M. Gintela, o chystaném snížení dividend. Gintel poté prodal několik tisíc akcií společnosti Curtiss-Wright, které spravoval na účtech zákazníků a ke kterým měl dispoziční právo. Po oznámení zprávy klesla hodnota akcií Curtiss-Wright o několik dolarů za jednu akcii. Gintelovi zákazníci se tak vyhnuli poměrně vysoké ztrátě.

V případě *Cady, Roberts & Co.* šlo o tzv. poskytnutí tipu: Zasvěcenec (poskytovatel tipu), který znal důvěrnou informaci, neobchodoval sám, místo toho předal informaci někomu jinému (příjemci tipu) a až tato osoba na základě informace obchodovala. Zároveň šlo o obchod na neosobní burze cenných papírů, nikoli o obchod, ve kterém každá ze stran znala identitu té druhé. Jednalo se tedy o lehce odlišnou situaci, než která byla řešena na úrovni státního common law. Komise rozhodla, že pan Gintel jednal v rozporu s pravidlem 10b-5. Ve svém rozhodnutí také uvedla pasáž, která vešla ve známost jako pravidlo „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ [53]: Zsvěcenec, který má k dispozici kursotvornou nezveřejněnou informaci, musí takovou informaci zveřejnit před provedením obchodu, nebo se, pokud je takové zveřejnění nemožné nebo nevhodné, musí zdržet obchodování.

Zpočátku nebylo jasné, jakou precedenční hodnotu bude *Cady, Roberts & Co.* mít. Bylo to pouze správní rozhodnutí Komise a nikoli tedy rozhodnutí soudního orgánu. Mnoho precedentů státního práva (např. *Goodwin v. Agassiz* [54]) vyjadřovalo odlišný názor. Netrvalo však dlouho a základní principy rozhodnutí *Cady, Roberts & Co.* se staly všeobecně uznávanými. [55]

3.3.2. Texas Gulf Sulphur

V březnu 1959 objevili agenti společnosti Texas Gulf Sulphur Co. (dále TGS) skutečnosti naznačující existenci nového ložiska železné rudy blízko města Timmons v Ontáriu. V říjnu 1963 započala Texas Gulf Sulphur s pozemními průzkumy. Na začátku listopadu uskutečnila průzkumný vrt do hloubky několika set stop. Vizuální průzkum vzorků potvrdil možnost existence komerčně využitelného ložiska mědi a zinku. Prezident TGS nařídil průzkumnému týmu zachovávat přísnou mlčenlivost o těchto skutečnostech, dokonce dal příkaz, aby informace nebyla sdělena ani ředitelům ani zaměstnancům. Na počátku prosince potvrdila chemická analýza vzorků přítomnost mědi, zinku a stříbra. Při pozdějším soudním sporu několik znalců uvedlo, že se ještě nesetkali s žádným průzkumným vrtem, který by vykázal srovnatelné výsledky.

Během několika měsíců po provedení chemické analýzy TGS získala vlastnické právo k pozemkům, pod kterými se ložisko nacházelo. Poté, co několikrát odmítla veřejné spekulace o existenci ložiska, nakonec oznámila svůj objev na tiskové konferenci, která se konala 16. dubna 1964.

Během podzimu 1963 a jara 1964 koupilo několik zasvěcenců TGS akcie a opce na akcie TGS. Jiní dali tip osobám stojícím mimo společnost. V období mezi listopadem 1963 a březnem 1964 nakupovali zasvěcenci za ceny, které pomalu vzrůstaly a s drobnými výkyvy se pohybovaly mezi částkami 18 dolarů až 25 dolarů za akcii. Poté, co se na konci března a začátku dubna objevily veřejné spekulace, vzrostla cena akcií na 30 dolarů za kus. 16. dubna bylo obchodování zahájeno s cenou 31 dolarů za akcii, ale cena rychle vylétla až k 37 dolarům. 15. května 1964 se akcie TGS obchodovaly již za 58 dolarů za kus, což znamená nárůst 222% oproti minulému listopadu. Radost zasvěcenců z velkých zisků byla však krátká, SEC na ně podala žalobu za porušování pravidla 10b-5.

Případ *Texas Gulf Sulphur* byl prvním ze skutečně zásadních případů týkajících se insider trading. Odvolací soud druhého obvodu konstatoval, že zasvěcenec, který má k dispozici neveřejnou kursotvornou informaci, musí buď tuto informaci zveřejnit před tím, než uskuteční obchod, nebo se musí zdržet obchodování do doby, než bude informace zveřejněna. Jedná se o již uvedené pravidlo „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“.

Během relevantního časového období nebyla společnost TGS povinná zveřejnit informace o výsledcích průzkumů. Jak soud poznamenal, načasování zveřejnění informace je čistě obchodní záležitost, která nepodléhá jakékoli povinnosti zveřejnění. V tomto případě bylo navíc odložení zveřejnění informace jednoznačně ve prospěch společnosti. Utajení informace uchránilo předmětné pozemky před konkurencí a zabránilo nárůstu ceny, kterou vlastníci pozemků po společnosti za prodej nebo omezení svého vlastnického práva k pozemku požadovali. Společnost měla legitimní důvody k utajení informace nejméně do doby ukončení akvizičního programu.

Vzhledem k tomu, že společnost neměla žádnou povinnost zveřejnit informaci a rozhodla se ji nezveřejnit, bránily svěřenecké povinnosti ke společnosti zasvěcencům zveřejnit informaci z důvodů čistě osobního prospěchu. V tomto konkrétním případě dokonce prezident společnosti dal výslovný příkaz zasvěcencům, aby drželi informaci v tajnosti. Tento příkaz však nebyl třeba, jelikož právo zastupování (na kterém je postaven vztah mezi společností a jejími zaměstnanci a spolupracovníky) těmto osobám zakazuje zveřejnit informace, které patří společnosti, za kterou jednají. K takovým informacím bezpochyby patří i informace o výsledcích průzkumů.

Zveřejnění utajované informace před obchodováním ze strany zasvěcence je proto možné jedině tehdy, pokud společnost nemá žádný legitimní důvod pro její utajování. Tyto situace se však zcela jistě budou vyskytovat pouze zřídka. Ve většině případů tak pravidlo „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ ve skutečnosti neposkytuje zasvěcenci možnost informaci zveřejnit a tím se mění na prostou povinnost zdržet se obchodování až do doby po zveřejnění.[\[56\]](#)

Případ *Texas Gulf Sulphur* je precedentem, který dal principu „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ autoritu soudem uznané povinnosti. Tím byl položen základní kámen moderní federální úpravy insider trading.

4. Současná federální úprava

Na začátku 20. století bylo státní právo jediným režimem, který reguloval insider trading. V té době ještě dokonce státní obchodní právo v některých případech tyto praktiky výslovně povolovalo. Státní common law však bylo záhy zcela zastíněno federálním právem upravujícím obchodování s cennými papíry. V současné době je státní úprava používána velice zřídka v případech, které propadají sítem federální regulace. Co je příčinou tohoto vývoje? Federální právo dnes nabízí žalobcům mnoho právních a procedurálních výhod, a proto není divu, že se stalo téměř dominantním režimem. Jeho zřejmě největší výhodou je, že do celého procesu zapojilo výkonné složky federální vlády. Státní právo spoléhalo v otázce nalézání a trestání případů insider trading pouze na společnosti a akcionáře. Podle federálního práva je do boje proti insider trading zapojena Komise pro cenné papíry[\[57\]](#) a Ministerstvo spravedlnosti. To značně zvyšuje pravděpodobnost, že bude insider trading detekován a potrestán.

Ačkoliv případ *Strong v. Repide* přinesl problematiku insider trading na půdu Nejvyššího soudu poměrně brzy, zákaz insider tradingu se poté vyvíjel bez asistence tohoto soudu po dobu přesahující sedm desetiletí. V 80. letech 20. století však Nejvyšší soud vydal dvě rozhodnutí - *Chiarella v. United States*[\[58\]](#) a *Dirks v. SEC*[\[59\]](#), které poněkud omezily rozsah pravidla „zveřejni nebo se zdrž obchodování“ stanovený rozhodnutím *Texas Gulf Sulphur*. Jako odpověď na tato rozhodnutí vyvinula SEC dvě nové teorie

odpovědnosti – teorii zpronevěry a pravidlo 14e-3, pomocí kterých získala, ačkoli ne zcela úplně, pozici, kterou měla před rozhodnutími *Chiarella* a *Dirks*. Obě teorie obstály před Nejvyšším soudem v nedávném rozhodnutí v případě *United States v. O'Hagan*.

Při posuzování, zda se jedná o insider trading, je tedy v dnešní době třeba postupovat podle těchto tří teorií:

- Pravidlo SEC 10b-5 navazující na povinnost „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ stanovenou v paragrafu 10(b) zákona o obchodu s cennými papíry z roku 1934. V tomto případě jsou postihováni klasičtí zasloupcové, tj. ředitelé a manažeři společností.
- Teorie zpronevěry postavená na ustanovení §10(b) a navazujícím pravidlu Komise 10b-5. Pomocí tohoto ustanovení jsou postihováni zasloupcové stojící mimo společnost, kteří nejsou ve svěřeneckém vztahu ke společnosti, s jejímiž akciemi obchodují.
- Pravidlo Komise č. 14e-3 (navazuje na §14e zákona o obchodování s cennými papíry), které upravuje insider trading, ke kterému dochází v souvislosti s nabídkou převzetí.

K těmto teoriím dále přistupuje koncepčně poněkud odlišný

- Paragraf 16b zákona o obchodování s cennými papíry, který se zabývá přímými (neanonymními, mimoburzovními) obchody ředitelů a manažerů společností s akcionáři.

V této kapitole se budeme postupně zabývat právě těmito čtyřmi nástroji, které tvoří jádro současné regulace insider trading v USA.

Pravidlo 10b-5 navazující na §10(b) SEA

Jak již bylo konstatováno v předchozí kapitole, pravidlo 10b-5 stanovila Komise v rámci svého oprávnění daného paragrafem 10(b) zákona o obchodování s cennými papíry. Jelikož bude v následovat rozbor tohoto pravidla, bude vhodné si jeho znění znovu připomenout:

Nezákonně bude postupovat každý, kdo přímo nebo nepřímo, využitím jakýchkoli nástrojů mezistátního obchodu nebo pošty nebo burzy cenných papírů

a) použije jakýkoli prostředek, plán nebo lest k podvodu

b) uvede jakékoli nepravdivé tvrzení o kursotvorné skutečnosti nebo opomene uvést kursotvornou skutečnost, která je ve světle daných okolností důležitá pro to, aby tvrzení nebylo zavádějící, nebo

c) v souvislosti s nákupem nebo prodejem jakéhokoli cenného papíru se zapojí do jakéhokoli činu, činnosti nebo obchodování, které je nebo by bylo podvodem nebo úmyslným uváděním v omyl.

Tři odstavce tohoto pravidla zakazují tři druhy jednání v souvislosti s nákupem nebo prodejem cenného papíru. Vzhledem k historické zkušenosti však lze říci, že rozdíly mezi jednotlivými ustanoveními tohoto pravidla nejsou příliš důležité – pravidlo 10b-5 je považováno za široký zákaz podvodného jednání při transakcích s cennými papíry a není přikládána velká důležitost rozlišování, zda se ve smyslu jednotlivých ustanovení jednalo právě o použití prostředků k podvodu nebo spíše o zapojení do podvodné činnosti.

Samo pravidlo nám nesděluje o mnoho více, než že podvody při obchodování s cennými papíry jsou špatná věc. Jaké skutečnosti je nutné prokázat pro učinění závěru, že došlo k porušení pravidla? Kdo je aktivně legitimovaný k žalobě proti pachatelům? Čeho se může domáhat? Pouze málo z podobných

otázek je zodpovězeno samotným textem pravidla (nebo zákonem samotným). Místo toho jsou odpovědi obsaženy v početné řadě soudních rozhodnutí včetně důležitých rozhodnutí Nejvyššího soudu.

4.1.1 Žalobní legitimace

Aktivně legitimovanými k žalobě pro porušování pravidla 10b-5 jsou bezesporu SEC a Ministerstvo spravedlnosti USA (které jedná prostřednictvím Úřadu zástupce USA (U.S. Attorney Office)). Zajímavější otázkou je, zda jsou aktivně legitimovanými i soukromé osoby. Nic v textu pravidla nebo zákona explicitně nestanoví, že tomu tak je. To však nebránilo nižším soudům, aby rozhodly, že toto právo soukromých osob lze z ustanovení 10b-5 dovodit (jedná se o tzv. implikované právo^[60]), a to již v roce 1946.^[61] Nejvyšší soud toto právo soukromých osob potvrdil v roce 1971.^[62] Soudce Nejvyššího soudu Thurgood Marshall se dokonce nechal slyšet, že „existence tohoto práva je jednoduše nade vsí pochybnost“.^[63]

Ačkoli Nejvyšší soud potvrdil implikované právo soukromých osob žalovat podle pravidla 10b-5, omezil aktivní legitimaci na osoby, které skutečně prodávaly nebo kupovaly cenné papíry.^[64] To se může zdát samozřejmé, ale ve skutečnosti to tak není. Představme si například, že vedoucí pracovníci společnosti chtěli srazit cenu akcií dolů, aby je poté mohli koupit za nízkou cenu. Vydají nepravdivou špatnou zprávu o stavu společnosti. Jiná osoba mezitím uvažovala o koupi akcií, ale byla odrazena touto špatnou zprávou vydanou vedoucími pracovníky. Pokud by tato jiná osoba později chtěla žalovat a tvrdit, že kvůli nezákonnému chování vedoucích pracovníků nekoupila akcie, neměla by podle současného výkladu Nejvyššího soudu aktivní legitimaci k žalobě.

Ačkoliv pro aktivní legitimaci je třeba, aby dotčená osoba prodala nebo nakoupila cenný papír, pro pasivní legitimaci tato podmínka neplatí. V jednom z převratných případů týkajícím se insider trading, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*,^[65] vydala žalovaná společnost zavádějící tiskovou zprávu. Protože sama společnost během relevantního období ani nekoupila ani neprodala akcie, namítala, že nemůže být shledána odpovědnou na základě pravidla 10b-5. Soud tento argument odmítl a poukázal na to, že pravidlo 10b-5 ve svém textu zakazuje podvod „*ve spojení s prodejem nebo nákupem jakéhokoli cenného papíru.*“ Soud vyložil pojem podvod jako „*cokoliv, co má takovou povahu, že může přimět investory, aby se na deklarovanou skutečnost spolehli a na základě ní prodávali nebo nakupovali cenné papíry společnosti.*“

Ačkoliv aktivní legitimace implikovaná z pravidla 10b-5 je hlavní zbraní v arzenálu podvedených investorů, je v kontextu insider tradingu méně důležitá než jiné aspekty. Soukromé žaloby proti zasloucencům jsou ojedinělé a většinou parazitují na řízeních již zahájených ze strany SEC.^[66] Naše diskuse o pravidlu 10b-5 se tak může zaměřit na elementy důležité pro žaloby podané ze strany státních orgánů.

4.1.2 Aplikovatelnost na případy zamlčení informace

Pravidlo 10b-5 se vztahuje jak na případy výslovného podání zavádějících informací, tak na případy úmyslného pasivního zamlčování informací. Pro naše účely je zkoumání záležitostí týkajících se zamlčování informací značně důležitější než zkoumání případů aktivního podání zavádějící informace. Většina případů insider trading se dnes týká obchodování na neosobních burzách cenných papírů. Zasloucenci jsou obviňováni, že prodali nebo nakoupili cenné papíry, aniž předtím zveřejnili kursotvornou informaci, o které v době provádění obchodů věděli.

Dva aspekty pravidla 10b-5, které se týkají případů zamlčení informace, jsou zvláště důležité. Za prvé, ne všechny případy zamlčení znamenají vznik odpovědnosti. Odpovědnost vzniká pouze v případě, kdy měl žalovaný povinnost informaci odhalit. Jak vyplývá z následujícího výkladu, otázka vzniku povinnosti zveřejnit informaci se stala centrální otázkou jurisprudence Nejvyššího soudu. Za

druhé, skutečnost, že se poškozený spoléhal na dostupné informace a na jejich základě obchodoval, je v těchto případech konstruována jako vyvratitelná domněnka.

V případech, kdy žalobu na základě pravidla 10b-5 podává soukromá osoba, musí žalobce obecně prokázat, že se odůvodněně spoléhal na zavádějící informace nebo chování žalovaného.^[67] Žalobce musí také prokázat, že obchodoval právě na základě zveřejněných informací nebo chování žalovaného a že jeho ztráta byla způsobena jednáním žalovaného. Pokud podává soukromá osoba žalobu související se zamlčením informace, je otázka spoléhání na dostupné informace a obchodování na jejich základě opět konstruována jako vyvratitelná domněnka, pro jejíž vznik stačí prokázat, že žalovaný měl povinnost zveřejnit informace a neučinil tak.^[68]

4.1.4 Úmysl

Investoři mohou ovšem být uvedeni v omyl neúmyslně. Měla by být odpovědnost za podvod při obchodování s cennými papíry vázána na úmysl?

Odpovědnost za neúmyslné uvedení nepravdivých informací v některých případech skutečně vzniká. Například ustanovení paragrafů 11 a 12 odst. 2 zákona o cenných papírech z roku 1933^[69] nevyžadují od žalobce, aby prokazoval subjektivní stránku činu žalovaného. Subjektivní stránka může být uplatněna pouze jako obhajoba žalovaného. Aby byla úspěšná, je třeba prokázat, že žalovaný nezanedbal své povinnosti.

U pravidla 10b-5 je však situace odlišná. Nejvyšší soud shledal, že žalobce musí nabídnout důkaz, že žalovaný jednal úmyslně. Úmysl v tomto kontextu soud definoval jako záměr oklamat, manipulovat nebo podvést.^[70] Ačkoliv tato formulace jasně vylučuje odpovědnost dle pravidla 10b-5 pro ty, kdo jednají v nedbalosti, Nejvyšší soud nechal otevřenou otázku, zda hrubá nedbalost nenaplňuje požadavek úmyslnosti činu. Navazující rozhodnutí nižších soudů obecně konstatovala, že hrubá nedbalost postačuje.

4.1.5 Požadavek oklamání poškozených

V případě *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*,^[71] společnost Santa Fe převzala jmění své dceřiné společnosti. Menšinová akcionářská společnost byla nespokojena s výší náhrady, která jim byla vyplacena za jejich akcie. Ačkoliv mohli žalovat podle státního práva a požadovat dorovnání, zvolili místo toho žalobu podle pravidla 10b-5. Žalobci tvrdili, že žalovaná společnost porušila pravidlo 10b-5, protože převzetí jmění proběhlo bez vědomí minoritních akcionářů a nemělo žádný legitimní obchodní důvod. Tvrdili rovněž, že jejich akcie byly podhodnocené. Obě tvrzení vyvolala otázku, jaké chování spadá do oblasti, kterou upravuje pravidlo 10b-5. Nejvyšší soud rozhodl, že žalobci neunesli v této žalobě břemeno tvrzení.

Nejvyšší soud argumentoval textem a legislativní historií pravidla a uvedl, že předpokladem úspěšnosti žaloby na základě pravidla 10b-5 je existence podvodu nebo manipulace s informacemi. Podvodem je třeba rozumět uvedení zavádějící informace nebo porušení povinnosti informací zveřejnit. Protože se žalobcům v případě *Santa Fe* dostalo plného odhalení pravdivých informací, nebylo zde možné shledat žádný podvod nebo manipulaci s informacemi. Žalobci netvrdili, že jim Santa Fe lhala, ale že provedla nespravedlivou transakci. Jinými slovy tvrdili, že porušení svěřenecké povinnosti je žalovatelné podle pravidla 10b-5. Nejvyšší soud však vyslovil názor, že prosté porušení svěřenecké povinnosti nemá za následek vznik odpovědnosti podle pravidla 10b-5.

Manipulace je jednání se záměrem uvést investory v omyl umělým ovlivněním aktivity na trhu. Jinými slovy, žalovaný se musí dopustit jednání, které má za následek umělou změnu v ceně cenných papírů nebo uměle změni objem obchodování cenných papírů. V případě *Santa Fe* byli žalovaní viněni pouze

z porušení svěřenecké povinnosti, kterou jim ve vztahu k minoritním akcionářům ukládalo státní právo. Nic v případě *Santa Fe* se však nedalo označit jako manipulace.

Ve svém rozhodnutí se také Nejvyšší soud odvolal na principy teorie federalismu. Soud dospěl k názoru, že pokud by připustil takovou žalobu, federalizoval by podstatnou část státního obchodního práva a v mnoha případech by tak nepřímou zrušil dobře zavedené státní normy týkající se regulace obchodních společností. Soud dospěl k názoru, že kdyby dovolil žalobcům žalovat, každé porušení svěřenecké povinnosti by poté mohlo vést k žalobě podle federálního pravidla 10b-5. Soud odmítl přiznat pravidlu 10b-5 tak široký záběr, místo toho konstatoval, že se pravidlo netýká „transakcí, které nejsou více než porušení interních pravidel vedení společností“.[\[72\]](#)

Santa Fe bylo zásadním rozhodnutím ve vývoji pravidla 10b-5, které vyloučilo posuzování spravedlivosti transakce jako jednoho z elementů porušení pravidla. Pravidlo se tak omezilo na případy porušení povinnosti zveřejnit. Z rozhodnutí *Santa Fe* se také dá odvodit druhý, možná ještě důležitější princip. Dík soudního rozhodnutí totiž naznačuje, že případy nezákonného chování, které lze postihnout podle státního práva, by měly být ponechány státnímu právu. Ve svém důsledku mohl (a možná měl) případ *Santa Fe* přibrzdit rozmach regulace zákazu insider trading na federální úrovni. Jak se ale ukázalo, pozdější soudy se s jeho principy příliš neztotožnily.

4.1.6 Návod a pomoc

V případě *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank*[\[73\]](#) Nejvyšší soud rozhodl, že poškození nemají žádné odvozené právo žalovat dle pravidla 10b-5 osoby, které zasvěcence navedly, případně jim poskytly pomoc. Tímto podstatně omezil dosah pravidla. Spíše než samotný výsledek sporu je však zajímavá metoda výkladu, kterou soud použil. Soud v rozsudku uvedl, že rozsah zakázaného chování se řídí zákonem. Tam, kde je text pravidla 10b-5 o nějaké záležitosti mlčí, musí soudy zvážit, jak by se k otázce postavil Kongres v roce 1934, kdyby hodlal tuto záležitost upravit v zákoně o obchodování s cennými papíry z roku 1934. Rozhodnutí *Central Bank* se tak stalo relativně závažnou hrozbou pro další rozvoj regulace insider trading na federální úrovni. Jeho potenciál však zatím stále nebyl realizován.[\[74\]](#)

4.1.7 Omezení odpovědnosti - případy Chiarella a Dirks

Případ *Texas Gulf Sulphur* přinesl poměrně širokou koncepci odpovědnosti za insider trading. V dnešní době je již záběr pravidla 10b-5 poněkud užší, a to právě díky následujícím dvěma soudním rozhodnutím.

4.1.7.1 Chiarella v. United States[\[75\]](#)

Vincent Chiarella byl zaměstnancem společnosti Pandick Press, která mimo jiného obstarávala tisk dokumentů týkajících se veřejných nabídek na odkup akcií. Při přípravě těchto dokumentů používala společnost Pandick z důvodu utajení číselné kódy místo názvů příslušných společností, ale Chiarella tyto kódy rozšifroval. Poté nakoupil akcie cílové společnosti před tím, než byla nabídka zveřejněna, a po zveřejnění akcie s vysokým ziskem prodal.

Chiarella byl prvním ze série případů týkajících se převzetí společnosti, které byly řešeny v 80. letech 20. století. Je nepochybné, že na převzetí společnosti se dají vydělat peníze, pokud je investorovi známo, že převzetí bude úspěšné, ještě předtím, než je tato informace zveřejněna. Během 80. let 20. století skupina podnikatelů specializujících se na převzetí společnosti – mezi nimi Denis Levine, Ivan Boesky a Michael Milken – údajně ke svým již tak obrovským legálním ziskům přidala miliony dolarů získaných pomocí insider trading.[\[76\]](#)

Pro mnohé byl tak Vincent Chiarella malou rybou v porovnání s těmi, kteří ho následovali. Byl odsouzen za porušení pravidla 10b-5, protože obchodoval na základě neveřejné kursotvorné informace. Odvolací soud jeho odsouzení potvrdil, aplikoval princip rovného přístupu k informacím založený na pravidlu „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“, které bylo vytvořeno rozhodnutím *Texas Gulf Sulphur*. Podle standardu rovného přístupu byl Chiarella jednoznačně vinen – měl větší přístup k informacím než ti, se kterými obchodoval. Ale všimněme si jedné důležité věci – Chiarella nebyl zaměstnanec, manažer nebo člen statutárního orgánu žádné ze společností, s jejímiž akciemi obchodoval. Pandick pracoval pro společnosti, které se snažily převzít jinou společnost, nikoli pro společnosti, které byly cílem převzetí.

Odsouzení Chiarellou demonstrovalo, jak dalece se federální úprava ochýlila od svých předků na úrovni common law jednotlivých států. Vzpomeňme si, že státní právo pro vznik odpovědnosti za insider trading vyžadovalo svěřenecký vztah mezi prodávajícím a kupujícím. Samotný fakt, že jedna ze stran měla víc informací než druhá, nebyl důvodem k posouzení transakce jako nezákonné a nestačil rovněž k tomu, aby bylo možné domáhat se náhrady škody. Odvolací soud však potvrdil Chiarellovo odsouzení právě pouze z důvodu shora uvedené nerovnosti v přístupu k informacím.

Nejvyšší soud však rozhodl jinak. Ve svém rozhodnutí jednoznačně popřel, že by účelem paragrafu 10(b) bylo zajistit rovný přístup k informacím pro všechny investory. Soud konstatoval, že nemůže potvrdit tento rozsudek, protože kdyby tak učinil, vznikla by obecná povinnost pro všechny účastníky obchodování na trhu s cennými papíry nenakládat s kursotvornými informacemi, které nebyly zveřejněny. Soud odmítl takovou povinnost stanovit.

Po tomto rozhodnutí bylo tedy jasné, že pravidlo „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ nebude použito na všechny případy, kdy obchodník disponuje nezveřejněnou kursotvornou informací. Žaloba podle pravidla 10b-5 byla před tímto rozhodnutím založena na nezveřejnění informace. Pro vznik odpovědnosti nebylo nutné porušit žádnou jinou povinnost kromě povinnosti zveřejnit. Dle názoru soudu nemůže povinnost zveřejnit vznikat čistě na základě vlastnictví kursotvorné informace. Obchodující zasvěcenec má tuto povinnost, pouze pokud druhá strana obchodu je k zasvěcení v takovém vztahu, který je založen na důvěře. Typicky se tedy bude jednat o svěřenecký vztah.

Případ *Chiarella* radikálně omezil rozsah zákazu insider trading, který byl stanoven případem *Texas Gulf Sulphur*. Změn rovněž doznala metoda posuzování možných případů insider trading dle pravidla 10b-5. Po případu *Texas Gulf Sulphur* zněla otázka, jak široký by měl záběr tohoto pravidla být, po rozhodnutí *Chiarella* bylo na místě zkoumat rozsah imunity, která vznikla následkem požadavku existence svěřeneckého vztahu mezi stranami transakce.

4.1.7.2 Dirks v. SEC[\[77\]](#)

Raymond Dirks byl analytik v oblasti cenných papírů, který objevil rozsáhlé podvody společnosti Equity Funding of America (dále jen Equity Funding). Dirks začal provádět šetření ve společnosti Equity Funding poté, co obdržel informace od Ronalda Secrista, dřívějšího člena vedení Equity Funding, že společnost ve velké míře používá podvodné praktiky. Dirks předal výsledky šetření SEC a Wall Street Journalu, ale také diskutoval o svých závěrech s různými svými klienty. Někteří jeho klienti prodali své cenné papíry týkající se Equity Funding před zveřejněním podvodů. Tím se vyhnuli značné ztrátě. Na Equity Funding byla uvalena nucená správa a SEC začala zkoumat Dirksovo jednání při odhalování podvodů. Dle názoru mnohých by si Dirks zasloužil medaili (Dirks sám si to určitě myslel), ale skutečnost byla jiná. SEC uznala Dirkse vinným z porušení zákazu insider trading, kterého se měl dopustit tím, že svá zjištění ohledně podvodů sdělil svým klientům.

Pokud bychom použili koncepci rovného přístupu k informacím stanovenou v případě *Texas Gulf Sulphur*, nezpůsobilo by poskytnutí tipu v případě *Dirks* žádný koncepční problém. Poskytovatel tipu měl přístup

k informaci, kterou neměl nikdo jiný, a proto by byl odpovědný. Po případu *Chiarella* se posuzování případu poskytnutí tipu stalo komplexnější. Dirks ani jeho klienti neměli žádný svěřenecký vztah vůči Equity Funding ani k těm, se kterými obchodovali.

Nejvyšší soud rozhodnutí SEC změnil. V rozsudku výslovně odmítl koncepci obecné rovnosti k přístupu k informacím a potvrdil svůj požadavek na existenci svěřeneckého vztahu mezi stranami:

„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.“^[78]

Soud si uvědomoval, že tato formulace může přinést potíže v případech zahrnujících poskytnutí tipu, a proto konstatoval, že odpovědnost příjemce tipu je odvozená a je založena na odpovědnosti poskytovatele tipu. Příjemce tipu může být postižen v případě, kdy poskytovatel tipu porušil svěřeneckou povinnost a příjemce tipu o tomto porušení povinnosti věděl.

Pokud tedy vezmeme v úvahu okolnosti v případě *Dirks*, nemůže být Dirks za své jednání postižen. Secrist byl zaměstnancem společnosti, a proto ve vztahu k ní měl svěřeneckou povinnost. Ale samotná skutečnost, že zaslíbenec poskytne nezveřejněnou kursotvornou informaci, není po rozhodnutí *Dirks* postačující. Co *Dirks* požaduje pro vznik odpovědnosti není pouhé porušení mlčenlivosti ze strany zaslíbence, ale spíše porušení svěřenecké povinnosti zdržet se profitování na základě informace, která mu byla společností svěřena. Secrist poskytnul Dirksovi tip s úmyslem odhalit podvody ve společnosti a nikoli s úmyslem se osobně obohatit. Protože tedy chyběl požadovaný aspekt odpovědnosti (snaha se obohatit), nemohla být shledána odpovědnost za porušení pravidla 10b-5.

Právě v tomto okamžiku je tedy vhodné zabývat se problematikou svěřenecké povinnosti.

4.1.8 Svěřenecká povinnost

Po rozhodnutích *Chiarella* a *Dirks* bylo možné použít pravidlo 10b-5 pouze proti osobám, které jsou ve svěřeneckém vztahu s těmi, se kterými obchodují. Jedná se tedy například o manažery, ředitele, členy statutárních orgánů, jednoduše tedy osoby, které ze strany akcionářů a investorů požívají důvěru. Nejvyšší soud naneštěstí neposkytl ani v jednom ze jmenovaných případů nějaká konkrétnější pravidla pro posuzování svěřenecké povinnosti jako předpokladu odpovědnosti dle §10b-5. Stačí, že svěřenecký vztah mezi stranami transakce existuje, nebo musí být porušena povinnost, která z takového vztahu plyne? Na základě jakého práva bude existence svěřenecké povinnosti a její porušení posuzováno? Dle státního práva například členové statutárních orgánů společností nemají svěřeneckou povinnost vůči držitelům dluhopisů. Znamená to tedy, že je možné provozovat insider trading s dluhopisy beztestně? Ačkoliv manažeři a ředitelé společnosti mají vůči akcionářům svěřenecké povinnosti, v mnoha státech neznamená insider trading porušení těchto povinností. Mohou v těchto státech zaslíbenec provozovat jakýkoli insider trading beztestně?

V případech *Chiarella* i *Dirks* Nejvyšší soud opakovaně hovořil o povinnosti prokázat existenci svěřeneckého vztahu jako předpokladu odpovědnosti za insider trading. Neupřesnil však, zda je nutné kromě existence tohoto vztahu prokázat také porušení povinnosti z tohoto vztahu plynoucí. Jedna pasáž odůvodnění případu *Dirks* zpracovaného soudcem Powellem naznačuje, že porušení svěřenecké povinnosti je předpokladem vzniku odpovědnosti za insider trading, vyskytuje se zde také názor, že porušení svěřenecké povinnosti je dáno vždy, kdy zaslíbenec obchoduje na základě nezveřejněné

vnitřní informace. Soudce konstatoval následující:

„V zásadním případě In re Cady, Roberts & Co. uznala SEC, že v některých státech ukládá common law zasvěcencům „stojícím uvnitř společnosti“ povinnost zveřejnit kursotvorné informace v případě, že obchodují s cennými papíry. Komise shledala, že v těchto případech porušení státního common law jsou dány podmínky odpovědnosti dle pravidla 10b-5.“^[79]

Tento názor soudce Powella zpočátku konstatoval, že povinnost daná common law existuje pouze v některých státech. Dále však soudce Powell bez dalšího vysvětlení nebo citace pramenu extrapoloval tuto úvahu a uvedl, že všichni „zasvěcenci jsou na základě svých svěřeneckých povinností povinni zdržet se užití nezveřejněné informace týkající se společnosti za účelem svého obohacení“. Tato povinnost byla později označována jako *povinnost z případu Cady, Roberts (Cady, Roberts duty)*. Nejedná se tedy zřejmě o povinnost stanovenou státním právem, ale federálním common law. Možný pramen této povinnosti nám pomůže odkrýt poznámka soudce Powella: „zásadním úkolem zákona o obchodování s cennými papíry bylo potlačit myšlenku, že použití vnitřní informace pro osobní obohacení je normálním požitkem spojeným s funkcí ve společnosti.“^[80] Zákon o obchodování s cennými papíry tedy zřejmě vytvořil ve spojení s případem *Cady, Roberts* novou svěřeneckou povinnost zakazující insider trading. V případě použití tohoto výkladu již nebylo možné pro osoby stojící uvnitř společnosti provozovat insider trading bez toho, aby porušily svěřeneckou povinnost.

Výklad rozhodnutí v případě *Dirks* diskutovaný v předchozím odstavci byl potvrzen Nejvyšším soudem v nedávném případě *United States v. O'Hagan*^[81]. Většina soudců znovu potvrdila požadavek na existenci svěřeneckého vztahu stanovený rozhodnutím *Chiarella* a *Dirks*. Soud uvedl, že ze „vztahu důvěry“ mezi zasvěcencem a akcionáři „plyne povinnost odhalit kursotvorné informace“ nebo se zdržet obchodování.

Pokud tedy budeme vykládat požadavek na existenci svěřenecké povinnosti tímto moderním způsobem při používání pravidla 10b-5, musíme v první řadě zjišťovat, zda mezi zasvěcencem a osobami, se kterými se zasvěcenec chystá obchodovat, existuje svěřenecký vztah. Pokud existuje svěřenecký vztah, existuje zároveň povinnost zveřejnit, nebo se zdržet obchodování. Je logické se při tomto zkoumání obracet k federálnímu právu, ale tento přístup není úplně bez problémů.

Potíže vznikají, protože přístup z případů *Dirks* a *O'Hagan* nedává příliš logický smysl a, což je horší, je v rozporu s předcházející jurisdikcí Nejvyššího soudu. Především by prosté prokázání existence svěřeneckého vztahu mezi zasvěcencem a druhou stranou transakce nemělo stačit. Jak řekl soudce Frankfurter, ačkoli trochu v jiném kontextu, „konstatování, že někdo podléhá svěřenecké povinnosti, je pouze začátkem analýzy. Ke komu má tuto povinnost? V čem tuto povinnost porušil?“^[82] Před tím, než bude někdo shledán odpovědným za insider trading, by mělo být prokázáno, že porušil svěřeneckou povinnost vznikající na základě konkrétního svěřeneckého vztahu. Tento závěr je viditelně potvrzován tím, jak Nejvyšší soud posuzuje případy poskytnutí tipu. Připomeňme si, že podle případu *Dirks* nestačí prokázat, že poskytovatel tipu byl ve svěřeneckém vztahu ke zdroji informace. Musí být také prokázáno porušení svěřenecké povinnosti. Do té doby nemůže vzniknout odpovědnost příjemce tipu.

Pokud je požadavkem porušení svěřenecké povinnosti, která z těchto povinností je přesně tou, která má za následek odpovědnost za insider trading? Jak již naznačil soudce Frankfurter, jakýkoli svěřenecký vztah s sebou přináší množství povinností. Povaha těchto povinností je u každého svěřeneckého vztahu jiná. Nejvyšší soud zde také nebyl příliš sdílný. Jeho rozsudky hovoří hlavně o povinnosti zveřejnit před obchodováním a shora naznačeným problémem se nezabývají.^[83]

Některé z nižších soudů se snažily tuto záležitost vykládat v kontextu povinnosti mlčenlivosti a zkoumaly, zda obchodující zasvěcenec porušil povinnost držet informaci, kterou použil, v tajnosti.^[84] Použití povinnosti mlčenlivosti jako příslušné svěřenecké povinnosti však v kontextu insider trading dobrý smysl nedává. Obchodování na základě tajné informace samo o sobě není

zveřejněním této informace. Na rozdíl od movitého majetku může také být informace použita opakovaně různými osobami bez toho, aby se snížila její hodnota pro vlastníka. Pokud například vedoucí pracovník společnosti, který právě za společnost uzavřel důležitý kontrakt, následně obchodoval s akciemi společnosti, nikterak tím nesnížil hodnotu kontraktu pro společnost, pokud někde při tomto procesu neporušil svou povinnost mlčenlivosti. Použití neveřejné informace pro osobní prospěch tak nelze podřadit pod povinnost mlčenlivosti, pokud obchodem na základě této informace není utajovaná informace prozrazena.

Jediným smysluplným přístupem v pátrání po svěřenecké povinnosti, která by mohla být porušena, je názor, že požadavek porušení svěřenecké povinnosti by mohl být postaven na povinnosti zdržet se obchodování pro vlastní prospěch za použití nezveřejněné informace. Pro tento názor lze nalézt podporu v rozhodnutí *Dirks*. Soudce Powell zde například popsal elementy porušení zákazu insider trading následovně: „(i) existence vztahu umožňujícího přístup k vnitřním informacím, které jsou určeny výlučně pro vnitřní potřeby společnosti, a (ii) nespravedlnost plynoucí z toho, že zasloučenci uvnitř společnosti mohou využít těchto informací a obchodovat bez jejich zveřejnění.“ V jiné pasáži charakterizoval odpovědnost za insider trading jako odpovědnost vycházející z „vrozené nespravedlnosti, která je přítomná, když někdo využije informace, která má být použita pouze pro vnitřní potřeby společnosti a nikoli pro něčí osobní prospěch“. Další vyslovený názor byl, že zasloučencům „brání jejich svěřenecká povinnost použít nezveřejněnou informaci náležející společnosti pro osobní prospěch.“ Ve všech případech se tedy soud zaměřil na svěřeneckou povinnost nepoužívat získané informace pro svůj osobní prospěch.

4.1.9 Problém způsobený rozhodnutím Santa Fe

V případě *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*^[85] soud konstatoval, že pravidlo 10b-5 je postaveno na zveřejnění a podvodu, nikoli na svěřenecké povinnosti. Soud tak učinil právě z toho důvodu, že opačný přístup by federalizoval příliš státního práva a potlačil by tak dobře zavedená státní pravidla regulace obchodních společností. Soud uvedl, že pravidlo 10b-5 nelze použít v žalobách, „ve kterých je esencí skutečnost, že s akcionáři bylo nespravedlivě jednáno ze strany osoby se svěřeneckou povinností.“ To je však samotná podstata regulace insider trading. Soud také konstatoval, že rozšíření dosahu pravidla 10b-5 na případy porušení svěřenecké povinnosti je nedůvodné s ohledem na prostředky, které žalobcům poskytuje státní právo. Práva jednotlivých států nabízejí různé možnosti, jak v těchto případech postupovat. Tyto prostředky se však stát od státu liší a v mnoha případech nebudou dostatečné. Na závěr rozhodnutí soud vyjádřil nechuť „federalizovat podstatnou část státního práva obchodních společností, které se zabývá obchodováním s cennými papíry, zvláště tam, kde by byly zastíněny bezchybně fungující státní předpisy.“ Když vezmeme v úvahu dosavadní text této práce, tak dospějeme k závěru, že je to přesně to, co federální úprava naopak učinila. Pokud rozhodnutí *Santa Fe* požaduje nechat oblast porušování svěřeneckých povinností státní úpravě, proč by se mělo zrovna insider trading dostat zvláštního zacházení?

Rozhodnutí *Dirks* a *Chiarella* jednoduše toto doktrinální napětí mezi režimem založeným na porušení svěřenecké povinnosti a případem *Santa Fe* ignorovala. V případě *O'Hagan* alespoň soudkyně Ginsbergová uznala, že rozhodnutí v případě *Santa Fe* představovalo pro federální regulaci insider trading problém, ale to, jak se s tímto problémem vypořádala, není příliš přesvědčivé. Soudkyně Ginsbergová v tomto rozhodnutí správně charakterizovala případ *Santa Fe* jako případ „podtrhující, že §10(b) není obecným zákazem porušení svěřenecké povinnosti, zabývá se spíše postižením chování zahrnujícím podvod a manipulaci.“ Místo konstatování, že insider trading je záležitostí zahrnující především porušení svěřenecké povinnosti, pojala celou problematiku jako otázku povinnosti zveřejnit informaci. Problémem insider trading nebyl podle ní obchod sám, ale povinnost zveřejnit informaci při obchodování. „Osoba se svěřeneckou povinností, která předstírá loajalitu ke společnosti, zatímco tajně používá informace patřící společnosti, tuto společnost klame a šidí“. Soudkyně Ginsbergová v podstatě řekla, že pokud dojde k plnému odhalení, je vyloučena odpovědnost za insider trading. Pokud zasloučenec informuje osobu, se kterou se chystá obchodovat, že „má v úmyslu obchodovat na základě nezveřejněné informace, není zde žádný podvodný prostředek, a proto nemůže nastoupit odpovědnost na základě §10(b)...“

Přístup soudkyně Ginsbergové tedy konflikt neřeší. Pokud bychom jej bez výhrady přijali, znamenal by pojem „podvod“ v oblasti insider trading to, že zaslíbenec nezveřejní neveřejnou informaci před uskutečněním obchodu. Osoby, které podléhají teorii „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“, však často rovněž podléhají povinnosti mlčenlivosti stanovené státním právem, která jim ve zveřejnění informace brání. Pro ně tedy zákaz insider trading znamená, že se musí zdržet obchodování na základě nezveřejněné kursotvorné informace. Jejich odpovědnost tak ve skutečnosti vzniká následkem porušení povinnosti mlčenlivosti a ne povinnosti zveřejnit informaci. Bývalý komisař SEC Charles C. Cox k této situaci poznamenal: „Na rozdíl od jiných ustanovení v oblasti cenných papírů nevede úprava insider trading ke zvýšení objemu informací, které přicházejí na trh: Pravidlo „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ má většinou za následek neuskutečnění obchodu.“^[86]

Řešení soudkyně Ginsbergové se rovněž pohybuje v kruhu. Porušení povinnosti zveřejnit neveřejnou kursotvornou informaci před uskutečněním obchodu není vždy porušením pravidla 10b-5. V předchozím textu jsme již diskutovali právní úpravu stanovující, že v případech zahrnujících nezveřejnění informace, což jsou všechny případy insider trading na neosobních burzách, může nastoupit odpovědnost pouze v případě, kdy měl žalovaný povinnost informaci zveřejnit. Pokud bychom postavili rovnítko mezi nezveřejněním neveřejné kursotvorné informace a vznikem odpovědnosti za insider trading, negovali bychom celou předchozí právní úpravu. Svěřeneckou povinnost, jejíž porušení je pro nástup odpovědnosti vyžadováno, je třeba hledat mimo zákony upravující problematiku cenných papírů. Podle případu *Santa Fe* by dokonce bylo nutné hledat mimo oblast federálního práva. Přesto, jak jsme již konstatovali, metodika použitá v případech *Dirks* a *O'Hagan* se tomuto požadavku vyhnula právě stanovením federální povinnosti zveřejnit vyplývající z pravidla 10b-5.

Co z toho všeho plyne? Koncepční konflikt mezi současnou jurispudencí Nejvyššího soudu a jeho obecnějšími precedenty týkajícími se pravidla 10b-5 zůstává nevyřešen.^[87] Je zřejmé, že hlavním úkolem při posuzování případu insider trading je zjistit, zda mezi zaslavencem a druhou stranou transakce existuje svěřenecký vztah. Jestli je toto zjištění zjištěním vycházejícím z federálního práva není však jisté. Příklad *O'Hagan* potvrdil, že vztah mezi zastupující a zastupovanou osobou má svěřeneckou povahu. Rozsudky Nejvyššího soudu diskutované v této kapitole stanoví, že manažeři a ředitelé společností jsou ve svěřeneckém vztahu k akcionářům. Dále už žádné vodítko nemáme, znamená to tedy, že musíme spoléhat na hypotézy, které jsme uvedli shora. Dokud však Nejvyšší soud nevydá rozhodnutí, které bude adresovat tento problém, nemůžeme si být zcela jisti.

4.1.10 Přímí zaslavenci

V common law je zákaz insider trading zaměřen na manažery a ředitele. Paragraf 16(b) zákona o obchodování s cennými papíry, kterým se budeme zabývat na jiném místě této práce, se rovněž omezuje na členy manažery, ředitele a akcionáře vlastníci více jak 10 procent akcií společnosti. Jedna z prvních otázek, které byly řešeny v přelomovém případě *Texas Gulf Sulphur*, byla, zda je použití paragrafu 10(b) omezeno pouze na shora uvedenou třídu osob. Někteří žalovaní v tomto případě byli pracovníci středního managementu a průzkumníci pracující v terénu. Soud příliš neváhal a konstatoval, že i pracovníky společnosti zaměstnané na nižších postech lze považovat za zaslavence pro účely pravidla 10b-5. Soud se v tomto případě spolehl na princip rovného přístupu k informacím. Konstatoval, že „zaslavenci, jako jsou manažeři a ředitelé společností, samozřejmě podléhají zákazu provozování insider trading, avšak pravidlo lze rovněž aplikovat na osoby, které mají k dispozici [neveřejnou] informaci a nejsou výslovně označeny jako zaslavenci paragrafem 16(b)“^[88]. Tento přístup byl však odmítnut v případě *Chiarella*, a tak vznikla otázka, jak moc dolů na žebříčku pracovních pozic ve společnosti má pravidlo 10b-5 být aplikováno.

Vzpomeňme si, že Nejvyšší soud konstatoval, že *Chiarella* nemůže být shledán odpovědným podle pravidla 10b-5, protože ve vztahu k akcionářům společnosti „nebyl v postavení jejich zástupce, neměl svěřeneckou povinnost a nebyl osobou, která požívala důvěry obchodujících akcionářů“^[89]. Ačkoli otázka, zda mohou

všichni zaměstnanci společnosti být považováni za zaskvěcence ve smyslu pravidla 10b-5, zůstává stále nezodpovězená, zdá se nepochybné, že zákaz insider trading se týká nejenom manažerů a ředitelů společností, ale nejméně také těch, kteří mají díky svému postavení ve společnosti přístup k důvěrným informacím. V případě *Chiarella* soud dovodil, že povinnost zveřejnit, nebo se zdržet obchodování se týká všech osob „v takovém vztahu k emitentovi, který mu umožňuje přístup k informacím, které by měly sloužit pouze pro vnitřní účely společnosti“. Nejvyšší soud rovněž konstatoval, že „je nade vše pochybnost, že tradiční zaskvěcence ve společnosti – členové představenstva, ředitelé a osoby, které mají přístup k důvěrným informacím – musí zachovávat důvěrnost neveřejné informace, která vznikla ve společnosti a která jí patří“^[90].

Ale představme si situaci, že pracovník úklidové služby ve společnosti náhodou objeví písemné poznámky nebo papírové vzkazy vedení společnosti obsahující důvěrnou informaci. Je jasné, že uklízeč není klíčový zaměstnanec s přístupem k důvěrným informacím týkajícím se společnosti. Proto vznikají pochyby, zda ho lze rovněž považovat za klasického zaskvěcence ve smyslu pravidla 10b-5. Tato otázka nebyla Nejvyšším soudem dosud řešena.^[91] U klasických zaskvěcenců je předpokladem odpovědnosti skutečnost, že jim společnost svěřila jisté informace, se kterými oni poté nakládali způsobem neslučitelným s jejich svěřeneckými povinnostmi. Je nesporné, že více tříd osob ve společnosti má ve faktickém smyslu přístup k důvěrným informacím, nikoli z důvodu jejich funkce ve společnosti, ale z důvodů jiných. Tyto osoby však zřejmě s ohledem na rozhodnutí *Dirks*, *O'Hagan* a *Chiarella* nebude možné za přímé zaskvěcence považovat.

4.1.11 Nepřímí zaskvěcence

V obchodním životě je přirozené, že důvěrné informace o společnosti získá osoba stojící mimo společnost, například právní zástupce společnosti v rámci poskytování právní pomoci. Je zřejmé, že právní zástupce není přímým zaskvěcencem. Nejvyšší soud nicméně konstatoval, že může být považován za zaskvěcence stejně jako zaskvěcence přímí:

„Za určitých okolností, například když důvěrná informace je z legitimních důvodů odhalena nezávislému účetnímu, právníkovi nebo konzultantovi pracujícímu pro společnost, může vzniknout svěřenecká povinnost těchto osob vůči akcionářům společnosti. Základním důvodem, ze kterého tato povinnost vzniká, není jednoduše to, že tyto osoby získaly neveřejnou informaci týkající se společnosti, ale to, že vstoupily do zvláštního důvěrného vztahu v rámci podnikání společnosti a byl jim umožněn přístup k informacím sloužícím výhradně pro vnitřní účely společnosti... Předpokladem vzniku svěřenecké povinnosti je však skutečnost, že společnost důvodně předpokládá, že osoba stojící mimo společnost bude udržovat tuto odhalenou informaci v tajnosti a že vztah mezi společností a touto osobou tuto povinnost zahrnuje“.^[92]

Podle této formulace je tedy shora uvedený právní zástupce takzvaným nepřímým zaskvěcencem. Vstoupil do důvěrného vztahu se společností a stal se tak součástí jejího obchodování. Byl mu umožněn přístup k důvěrným informacím. I když pro něj není nikde explicitně stanovena odpovědnost takového právního zástupce za insider trading, soudy by tuto povinnost bezpochyby dovodily po shledání, že zde ze strany společnosti existuje důvodné očekávání mlčenlivosti a že zvláštní vztah právního zástupce a společnosti zahrnuje povinnost mlčenlivosti dodržovat.

Jinak to ovšem bude u osob, které se důvěrnou informací dozvěděly náhodou, například příbuzní a známí zaskvěcenců získávají informace během běžných rozhovorů. Proto, aby mohla být osoba stojící mimo společnost považována za nepřímého zaskvěcence, je třeba, aby společnost důvodně spoléhala, že informace bude použita pouze pro účely společnosti, a aby osoba stojící mimo společnost byla s touto společností v takovém vztahu, ze kterého povinnost mlčenlivosti vyplývá.

Ačkoliv přístup použitý v případě *Dirks* naznačoval, že příjemce informace musí nějakým způsobem projevit souhlas s tím, že bude s informací nakládat jako s důvěrnou, soudy někdy tento požadavek

přehlížely. Například v případě *SEC v. Lund*, [93] pan Lund a jiný obchodník projednávali možné sdružení jejich společností. Během těchto diskusí obdržel Lund důvěrnou informaci o druhé společnosti. Lund na základě těchto informací nakoupil akcie druhé společnosti. Soud dovodil, že s ohledem na povahu jejich blízkého osobního a profesního vztahu a obchodní kontext diskuse lze Lunda považovat za nepřímého zasvěcence. Soud však tuto svou úvahu opřel pouze o očekávání společnosti, že Lund bude považovat předané informace za důvěrné. Vůbec se nezabýval tím, zda byl Lund zavázáný nakládat s touto informací jako s důvěrnou.

Rozhodnutí v případě *Lund* kontrastuje s rozhodnutím ve věci *Walton v. Morgan Stanley & Co.* [94] Společnost Morgan Stanley zastupovala další společnost, která uvažovala o koupení společnosti Olinkraft Corporation. Olinkraft poskytla společnosti Morgan důvěrné informace. Klient Morganu se nakonec rozhodl od koupě upustit. Morgan poté předal získané informace jinému klientovi, který rovněž uvažoval o koupi Olinkraft. Obchodní oddělení Morgan Stanley navíc provedlo nákup akcií Olinkraft na svůj vlastní účet. Soud rozhodl, že Morgan neměl svěřeneckou povinnost vůči Olinkraft: „Řečeno jednoduše, ačkoliv podle podané žaloby management společnosti Olinkraft důvěřoval Morgan Stanley, že poskytnuté důvěrné informace bude držet v tajnosti, Morgan neměl žádnou povinnost tak činit.“ Ačkoliv byl *Walton* rozhodován podle státního práva, byl s oblibou a souhlasem citován v mnoha federálních rozhodnutích v oblasti insider trading a je obecně považován za lepší právní názor než *Lund*. [95] V případech navazujících na případ *Lund* dokonce stejný obvodní soud nakonec uznal, že *Lund* byl rozhodnut špatně:

„Co říká soud v případě Lund, je v podstatě to, že kdykoli obdrží osoba informaci od emitenta cenných papírů, který očekává, že informace bude držena v tajnosti, stává se zasvěcencem. Ale podle případu Dirks toto nestačí, příslušná osoba musí vstoupit do svěřeneckého vztahu s emitentem.“

Ani toto konstatování však není zcela přesné, protože nezahrnuje požadavek existence povinnosti držet informaci v tajnosti. Judikatura ohledně nepřímých zasvěcenců tak zůstává poměrně nesourodá. Zdá se však, že nejsilnějším precedentem zůstává případ *Dirks*.

4.1.12 Poskytovatelé a příjemci tipu

V případech poskytnutí tipu jde o to, že osoba, která je přímým nebo nepřímým zasvěcencem, poskytne informace jiné osobě, která na základě těchto informací obchoduje. Připomeňme si, že podle případu *Dirks* mohou být příjemci tipu postiženi, pokud jsou splněny dvě podmínky: 1. poskytovatel tipu porušil poskytnutím tipu svěřeneckou povinnost ke společnosti a 2. příjemce tipu věděl nebo mohl vědět, že byla svěřenecká povinnost porušena. [96] Požadavek porušení povinnosti na straně poskytovatele tipu eliminuje mnoho případů, ve kterých zasvěcenec odhaluje informace nezúčastněné osobě. Pokud například manažer společnosti sdělí informace nutné pro zařízení určité záležitosti právnímu zástupci společnosti, nejedná se o porušení svěřenecké povinnosti – ta není porušena, pokud je informace poskytována z legitimního důvodu a v zájmu společnosti.

Ne každé odhalení informace, které je porušením svěřenecké povinnosti, je nelegálním tipem. Podle případu *Dirks* musí být dáno nejenom porušení svěřenecké povinnosti, ale také porušení povinnosti loajality, která osobám ve svěřeneckém vztahu ke společnosti zakazuje osobně profitovat z odhalení důvěrných informací.

Tento přístup si můžeme ilustrovat na případě *SEC v. Switzer*. [97] ve kterém sehrál jednu z hlavních rolí Barry Switzer, známý trenér fotbalových týmů Oklahoma Sooners a Dallas Cowboys. Phoenix Resources Company byla společnost podnikající v oblasti ropy a zemního plynu. V jistý den roku 1981 se generální ředitel Phoenix Resources Company Georgie Platt a jeho manželka účastnili jako diváci atletického závodu, kde soutěžil jejich syn. Pan Switzer byl rovněž přítomen, protože závodil i jeho syn. Platt a Switzer se již delší dobu znali. Odpoledne si Switzer lehl na tribunu za manžele Plattovy a opaloval se. Platt, který si nebyl vědom Switzerovy přítomnosti, začal vyprávět manželce o

své nedávné obchodní cestě do New Yorku. V této konverzaci Platt zmínil svůj záměr prodat Phoenix nebo ho zrušit s likvidací. Poté hovořil o několika společnostech, které o Phoenix projeví zájem. Platt se rovněž zmínil o tom, že oznámení o možné likvidaci Phoenixu bude pravděpodobně učiněno příští čtvrtek. Switzer vyslechl tuto konverzaci a krátce poté koupil větší množství akcií Phoenixu a poskytl tip i dalším svým přátelům. Protože Switzer nebyl přímým ani nepřímým zasvěcencem Phoenixu, bylo hlavní otázkou, zda Platt nelegálně poskytl tip Switzerovi.

Podle případu *Dirks* je zásadní určit, zda Platt porušil svěřeneckou povinnost neobohacovat se na úkor společnosti. Soud konstatoval, že „pokud chybí osobní prospěch, nebyla svěřenecká povinnost vůči akcionářům zasvěcencem porušena, a proto není dáno ani odvozené porušení povinnosti ze strany příjemce tipu.“ Soud shledal, že Platt nezískal žádný neoprávněný prospěch a že Switzer získal informaci bez Plattova vědomí. Konverzace s manželkou o podnikání uskutečňovaná na veřejnosti může být neopatrná, není však porušením svěřenecké povinnosti.

Další otázkou je, zda Switzer věděl nebo mohl vědět o porušení povinnosti. Vzhledem k tomu, že Platt žádnou svou povinnost neporušil, nebyla kritéria stanovená případem *Dirks* naplněna. Soud však přesto ve svém právním rozboru zašel dál a konstatoval, že „Pravidlo 10b-5 nezakazuje obchodování na základě informace, kterou zasvěcenec poskytl nevědomě.“

Co se týká požadavku osobního prospěchu, Nejvyšší soud identifikoval několik situací, ve kterých lze shledat osobní obohacení. Nejpochopitelnější je samozřejmě některá forma peněžité odměny za poskytnutí informace. Nepeněžité obohacení může však rovněž připadat v úvahu. Předpokládejme, že generální ředitel společnosti odhalí informace bohatému investorovi, a to nikoliv z důvodu prospěšného pro společnost, ale proto, že si chce u investora zvýšit reputaci. Podle případu *Dirks* by se jednalo o osobní prospěch. *Dirks* také naznačil, že odpovědnost může nastoupit i v případě, kdy byl tip poskytnut jako dar.

Přinejmenším teoreticky je možné, že poskytovatel tipu bude odpovědný za insider trading i když příjemce tipu odpovědný nebude. Porušení svěřenecké povinnosti stačí ke vzniku odpovědnosti na straně poskytovatele tipu, ale příjemce tipu musí o tomto porušení vědět a teprve potom může být rovněž shledán odpovědným.

Poskytnutí tipu může mít i řetězovou podobu – poskytovatel tipu sdělí informaci prvnímu příjemci, ten ji sdělí druhému příjemci. I tento druhý příjemce (a všichni další) bude odpovědný, pokud věděl nebo mohl vědět, že původní zdroj informací porušil odhalením informace svou svěřeneckou povinnost.

4.1.13 Netradiční vztahy

Jakmile se dostaneme mimo tradiční kategorie žalovaných v případech postavených na pravidlu 10b-5 – přímí zasvěcenci, nepřímí zasvěcenci a příjemci tipů - stane se problematika komplikovanější. Co když se například lékař dozví důvěrnou informaci od svého pacienta a na jejím základě posléze obchoduje? Je možné ho považovat za zasvěcence? V případě *United States v. Chestman* [98] soud konstatoval:

“Svěřenecké povinnosti mají jasný obsah, pokud se jedná o svěřenecké povinnosti vůči akcionářům, ale v jiných kontextech tuto zřetelnost postrádají. Existence svěřeneckých povinností v jiných oblastech common law je velmi nejasná. Naše precedenty týkající se pravidla 10b-5 ... nám nejsou příliš nápomocné, protože se zabývaly pouze svěřeneckými povinnostmi vznikajícími na základě vztahu zaměstnance a zaměstnavatele.” [99]

Nejlepším vodítkem tak zůstává případ *Chestman*. Ira Waldbaum byl prezidentem a ovládajícím

akcionářem společnosti Waldbaum, Inc., řetězce supermarketů s veřejně obchodovanými akciami. Ira se rozhodl, že prodá kontrolní balík akcií Waldbaum společnosti A & P za cenu 50 dolarů za akcii, což bylo o 100% více, než byla cena akcií na trhu. Ira o nadcházející transakci uvědomil svou sestru Shirley, Shirley novinku sdělila své dceři Susanne Loebové a ta ji dále předala svému manželovi Keithovi Loebovi. Každá osoba v tomto řetězci sdělila té další, aby informaci držela v tajnosti. Keith předal upravenou verzi informace svému makléři Robertu Chestmanovi, který následně koupil akcie Waldbaumu na svůj účet a na účet svých klientů. Chestman byl obviněn z porušení pravidla 10b-5. Žaloba tvrdila, že Keith Loeb měl svěřeneckou povinnost vůči své manželce, kterou porušil tím, že předal tip Chestmanovi.

Soud rozhodl, že za nedostatku důkazů o tom, že se Keith běžně účastnil důvěrných obchodních jednání v rodině, nemůže být jeho rodinný vztah k Susan důvodem vzniku svěřenecké povinnosti mezi Keithem a Susan nebo jinými členy rodiny. Z tohoto důvodu nemůže být Keithovo jednání považováno za porušení svěřenecké povinnosti.

Tímto rozhodnutím stanovil soud obecný rámec posuzování netradičních vztahů. Zahájil svou úvahu dvěma důvody, které hovoří proti existenci svěřeneckého vztahu mezi Keithem a Susan. Za prvé, jednostranné svěření důvěrné informace samo o sobě nemůže znamenat vznik svěřeneckého vztahu. To platí, i když je toto sdělení spojeno s dodatkem „nikomu nic neříkej“, což byl případ Susanina sdělení Keithovi. Za druhé, rodinné vztahy nejsou ze své povahy svěřeneckými vztahy, pokud v nich není přítomen nějaký další element.

Poté se soud zabýval otázkou, které „netradiční“ vztahy lze považovat za vztahy svěřenecké a na jakém základě. Jako příklad uvedl seznam některých vztahů, které jsou „ze své povahy“ vztahy svěřeneckými:

„Mezi vztahy, které lze zcela jasně zařadit mezi vztahy svěřenecké, patří vztahy vznikající mezi právním zástupcem a klientem, správcem dědictví a dědicem, poručníkem a poručencem, zmocnitelem a zmocněncem, svěřenským správcem a beneficiářem a členem vyššího vedení společnosti a akcionářem.“ I když tento seznam není dozajista vyčerpávající, je zřejmé, že vztahy, kterých se tento případ týká, tedy ty mezi Keithem a Susan Loebovými a mezi Keithem Loebem a rodinou Waldbaumů, nelze za tradiční svěřenecké vztahy považovat.

Konstatování soudu, že jisté vztahy jsou „ze své povahy“ svěřenecké, přineslo poměrně závažný výkladový problém, protože chybělo použitelné vodítko pro hodnocení, jaká povinnost plynoucí z takového vztahu byla porušena jednáním žalovaného v konkrétních případech. Například v případě *United States v. Willis*,^[100] soud shledal, že psychiatr porušil své povinnosti obchodováním za použití informace, kterou se dozvěděl od pacienta. Při rozhodování o tom, zda došlo k porušení svěřenecké povinnosti, se soud ve velké míře spolehl na Hippokratovu přísahu. Relevantní část přísahy uvádí následující: *„Cokoliv uvidím a uslyším během ošetřování nemocného nebo i jinde a co nemá být vyraženo, budu držet v tajnosti a považovat za svaté tajemství.“* Přísaha přikazuje osobám, které ji složí, zachovávat mlčenlivost, avšak nezakazuje jim, aby za jejího použití obchodovali za předpokladu, že informace nebude vyražena. Proto není vůbec zřejmé, zda byla v případě *Willis* svěřenecká povinnost porušena. Soud se však touto otázkou vůbec nezabýval.

Pokud se však ocitneme mimo rámec vztahů, které lze „zcela jasně“ zařadit mezi vztahy svěřenecké, budeme muset konkrétní vztah posoudit podle měřítko uvedeného v rozhodnutí *Chestman*. Soud zde konstatoval, že příslušný vztah se nalézá tam, kde existuje tradiční svěřenecký vztah nebo „podobný vztah zahrnující značnou důvěru mezi stranami.“ Takto extenzivní stanovení třídy možných vztahů, které mohou vyústit v odpovědnost za insider trading, může svádět k účelovému výkladu. Pokud si bude soud přát shledat odpovědnost, může prostě konstatovat, že příslušný vztah je vztahem „zahrnujícím značnou důvěru mezi stranami“, a to ačkoli se příslušný vztah vůbec nepodobá vztahům,

ve kterých povinnost svěřenecké povahy normálně vznikají. Soud si při rozhodování případu *Chestman* toto nebezpečí uvědomoval a konstatoval, že tento vztah „zahrnující značnou důvěru mezi stranami“ musí být „funkčním ekvivalentem svěřeneckého vztahu“, jinak odpovědnost vzniknout nemůže. Soud také uvedl, že bez ohledu na typ příslušného vztahu musí být rovněž prokázáno, že žalovaný podléhal nějaké povinnosti a že tuto povinnost porušil. Tím se dostaly oba typy zkoumaných vztahů (svěřenecké vztahy a vztahy „zahrnující značnou důvěru mezi stranami“) svou povahou tak blízko sobě, že je poměrně bezpečné je pro účely našeho zkoumání považovat za totožné.[\[101\]](#)

4.1.14 Informace

Jedním z dalších elementů zkoumaných v případech zahrnujících insider trading je problematika týkající se informace. Nezbytným předpokladem odpovědnosti za insider trading jsou následující skutečnosti: 1. informace musí být kursotvorná, 2. informace musí být neveřejná, 3. žalovaný musel obchodovat během období, kdy měl takovou informaci k dispozici.

4.1.14.1 Kursotvornost

Na základě pravidla 10b-5 jsou žalovatelné pouze případy zamlčení nebo zkreslení informace, která je kursotvorná. Kursotvornost informace je dána v případě, kdy vzhledem ke všem okolnostem lze předpokládat, že rozumný investor bude považovat informaci za důležitou při rozhodování, jak bude obchodovat. Těžko sem tedy bude možné zahrnout případy, kdy někdo jedná na základě spekulativních nebo nejistých informací.

Připomeňme si například případ *Goodwin v. Agassiz*, kdy žalovaní nakupovali cenné papíry na základě teorie, že pozemky, na kterých společnost prováděla činnost, obsahují bohatá naleziště zinku. V době, kdy žalovaní obchodovali, byla teorie pouze teorií, která nebyla potvrzena. Byla tedy tato teorie kursotvornou informací ve smyslu federálního práva cenných papírů?

V případě *Basic Inc. v. Levinson*[\[102\]](#) přistoupil Nejvyšší soud k tomuto problému způsobem, který bral za měřítko pravděpodobnost pravdivosti informace a její závažnost. Ačkoliv společnost Basic Inc. ve skutečnosti tajně dojednávala své sloučení s jinou společností, vydala tři veřejná prohlášení, ve kterých popřela, že taková jednání probíhají. Když bylo sloučení nakonec oznámeno, čelila společnost skupinové žalobě investorů, kteří prodali akcie společnosti Basic Inc. v období mezi nepravdivými oznámeními a oznámením sloučení. Žalobci uváděli, že obdrželi za své akcie nižší cenu než by tomu bylo v případě, kdyby Basic Inc. sdělil pravdu.

Jádrem věci bylo, zda bylo možné veřejná prohlášení popírající probíhání jednání o sloučení považovat za kursotvorné informace. Když byla popírající prohlášení učiněna, nebylo ještě jisté, zda se sloučení skutečně uskuteční. Při hodnocení bylo na místě použít přístup zvažující pravděpodobnost pravdivosti a závažnost informace.

Co se týká otázky pravděpodobnosti pravdivosti informace, soud zkoumal „známky zájmu na uskutečnění transakce na nejvyšších úrovních ve společnosti“, jako například „rozhodnutí představenstva, pokyny investičním bankéřům a samotná jednání mezi řediteli společnosti nebo jejich zástupci“.

Ohledně závažnosti informace soud shledal podanou informaci jako velmi závažnou. Konstatoval, že sloučení společnosti je „jedna z nejdůležitějších událostí v životě malé společnosti – v podstatě jde o její zánik...“ Všimněme si ovšem, že závažnost informace má relativní a absolutní složku. Například sloučení malé společnosti s velkou společností je jistě velkou událostí pro malou společnost, ale není zase tak významné pro cílovou velkou společnost.

Ačkoli se teorie posuzování pravděpodobnosti pravdivosti a závažnosti informace zdá být

sofistikovaná a precizní, ve skutečnosti je ze své podstaty subjektivní a neurčitá. Neplyne z ní žádný kouzelný vzorec, jehož výsledkem by bylo zjištění, zda informace je kursotvorná. Soud nikdy jasné nestanovil, jak vysoká pravděpodobnost pravdivosti nebo jak velká závažnost informace je třeba k tomu, aby bylo možné informaci považovat za kursotvornou.

Závažnou otázkou v případech insider trading rovněž je, zda může chování zasvěcence sloužit jako důkaz toho, že informace, na základě které zasvěcenec obchodoval, byla kursotvorná. Tento přístup bez dalšího by však učinil zkoumání kursotvornosti informace zcela zbytečným – všechny informace, které měl zasvěcenec k dispozici při provádění obchodů, by prostě byly považovány za kursotvorné, což by jistě neodpovídalo skutečnosti. Tato teorie tedy přijata nebyla. Nejvyšší soud nicméně konstatoval, že „obchodování a dosažení zisku zasvěcenci může být považováno za znamení kursotvornosti informace.“[\[103\]](#)

4.1.14.2 Neveřejnost informace

Ve většině případů, jak jsme již konstatovali, se pravidlo „zveřejni nebo se zdrž obchodování“ mění na prostou povinnost zdržet se obchodování – zveřejnění informace je v naprosté většině případů varianta zcela vyloučená, téměř vždy má společnost legitimní důvod držet informaci v tajnosti. Jak dlouho trvá povinnost zdržet se obchodování? Kdy mohou zasvěcenci začít obchodovat?

Jednoduchá odpověď na tuto otázku je, že zasvěcenci mohou začít obchodovat, jakmile je informace zveřejněna. Potíže však nastávají s určením okamžiku, kdy se informace stává veřejně dostupnou. Protože zasvěcencům obchodujícím na základě důvěrné informace hrozí trest v případě, že poruší povinnost zdržet se obchodování, je pro ně stanovení přesného okamžiku zániku jejich povinnosti zcela zásadní záležitostí.

Při našem zkoumání se znovu vrátíme k případu *Texas Gulf Sulphur*. Objevení naleziště kovu bylo poprvé oznámeno tiskovou zprávou předanou kanadským zpravodajským médiím v 9:40 hodin dne 16. dubna 1964. Tisková konference s americkými médii se konala stejný den v 10:00 hodin. Zpráva se objevila na telegrafickém zpravodajství Dow Jones v 10:54. Žalovaný Crawford telefonoval svému makléři o půlnoci dne 15. dubna a dal mu pokyn k nákupu akcií TGS jakmile bude burza cenných papírů Midwest druhý den otevřena. Žalovaný Coates opustil dne 16. dubna krátce před 10:20 tiskovou konferenci, aby zavolal svému makléři. Kromě akcií pro Coatese zakoupil tento makléř dalších 1500 akcií TGS pro sebe a své další zákazníky. Crawford i Coates uznali, že obchodovali na základě kursotvorné informace, kterou měli k dispozici, ale namítali, že informace byla již efektivně sdělena veřejnosti a ztratila tak svůj neveřejný charakter ještě před uskutečněním obchodů.

Soud s tímto názorem nesouhlasil. Konstatoval, že před tím, než mohou zasvěcenci jednat na základě kursotvorné informace, musí být tato informace rozšířena způsobem, který zajišťuje její dostupnost široké investující veřejnosti. Pouhé vyčkání do doby, než je tisková zpráva přečtena reportérům, jak učinil Coates, nestačí. Informace musí být široce dostupná a investoři z řad veřejnosti musí mít možnost na jejím základě jednat. Podle názoru soudu musí zasvěcenci minimálně vyčkat do okamžiku, kdy lze odůvodněně očekávat, že se zpráva objeví v telegrafickém zpravodajství Dow Jones – zpravodajského systému, který přenáší investiční zprávy pro makléře a profesionální investory.

Na rozdíl od ostatních částí rozhodnutí *Texas Gulf Sulphur* je toto pravidlo dnes stále uznáváno a respektováno. Dává také velice dobrý smysl. Teorie efektivního kapitálového trhu říká, že všechny veřejně dostupné informace o společnosti mají vliv na cenu jejich akcií. Fungování tohoto mechanismu však záleží na schopnosti profesionálních investorů upravit jejich nákupní a prodejní kursy tak, aby tyto informace odrážely. Požadavkem zdržení se obchodování do doby, než se informace objeví v telegrafickém zpravodajství Dow Jones, soud zajistil, že makléři budou mít informaci před tím, než budou na jejím základě uskutečněny obchody, jinými slovy, v době obchodování by se již informace měla projevovat vzestupem nebo poklesem kursu cenných papírů.

Standard daný případem *Texas Gulf Sulphur* je velmi dobře použitelný v případech, kdy je zpráva dramatická a jednorázová, složitější je použít jej v souvislosti s informací, která je běžnější a ke které mají zasvěcenci pravidelný přístup. Uvnitř společnosti vždy existují nezveřejněné informace o početných aspektech jejího podnikání. Než dojde ke zveřejnění těchto informací, objeví se zcela jistě další nezveřejněné informace. Jako odpověď na tento problém vydaly mnohé společnosti vnitřní předpisy, podle kterých mohou zasvěcenci obchodovat pouze v určitém časovém okně poté, co společnost vydala čtvrtletní nebo výroční zprávu. Podle předpisů SEC musí společnosti poskytnout akcionářům výroční zprávu a dále předložit vyplněný formulář 10-Q na konci každé z prvních třech čtvrtin fiskálního roku a formulář 10-K na konci roku. Vzhledem k tomu, že na základě těchto formulářů dochází ke zveřejňování široké škály důležitých informací, a k tomu, že tyto formuláře jsou veřejně dostupné, existuje poměrně malá pravděpodobnost, že zasvěcenec obchodující hned poté, co jsou formuláře zveřejněny, může být postižen za obchodování na základě nezveřejněné informace. Jak však konstatovalo rozhodnutí v případě *Texas Gulf Sulphur*, tento zasvěcenec nemůže obchodovat okamžitě poté, co je zpráva odeslána, musí počkat do doby, než má trh možnost se s informací efektivně seznámit. V každém případě se však zasvěcenec, který má k dispozici informaci, která ve zprávách nebo formulářích zveřejněna nebyla, musí zdržet obchodování bez ohledu na to, zda společnost vydala zprávu či předložila periodické formuláře.[\[104\]](#)

4.1.14 Držba informace v. její užití

Připomeňme si fakta případu *Diamond v. Oreamuno*, který byl v této práci již diskutován. Zasvěcenci ze společnosti MAI prodali své firemní akcie v době, kdy jim byla známa špatná zpráva, která byla jak kursotvorná, tak neveřejná. Vyhnuli se tak citelné ztrátě, kterou by způsobil pokles ceny akcií, ke kterému došlo poté, co byla nepříznivá zpráva zveřejněna. Uvažme, že by jeden z žalovaných tvrdil, že tato nepříznivá zpráva nebyla důvodem, proč akcie prodával – akcie MAI by býval prodal bez ohledu na to, zda by cena akcií v budoucnu klesala nebo stoupala. Například z důvodu náhlé potřeby většího finančního obnosu na úhradu nečekaných výdajů za zdravotní péči. Nebo mohl například prodávat akcie MAI v pravidelných intervalech. Mnoho osob ve vedení společností dostává jako odměnu cenné papíry společnosti nebo opce na tyto cenné papíry, které periodicky prodávají, aby realizovali jejich peněžitou hodnotu. V každém z těchto případů by náš hypotetický žalovaný obchodoval v období, kdy měl nezveřejněnou kursotvornou informaci, avšak neobchodoval by na základě této informace. Může být shledán odpovědným za insider trading?

SEC dlouho bránila svůj názor, že obchodování v období, kdy má zasvěcenec k dispozici neveřejnou kursotvornou informaci, samo o sobě stačí k naplnění subjektivní stránky porušení pravidla 10b-5. V případě *United States v. Teicher*[\[105\]](#) soud druhé instance s tímto názorem projevil souhlas. V tomto sporu šlo o to, že právní zástupce předal burzovním spekulantům tip ohledně transakcí, které prováděli jeho klienti. V odvolání odvolatelé protestovali proti tomu, že soudce instruoval porotu tak, že pokud porota dospěje k názoru, že žalovaní obchodovali v době, kdy měli k dispozici neoprávněně získanou nezveřejněnou kursotvornou informaci, může porota uznat žalované vinnými, a to bez ohledu na to, zda tato informace byla důvodem, proč žalovaní své obchody provedli. Odvolací soud konstatoval, že takováto instrukce nemohla vést ke špatnému rozhodnutí ve věci. Poté celou věc rozvedl a argumentoval ve prospěch přístupu, že „pouhá držba“ informace stačí k nástupu odpovědnosti. Soud se spolehl na případ *Chiarella* a ztotožnil se s „často citovanou maximou, že osoba se svěreneckou nebo podobnou povinností přikazující jí uchovat kursotvornou neveřejnou informaci v tajnosti musí buď informaci zveřejnit, nebo se zdržet obchodování“. Soud dal přednost standartu pouhého „držení informace“ protože „shledal, že osoba, která obchoduje v době, kdy má k dispozici neveřejnou kursotvornou informaci, má informační výhodu před dalšími obchodníky“. Potíže, které z takového rozhodnutí vyplývají, jsou zřejmé. Především není standard „pouhé držby“ informace v souladu s požadavky kladenými na subjektivní stránku pravidlem 10b-5, které vyžaduje buď úmysl, nebo hrubou nedbalost. Dále, na rozdíl od názoru odvolacího soudu, se rozhodnutí *Chiarella* vůbec nezabývalo rozlišováním mezi „pouhou držbou“ informace a jejím použitím. Rozhodnutí *Chiarella* také zcela jasně odmítlo úvahy založené na principu rovného přístupu

k informacím, avšak odvolací soud se v tomto případě na toto kritérium spolehl. Rozhodnutí ve věci *Teicher* tak zůstává relativně rozporuplným.

V případě *SEC v. Adler* [106] 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 nedostatku subjektivní stránky.

Volba mezi *Adlerem* a *Teicherem* je poměrně komplikovaná. Na jedné straně Kongres v přijatém Zákoně O sankcích za insider trading z roku 1984 stanovil vysoké pokuty těm, kteří obchodují „v době, kdy je jim známa“ neveřejná kursotvorná informace. Používání standardu „použití“ informace rovněž žalujícími orgány nebo soukromým osobám komplikuje situaci v případech týkajících se insider trading, protože prokázání úmyslu je vždy složitější než prokázání znalosti informace, ačkoliv domněnka použití informace použitá v případě *Adler* tento problém poněkud zjednodušuje. Na druhé straně mnoho soudních rozhodnutí vychází z názoru, že pokud je prokázán plán obchodování s cennými papíry, který časově předchází získání neveřejné kursotvorné informace, může tento důkaz vést ke shledání nedostatku v subjektivní stránce a tedy k nevině žalovaného. Zdá se, že mnoho rozhodnutí Nejvyššího soudu rovněž favorizuje standard „použití“ informace. V každém případě existuje rozpor mezi rozhodnutími *Adler* a *Teicher* a Nejvyšší soud bude muset tento rozpor řešit.

4.1.16 Obchodování s dluhopisy

Jednou z oblastí, ve které Nejvyšší soud přesně nestanovil povahu a zdroj svěřeneckých povinností, je obchodování s dluhopisy. Z tohoto důvodu jsou případy insider trading zahrnující dluhopisy velmi problematické. Jedno z rozhodnutí nižšího soudu konstatovalo, že insider trading s vyměnitelnými dluhopisy porušuje pravidlo 10b-5 [107], ale tento případ je samozřejmě značně odlišný od případů, ve kterých dluhopisy vyměnitelné nejsou. To z toho důvodu, že vyměnitelné dluhopisy mohou být v závislosti na vůli jejich majitele vyměněny za akcie, a tak je hodnota tohoto cenného papíru přímo závislá na kursu akcie, za kterou může být proměněn. Status „nevyměnitelných“ dluhopisů tak zůstává nestanoven. Existují ovšem silné argumenty ve prospěch názoru, že zákaz insider trading stanovený pravidlem 10b-5 by se na nevyměnitelné dluhopisy vztahovat neměl.

Ve většině států nemá společnost ani její zaměstnanci a členové statutárních orgánů žádné svěřenecké povinnosti k majitelům dluhopisů. Práva majitelů dluhopisů jsou omezena na ustanovení výslovně uvedená ve smlouvě a implikovanou dohodu o poctivosti ve vzájemném obchodním styku [108]. Některé státy sice připouštějí vznik svěřenecké povinnosti v tomto vztahu, ale povinnosti, které z takového vztahu podle těchto právních úprav vyplývají, se nikterak neliší od povinností, které obsahuje implikovaná dohoda o poctivosti ve vzájemném obchodním styku podle práva ostatních států.

Rozdíl mezi svěřeneckou povinností a implikovanou dohodou o poctivosti v obchodním styku je pro naše účely velice důležitý. Implikovaná dohoda o poctivosti má svůj zdroj ve výslovných ustanoveních smlouvy, na základě které je dluhopis vydáván, a slouží k naplnění účelu smlouvy. Naproti tomu svěřenecká povinnost není vůbec závislá na vůli stran. Soudy používají svěřeneckou povinnost jako nástroj ochrany oprávněných z těchto povinností. Svěřenecká povinnost ukládá povinné osobě klást zájmy oprávněné osoby před své vlastní, implikovaná dohoda o poctivosti v obchodním styku pouze

ukládá stranám povinnost respektovat sjednaný kontrakt.

Aby mohly soudy aplikovat odpovědnost za insider trading na základě pravidla 10b-5 na případy týkající se dluhopisů, bude potřeba učinit dva kroky. Za prvé, rozhodnutí *Chiarella* a *Dirks* musí být poněkud odsunuta stranou a musí být konstatováno, že vztah, ze kterého vyplývá svěřenecká povinnost, může mít i pouze kontraktuální povahu. Za druhé, implikovaná dohoda o poctivosti v obchodních vztazích musí být interpretována tak, že obsahuje závazek primárních zasvěcenců zdržet se obchodování na základě neveřejné informace.

V této souvislosti je vhodné poukázat na rozhodnutí *Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc.* [109], které naznačuje, že odvolávat se na dohodu o poctivosti v obchodních vztazích je možné pouze za situace, kdy jedna ze stran upírá druhé právo na plnění, které jí náleží dle smlouvy. Příslušným plněním je pouze dlužná částka a její příslušenství. Protože insider trading neovlivňuje ani jedno z těchto plnění, není porušením dohody o poctivosti v obchodních vztazích.

Federální soudy by mohly jednoduše ignorovat státní právo. Nejvyšší soud opakovaně rozhodl, že předpokladem odpovědnosti za insider trading je svěřenecká povinnost. Co se týká běžných cenných papírů, případ *Dirks* vytvořil federální svěřeneckou povinnost, ale vzpomeňme si, že tuto povinnost dovodil ze státního práva. Není proto pravděpodobné, že federální soudy nebudou brát na státní právo týkající se držitelů dluhopisů ohled.

Potřeba vytvoření svěřenecké povinnosti chránící držitele dluhopisů – ať již na federální nebo státní úrovni – je však relativně malá. Vydávání dluhopisů je opakující se transakce. Pokud strany očekávají, že se transakce budou opakovat, je riziko poškozování jedné strany stranou druhou velice omezeno hrozbou, že tato druhá strana potrestá chování první strany při opakování transakce. Management vydavatele dluhopisů má silný zájem na ceně kapitálu, který může společnost v budoucnu potřebovat, a proto bude stěží činit cokoliv, co by mohlo cenu získávaného kapitálu v budoucnu zvýšit. Pokud by podvedl současné držitele dluhopisů, bude čelit nepříznivým následkům svého jednání v okamžiku, kdy se bude snažit zvýšit kapitál za použití trhu s dluhopisy. Pokud tedy investoři touží být při svém obchodování chráněni, management tuto ochranu jistě rád poskytne na smluvním základě. Přísná zákonná ochrana není tedy potřebná.

4.1.17 Pravidla 10b5-1 a 10b5-2

16. srpna 2000 přijala SEC dvě nová pravidla k zákonu o obchodování s cennými papíry - pravidlo 10b5-1 a 10b5-2. Obě pravidla jsou aplikovatelná na jednotlivce i na společnosti a nabyla účinnosti dne 23. 10.2000.

4.1.17.1 Pravidlo 10b5-1

Před přijetím tohoto pravidla se SEC neshodovala se soudy v otázce, zda pojem obchodování „na základě“ neveřejné kursotvorné informace v pravidlu 10b-5 znamená, že zasvěcenec obviněný z porušení pravidla 10b-5 musí informaci skutečně použít, či zda stačí, že obchoduje v období, kdy je mu informace známa. Pravidlo 10b5-1 tuto otázku upřesnilo ve prospěch posledně jmenovaného výkladu. Podle tohoto pravidla vzniká odpovědnost za insider trading následkem obchodování v období, kdy zasvěcenec ví o nezveřejněné kursotvorné informaci. SEC vyjádřila názor, že už pouhé „povědomí“ o důvěrné informaci nevyhnutelně vede k jejímu použití. Účelem pravidla není nic jiného, než vyřešit otázku správného výkladu pojmu obchodování „na základě“ neveřejné informace a nezasahuje jiné elementy pravidla 10b-5.

Pravidlo 10b5-1 také obsahuje ustanovení, které v jistých případech vylučuje vznik odpovědnosti za obchodování v době, kdy zasvěcenec ví o nezveřejněné kursotvorné informaci. Jedná se o situace,

kdy je naprosto zřejmé, že informace dostupná zasvěcenci nemohla hrát žádnou roli v jeho rozhodnutí provést transakci s cennými papíry. Aby se zasvěcenec vyvinil, musí prokázat, že:

1. ještě v době před získáním informace buď podepsal smlouvu o prodeji, nebo koupi cenných papírů nebo dal jiné osobě instrukci, aby na jeho účet provedla prodej nebo nákup cenných papírů, nebo měl již v písemné podobě zpracovaný program nebo plán nákupu cenných papírů;
2. tato smlouva, instrukce, program nebo plán určovaly datum transakce, počet a cenu obchodovaných cenných papírů nebo že byl pro stanovení ceny, počtu cenných papírů a data obchodu použit určitý vzorec, algoritmus nebo počítačový program nebo že v době po získání informace již neměl možnost ovlivnit uskutečnění obchodu, dobu obchodu a jeho parametry, a pokud tak učinila jiná osoba, že tato osoba nevěděla o předmětné nezveřejněné kursotvorné informaci;
3. prodal nebo nakoupil akcie podle shora uvedené smlouvy, instrukce, plánu nebo programu.[\[110\]](#)

4.1.17.2 Pravidlo 10b5-2

Pravidlo 10b5-2 má dopad v oblasti teorie zpronevěry, která bude podrobně popsána v následující kapitole. Z tohoto důvodu bude pravidlo 10b5-2 diskutováno v textu věnujícímu se této teorii.

4.1.18 Mezery v postihování insider trading na základě pravidla 10b-5

Případ *Chiarella* vytvořil v postihování insider trading značné mezery. Především nelze na jeho základě postihnout obchodování na základě neveřejné kursotvorné informace, kterou se dozvěděla osoba, která není ve svěřeneckém vztahu k akcionářům společnosti. Tato osoba by potom mohla obchodovat na základě této důvěrné informace zcela beztrestně. Právě pro tyto případy bylo vytvořena teorie zpronevěry[\[111\]](#) a pravidlo 14e-3.

4.2 Teorie zpronevěry

Kořeny teorie zpronevěry vedou k odlišnému stanovisku soudce Burgera v případě *Chiarella*. Burger tvrdil, že osoba, která neprávem získala neveřejnou informaci, má absolutní povinnost (k osobám se kterými obchoduje) tuto informaci odhalit, nebo se zdržet obchodování.[\[112\]](#) Většina soudců se však nezabývala argumentem samotným a odmítla ho pouze na základě toho, že s touto teorií nebyla seznámena porota v rozhodovaném případě, a proto nemůže sloužit jako základ odsouzení v trestní věci.

Tím tedy zůstaly otevřené dveře pro SEC a nižší soudy, aby podpořily a začaly aplikovat teorii zpronevěry jako alternativní základ odpovědnosti za insider trading. Například v případě *United States v. Newman* [\[113\]](#) zaměstnanci investiční banky zpronevěřili důvěrné informace týkající se navrhovaných akvizic klientů společnosti. Zaměstnanci byli v podobném postavení jako Chiarella – pracovali pro společnost, která měla zájem koupit cílovou společnost a neměli tedy žádné svěřenecké povinnosti vůči cílové společnosti, s jejímiž akciemi obchodovali. Neměli tedy ani svěřenecké povinnosti vůči investorům, se kterými obchodovali.

Odvolací soud potvrdil odsuzující rozsudek, avšak z jiného důvodu, než který obsahuje shora citované odlišné stanovisko soudce Burgera. Soud nekonstatoval, že by zaměstnanci měli povinnost odhalit informaci investorům, se kterými obchodovali, nebo že by tyto investory podvedli. Místo toho soud uvedl, že zpronevěřením důvěrné informace za účelem získání osobního prospěchu zaměstnanci podvedli svého zaměstnavatele a jeho klienty a že tento podvod sám o sobě stačí ke vzniku odpovědnosti za insider trading.

Podobně jako tradiční pravidlo „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ vyžaduje teorie zpronevěry porušení svěřenecké povinnosti k tomu, aby bylo možno shledat obchodování na základě důvěrné informace nelegálním. Ale jak již naznačil případ *Newman*, svěřenecký vztah bude mít v souvislosti s touto teorií jinou podobu. Podle teorie zpronevěry nemusí mít zasvěcenec svěřeneckou povinnost k investorovi, se kterým obchoduje. Teorie zpronevěry nastupuje tam, kde zasvěcenec poruší svěřeneckou povinnost ke zdroji informace. Po pozdějším upřesnění prvků teorie lze definovat její tři základní elementy: 1. osoba zpronevěří neveřejnou kursotvornou informaci, 2. tím poruší svěřeneckou povinnost nebo jinou podobnou povinnost vzniklou na základě vztahu „zahrnujícího značnou důvěru mezi stranami“ a 3. použije informaci při transakci s cennými papíry. To vše bez ohledu na to, zda má tato osoba nějaké svěřenecké povinnosti k akcionářům společnosti, s jejímiž akciemi obchodovala. Pokud by byla teorie zpronevěry aplikována v době, kdy byl rozhodován případ *Chiarella*, bylo by jeho odsouzení potvrzeno, ačkoli neměl žádnou svěřeneckou povinnost k těm, se kterými obchodoval. Místo toho porušil svěřeneckou povinnost, kterou měl ke svému zaměstnavateli Pandick Press a to by pro jeho uznání na vinu bylo zcela postačující.

Nejvyšší soud měl možnost se k teorii zpronevěry vyjádřit v případě *Carpenter v. United States* [114] ve kterém reportér deníku Wall Street Journal a jeho kolegové zpronevěřili informace, které náležely deníku. Nejvyšší soud potvrdil jejich odsouzení s ohledem na platné zákony stanovující povinnost respektovat listovní tajemství a konstatoval, že důvěrná obchodní informace je majetkem, který tyto zákony chrání před jeho odcizením pomocí triku, podvodu nebo jiného lstivého prostředku. Při rozhodování o porušení povinností při obchodování s cennými papíry zůstali soudci názorově rozděleni v poměru 4:4. Podle tradice bylo tedy rozhodnutí nižšího soudu potvrzeno bez odůvodnění, v tomto případě nemá rozsudek povahu precedentu.

Nejvyšší soud tímto umožnil nižším soudům teorii zpronevěry odmítnout. Soudy čtvrtého a osmého obvodu tak poté učinily ve svých rozhodnutích *United States v. Bryan* [115] a *United States v. O'Hagan*. [116] Tyto soudy konstatovaly, že pravidlo 10b-5 stanovilo odpovědnost pouze tam, kde byl podveden kupující nebo prodávající cenných papírů nebo jiná osoba blízce spojená nebo ovlivněná touto transakcí. Protože teorie zpronevěry takovou povinnost nevyžaduje a vyžaduje pouze porušení svěřenecké povinnosti vůči zdroji informace, nemůže obstát.

V případě *United States v. O'Hagan* Nejvyšší soud vydal certiorari [117], aby vyřešil konflikt mezi rozhodnutími těchto soudů a rozhodnutím *Newman*. Následné rozhodnutí Nejvyššího soudu má značný význam, proto se mu budeme věnovat v následujícím textu.

James O'Hagan byl partnerem v Mineapoliské advokátní firmě Dorsey & Whitney. V červenci 1988 se klientem této firmy stala společnost Grand Metropolitan PLC (dále Grand Met), která měla zájem o poskytnutí právní pomoci v souvislosti s plánovaným převzetím společnosti Pillsbury Company. Ačkoliv O'Hagan nepatřil k právníkům, kteří na projektu Grand Met pracovali, dozvěděl se o celé záležitosti a začal nakupovat akcie a opce Pillsbury. Když Grand Met v říjnu oznámil svojí nabídku převzetí, stouply akcie Pillsbury téměř o sto procent a O'Hagan dosáhl zisku přesahujícího 4,3 milionu dolarů.

O'Hagan byl obviněn z porušení paragrafu 10(b), pravidla 10b-5, paragrafu 14(e) a pravidla 14e-3 tím, že obchodoval na základě zpronevěřené neveřejné informace. Byl tedy ve stejném postavení jako Chiarella a žalovaný v případě *Newman*. O'Hagan nemohl být uznán vinným na základě pravidla „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ jako nepřímý zasvěcenec, protože pracoval pro společnost plánující převzetí, ale obchodoval s akciemi společnosti cílové. Nebyl ani přímým zasvěcencem, ani nepřímým zasvěcencem ve vztahu k ke společnosti, s jejímiž akciemi obchodoval.

Paragraf 10(b) a pravidlo 10b-5 mají široký záběr, zachycují „jakékoli“ podvodné nebo manipulující jednání „ve spojení s“ nákupem nebo prodejem „jakéhokoli“ cenného papíru. Ačkoliv Kongres udělil

Komisi velice širokou pravomoc vydávat na základě zákona pravidla, Nejvyšší soud varoval před rozšiřováním konceptu podvodů při obchodování s cennými papíry za hranici, kterou ještě slova zákona snesou. Z čistě pozitivněprávního hlediska tedy zákonnost teorie zpronevěry závisí na tom, zda 1. podvod, kterého se zpronevřující osoba dopustila na zdroji informací, může být považován za podvod ve smyslu ustanovení paragrafu 10(b) a pravidla 10b-5 a 2. tento podvod lze považovat za podvod „ve spojení s“ nákupem nebo prodejem cenného papíru.

4.2.1. Podvod na zdroji informací před rozhodnutím o Hagan

V případě *Bryan* soud čtvrtého obvodu definoval termín podvod použitý v ustanoveních §10(b) a pravidlu 10b-5 jako „sdělení zavádějících kursotvorných informací nebo nezveřejnění kursotvorných informací a porušení povinnosti zdržet se obchodování“. Takto definovaný podvod se v případech postavených na teorii zpronevěry vyskytuje pouze v technickém a velmi formalistickém smyslu. Ačkoliv zpronevřující osoba pravděpodobně páchá podvod na svém zdroji informací, není to tento podvod, co přináší závažné následky. Zdroj informací je poškozen nikoli podvodem, ale zpeněžením informace pro vlastní prospěch ze strany zasloučenec. Proto se jedná o prostou krádež a jakékoli porušení svěřenecké povinnosti se zdá být podružné. Soud čtvrtého obvodu také konstatoval, že teorie zpronevěry není slučitelná s rozhodnutím Nejvyššího soudu ve věci *Santa Fe*. To tvrdilo, že pouhé porušení svěřenecké povinnosti nemůže samo o sobě založit odpovědnost na základě pravidla 10b-5. Soud čtvrtého obvodu uvedl, že „teorie zpronevěry [neoprávněně] transformuje §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“.

4.2.2 Požadavek „ve spojení s“ před rozhodnutím o Hagan

Podle mínění Soudu osmého obvodu v případě *O'Hagan* nevyžaduje teorie zpronevěry „podvod“ ve smyslu ustanovení §10(b) a pravidla 10b-5 a navíc zcela nerespektuje požadavek, aby k podvodu došlo „ve spojení s nákupem nebo prodejem cenného papíru“. Soud osmého obvodu také uvedl, že teorie je v rozporu s rozhodnutím Nejvyššího soudu ve věci *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank* [118].

Připomeňme si, že soud v případě *Central Bank* konstatoval, že §10(b) může být vykládán pouze v rámci rozsahu jednání, které reguluje. Soud osmého obvodu interpretoval zákaz „podvodu“ stanovený tímto paragrafem úzce, tak, že nepostačuje „prosté porušení svěřenecké povinnosti“, ale naopak je potřeba, aby zasloučenec sdělil zavádějící kursotvorné informace nebo nezveřejnil kursotvorné informace a porušil povinnost zdržet se obchodování. Soud konstatoval, že pokud teorie zpronevěry umožňuje postih dle §10(b) pouze na základě porušení svěřenecké povinnosti bez nutnosti existence shora definovaného „podvodu“, je neslučitelná se samotným textem §10(b), a proto ji nelze aplikovat.

Hlavním důvodem pro odmítnutí teorie zpronevěry bylo pro soud osmého obvodu omezení stanovené §10(b), že k podvodu musí dojít „v souvislosti s“ prodejem nebo nákupem cenných papírů. Soud se spolehl na rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věci *Central Bank* a ve svém rozhodnutí interpretoval rozsah §10(b) značně restriktivně. Soud doslova konstatoval, že §10(b) se vztahuje „pouze na porušení povinnosti k druhé straně transakce s cennými papíry nebo, nanejvýš, k dalším účastníkům trhu s cennými papíry.“ [119] Bez tohoto omezení by byl §10(b) přeměněn „na expanzivní teorii podvodu na zdroji informace“, která by mohla být aplikována na nekonečné množství vztahů zahrnujících důvěru mezi stranami“. Pro takto expanzivní teorii chyběl dle názoru soudu zákonný podklad.

V typickém případě postaveném na teorii zpronevěry není samozřejmě zdroj informace poškozeným kupujícím ani prodejcem cenného papíru. Zdroj informací není často ani prodejcem či kupujícím, který provádí transakce s cenným papírem ve stejné době jako zasloučenec a většinou nevlastní cenné papíry týkající se nepovolené transakce. Například v případě *Carpenter* nebyl Wall Street Journal

ani kupujícím ani prodávajícím dotčených cenných papírů, nebyl na nich ani jinak finančně zainteresován. Stejně tak v případě *Brian* nebyl stát West Virginia prodávajícím nebo kupujícím, nebyl ani jiný finanční zájem spojený s projednávanými transakcemi. Ani v jednom případě tedy žalovaný neporušil povinnost zveřejnit informace před obchodováním, kterou by měl vůči účastníkům trhu s cennými papíry. Proto je třeba vyložit pojem „ve spojení s“ velice extenzivně, aby bylo možné podřadit jednání osoby, která zpronevěřila informaci patřící zdroji informace, pod dikci paragrafu 10(b). Jak uvedl Soud čtvrtého obvodu: „Zpronevěra informace patřící někomu, kdo není žádným způsobem spojen s trhem cenných papírů a kdo nemá na tomto trhu žádný relevantní zájem, není jednoduše druhem jednání, kterým by se předpisy regulující cenné papíry, alespoň v současnosti, zabývaly.“

Interpretace §10(b) ze strany soudů osmého a čtvrtého obvodu je velmi přijatelná. Soudy pečlivě zvážily precedenty Nejvyššího soudu, zvláště *Santa Fe* a *Central Bank*. Podle tehdejšího stavu judikatury byl dostatečně podložen názor, že shledání odpovědnosti pouze na základě porušení svěřenecké povinnosti, kterou má zasvěcenec ke zdroji informace, bez dalšího požadavku, aby zasvěcenec oklamal osoby, se kterými obchodoval, nebylo dostatečně právně odůvodnitelné. To vylučovalo použití teorie zpronevěry. Dle názoru Soudu osmého obvodu nižší soudy, které přijaly teorii zpronevěry, neprovedly dostatečnou analýzu textu paragrafu 10(b) a příslušných rozhodnutí Nejvyššího soudu.

Aplikace rozhodnutí *Central Bank* na problematiku zákazu insider trading byla poměrně problematická, a to zejména ve vztahu k oblasti poskytování a přijetí tipu. Jak bylo již uvedeno při rozboru otázky poskytování a přijímání tipu, povinnost, jejíž porušení má za následek odpovědnost za insider trading, není svěřenecká povinnost zveřejnit informaci před obchodováním, ale povinnost uchovat důvěrné informace v tajnosti, kterou má poskytovatel tipu vůči zdroji této informace. Ustálená judikatura ohledně poskytování tipu by tedy mohla být podrobena kritice naprosto stejně jako teorie zpronevěry. Bylo jasné, že Nejvyšší soud se s těmito otázkami bude muset ve svém rozhodnutí vypořádat.

4.2.3 Rozhodnutí O'Hagan

V rozsudku *United States v. O'Hagan* [\[120\]](#) Nejvyšší soud rozhodnutím většiny potvrdil teorii zpronevěry jako zákonný podklad odpovědnosti za insider trading. Soud konstatoval, že jednání osoby ve svěřeneckém vztahu ke zdroji informace, kdy tato osoba použije informace patřící zdroji bez jeho vědomí pro svůj osobní prospěch, lze považovat za podvod ve spojení s nákupem a prodejem cenného papíru, a proto je porušením pravidla 10b-5.

Soud shledal, že osoby v postavení O'Hagana nemají povinnost zpronevěřenou informaci před obchodováním oznámit osobám, se kterými se chystají obchodovat. Proto soud opřel odpovědnost podle teorie zpronevěry o podvod spáchaný na zdroji informace. Podle interpretace, na které se shodla většina soudců pléna, se teorie zpronevěry týká použití „důvěrné informace pro účely obchodování s cennými papíry za současného porušení svěřenecké povinnosti ke zdroji této informace“.

Soud dále uvedl, že „pokud zasvěcenec použije nezveřejněnou informaci patřící osobě, ke které má svěřeneckou povinnost, k osobnímu prospěchu při nákupu nebo prodeji cenných papírů, poruší svou povinnost loajality a mlčenlivosti a upírá zdroji informace výlučné právo na její užití“. Pokud je teorie zpronevěry vykládána takto, naplňuje požadavek paragrafu 10(b) na existenci „pletichářského nebo podvodného prostředku“ použitého „v souvislosti s“ transakcí s cennými papíry.

Nejvyšší soud tak odmítl názor soudce Burgera z případu *Chiarella*, že teorie zpronevěry vytvořila povinnost odhalit informace těm, se kterými zpronevěřující osoba obchoduje. Místo toho je za porušení povinnosti odhalit informaci považováno to, že zasvěcenec neuvědomí o svém plánu provést obchody zdroj informací.

Rozhodnutí Soudu osmého obvodu bylo tedy zrušeno a O'Hagan byl uznán vinným. Soud rozlišil

základ odpovědnosti podle „tradiční“ neboli „klasické“ teorie odpovědnosti, podle které má zasvěcenec svěřenecké povinnosti vůči akcionářům společnosti, od odpovědnosti na základě teorie zpronevěry, kdy osoba stojící mimo společnost, s jejímiž akciemi obchoduje, poruší povinnost nikoli vůči investorům, ale ke zdroji informace. V případě O'Hagana to byla povinnost plynoucí ze vztahu důvěry mezi ním, advokátní firmou a klientem Grand Met.

Soud zmínil tři významná omezení inkorporovaná do teorie zpronevěry v důsledku jejího původu v paragrafu 10(b). Zaprvé, nezbytným předpokladem spáchání podvodu je zatažení plánu provést transakci zdroji informace. Pokud je zdroj o takovém plánu informován, nemůže nastoupit odpovědnost podle teorie zpronevěry, ačkoliv zasvěcenec může být postižen za porušení povinnosti loajality stanovené státním právem. Zadruhé, odpovědnost může nastoupit pouze v případě, že zasvěcenec na transakci vydělá díky důvěrné informaci. Zatřetí, teorie zpronevěry je aplikovatelná pouze na zpronevěru informace. Nejvyšší soud toto třetí omezení ilustroval na případě, kdy osoba uvede v omyl banku, ta jí půjčí prostředky a osoba tyto prostředky použije na nákup cenných papírů. V tomto případě by nešlo o odpovědnost na základě teorie zpronevěry.

Nejvyšší soud se dále v rozhodnutí zabýval rozbořem důvodů, na základě kterých Soud osmého obvodu zrušil odsuzující rozsudek. Soud osmého obvodu neshledal v teorii zpronevěry požadavek podvodu ve smyslu §10(b), a proto ji odmítl uznat jako základ odpovědnosti. Nejvyšší soud se s tímto názorem neztotožnil. Podvod ve smyslu §10(b) shledal ve skutečnosti, že O'Hagan neinformoval o svých obchodech svou firmu Dorsey & Whitney ani klienta Grand Met a tím porušil svou svěřeneckou povinnost vůči těmto společnostem. Soud osmého obvodu nepodpořil teorii zpronevěry také z důvodu, že rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věcech *Chiarella v. United States*, *Dirks v. SEC*, a *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver* [\[121\]](#) stanovily, že odpovědnost za insider trading může vzniknout pouze v případě porušení povinnosti vůči stranám transakce s cennými papíry. Nejvyšší soud naopak konstatoval, že tato rozhodnutí nechala otázku zákonnosti teorie zpronevěry otevřenou. Soud uvedl, že trestní odpovědnost na základě teorie zpronevěry vzniknout může, protože 1. žaloba musí prokázat, že obžalovaný „vědomě“ porušil pravidlo 10b-5 a 2. obžalovaný nemůže být shledán vinným, pokud prokáže, že mu nebylo pravidlo 10b-5 známo.

Dále se Nejvyšší soud zabýval tou částí rozhodnutí Soudu osmého obvodu, která zdůvodňovala zrušení rozsudku soudu první instance v otázce odsouzení O'Hagana za porušení §14(e) zákona o obchodování s cennými papíry a pravidla SEC 14e-3. Paragraf 14 zakazuje podvodné a manipulativní praktiky ve spojení s nabídkou převzetí a zmocňuje komisi, aby stanovila „přiměřená pravidla“, která těmto praktikám budou bránit. Na základě tohoto paragrafu přijala SEC pravidlo 14e-3. Toto pravidlo stanoví, že porušením paragrafu 14(e) je takové jednání, kdy osoba obchoduje na základě neveřejné kursotvorné informace týkající se nabídky převzetí, o které ví, že pochází od zasvěcence ve vztahu k osobě, která nabídku činí, nebo od někoho, kdo pro osobu činící nabídku pracuje. Soud osmého obvodu rozhodl, že pravidlo 14e-3 je nezákonné, protože SEC bez příslušného zmocnění v zákoně vytvořila svou vlastní definici podvodu, ve které nevyžaduje porušení svěřenecké povinnosti. Soud uvedl, že podvod ve smyslu ustanovení paragrafu 10(b) zahrnuje porušení povinnosti zveřejnit informaci pouze tam, kde existuje příslušný svěřenecký vztah. SEC nebyla zákonem zmocněna zakázat jednání, které nespadá do rozsahu této definice, a proto pravidlo 14e-3 nemůže obstát.

Nejvyšší soud zaujal názor opačný a rozhodl, že SEC vytvořila pravidlo 14e-3 v rámci svého pověření v paragrafu 14(e), které jí zmocnilo k vydání „přiměřených pravidel“, která budou bránit podvodným a manipulativním jednáním. V odůvodnění se Nejvyšší soud vyhnul otázce, zda byla SEC oprávněna definovat podvod ve smyslu §14(e) širěji, než jak je definován v §10(b). Uvedl, že pravidlo bylo „přiměřeně koncipované“ k tomu, aby zabránilo podvodným jednáním a praktikám. Soud uvedl, že pravidlo odráží zkušenost SEC, že obchodování na základě neveřejné kursotvorné informace je často spojeno s podvodem, který je však velmi obtížně prokazatelný v kontextu nabídek převzetí kvůli velmi širokému okruhu lidí, kteří mají k důvěrným informacím přístup.

Rozhodnutí *O'Hagan* nepochybně ulehčilo práci správním orgánům při postihování podvodů s cennými papíry, kterých se dopouštějí osoby stojící mimo dotčenou společnost. Příklad byl velkým vítězstvím pro SEC a příznivce širšího pojetí podvodu s cennými papíry. Byla rovněž potvrzena platnost pravidla 14e-3, nového nástroje v boji proti insider trading, kterým se budeme zabývat později.

4.2.4 Pravidlo 10b5-2

Nové pravidlo 10b5-2, které SEC přijala 16.8.2000, rozšířilo dosah teorie zpronevěry na určité vztahy, které nemají obchodní povahu. Podle teorie zpronevěry je porušením paragrafu 10(b) zákona o obchodování s cennými papíry a pravidla 10b-5, pokud osoba obchoduje na základě neveřejné kursotvorné informace a naruší tak důvěru, která plyne z povahy jejího vztahu ke zdroji informace.

Pravidlo 10b5-2 podává demonstrativní výčet kategorií vztahů neobchodní povahy, ve kterých je povinnost zachovávat důvěrnost ohledně získaných informací. Tyto vztahy jsou:

1. takové vztahy, kdy se strany dohodnou na zachovávání mlčenlivosti ve vztahu k neveřejným kursotvorným informacím;
2. takové vztahy, jejichž strany si sdělují důvěrné informace s důvodným očekáváním, že druhá strana bude ve vztahu k těmto informacím zachovávat mlčenlivost;
3. takové vztahy, kde osoba poskytující informaci je manžel nebo manželka, rodič, potomek nebo sourozenec osoby, která informaci obdržela, pokud není nade vše pochybnost vzhledem ke skutečnostem a okolnostem tohoto rodinného vztahu prokázáno, že nebylo důvodné očekávat, že příjemce informace bude tyto informace považovat za důvěrné a zachovávat ve vztahu k nim mlčenlivost.

SEC vytvořila toto pravidlo ve snaze zefektivnit fungování teorie zpronevěry a rozšířit její dosah. Pravidlo nemění žádný jiný aspekt problematiky insider trading.

4.3 Pravidlo 14e-3

SEC přijala pravidlo 14e-3 jako odpověď na vlnu insider trading, která souvisela s vzrůstajícím počtem sloučení a akvizic společností během 80. let minulého století. Pravidlo zakazuje zasvěcencům osob (společností) činících veřejnou nabídku a zasvěcencům cílových osob (společností) prozradit důvěrné informace o nabídce osobám, u kterých je pravděpodobnost, že poruší pravidlo obchodováním na základě této informace. Toto ustanovení (pravidlo 14e-3(d)(1)) nezakazuje osobě, která činí nabídku, obchodovat s akciemi cílové společnosti ani jí nezakazuje prozradit informace o chystané transakci svým právním a finančním poradcům. Pravidlo v podstatě zakazuje poskytnutí tipu osobám, u kterých je předpoklad, že budou kupovat akcie cílových společností na svůj vlastní účet. Pravidlo specificky mířilo proti praxi známé jako warehousing. [\[122\]](#)

Pravidlo 14e-3 také, s několika malými a dobře definovanými výjimkami, zakazuje všem osobám, které mají kursotvornou informaci týkající se veřejné nabídky jiné osoby, obchodovat s akciemi cílové společnosti, pokud osoba činící nabídku již podnikla podstatné kroky k zahájení nabídkového řízení. Podstatnými kroky je třeba rozumět úkony jako jsou hlasování v představenstvu ohledně záležitosti týkající se nabídky, formulace plánu nebo veřejné nabídky a další aktivity, které bezprostředně vedou k uskutečnění veřejné nabídky – např. příprava financování veřejné nabídky, příprava materiálů potřebných pro veřejnou nabídku, vydání pokynu ke zpracování těchto materiálů. Podmínkou vzniku odpovědnosti je skutečnost, že obchodující osoba věděla, že informace byla získána buď od zasvěcence osoby činící nabídku, nebo od zasvěcence cílové společnosti, nebo od

obou.

Na rozdíl od pravidla „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ a teorie zpronevěry založené na pravidle 10b-5 není odpovědnost dle pravidla 14e-3 založena na porušení svěřenecké povinnosti. Není zde třeba prokazovat, že obchodující osoba nebo osoba poskytující tip podléhala povinnosti mlčenlivosti a není ani třeba prokazovat, že poskytovatel tipu získal osobní prospěch. Ve světle pravidlem 10b-5 pevně zavedeného požadavku existence svěřenecké povinnosti je pravidlo 14e-3 v přímém rozporu s rozhodnutím *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.* [123] Nejvyšší soud zde konstatoval, že paragraf 14(e) byl postaven na paragrafu 10(b) a, stejně jako posledně jmenovaný, požaduje pro vznik odpovědnosti podání zavádějící informace nebo porušení povinnosti zveřejnit informaci. Pokud vezmeme v úvahu tento výklad, tak pravděpodobně dospějeme k názoru, že SEC při formulaci pravidla 14e-3 překročila svou pravomoc, neboť vytvořila pravidlo, které zakazuje různé obchodní aktivity, ve kterých není přítomno porušení povinnosti. V případě *United States v. O'Hagan* [124] však Nejvyšší soud potvrdil platnost pravidla 14e-3 i přes nedostatek požadavku porušení svěřenecké povinnosti a konstatoval, že SEC postupovala v rámci svých pravomocí.

Všimněme si, že pravidlo má poměrně omezený dosah. Zákaz obchodování na základě důvěrné informace se neuplatní, dokud osoba činící veřejnou nabídku nepodnikne podstatné kroky vedoucí k její realizaci. Pravidlo je dále omezeno pouze na oblast informací týkajících se veřejných nabídek. Proto bude většina případů insider trading spíše posuzována podle pravidla 10b-5 a teorie zpronevěry.

4.4 Sankce za insider trading

Sankce za insider trading jsou mnohé a poměrně přísné. Ministerstvo spravedlnosti může pachatele postihnout v rámci trestního řízení, SEC uděluje civilněprávní sankce a soukromé osoby se mohou domáhat náhrady škody jak podle federálního, tak podle státního práva.

SEC nemá pravomoc zahájit proti pachateli trestní řízení, §21(d)(1) zákona o obchodování s cennými papíry jí však umožňuje podat návrh na zahájení trestního řízení Ministerstvu spravedlnosti. Ministerstvo spravedlnosti může takové řízení zahájit i z vlastní iniciativy. Podle §32(a) je úmyslné porušení pravidla 10b-5 trestným činem, který může být potrestán pokutou do výše 5 milionů dolarů (25 milionů, pokud se jedná o právnickou osobu) a trestem odnětí svobody v trvání až 20 let. [125]

SEC má pravomoci v oblasti civilního řízení. Podle §21(d) se může domáhat vydání zákazu činnosti ve formě předběžného opatření kdykoli, kdy „bude dle Komise pravděpodobné, že se nějaká osoba dopustila nebo se chystá dopustit činu nebo provádět aktivitu, která je porušením“ zákona o obchodování s cennými papíry nebo pravidel přijatých na jeho základě. Předpokladem úspěšnosti takového návrhu je důkaz o porušení některého ze zákonů regulujících cenné papíry a odůvodněná obava z jeho dalšího porušování v budoucnu. [126] SEC nemusí v řízení přesně identifikovat poškozené, stačí pouze důkaz o tom, že došlo k porušení zákona. Kromě zákazu činnosti se SEC může domáhat odevzdání nepoctivých zisků, opravy zavádějících prohlášení, zveřejnění kursotvorné informace a dalších opatření nezbytných k odstranění závadného stavu.

Insider trading prováděný profesionálními obchodníky s cennými papíry může Komise potrestat ve správním řízení. Podle §15(b) odst. 4 zákona o obchodování s cennými papíry může komise makléře nebo obchodníky s cennými papíry napomenout, omezit jejich činnost nebo pozastavit nebo zrušit jejich registraci. Podobné sankce mohou být uplatněny proti těm, kdo se na zakázaných aktivitách obchodníka nebo makléře podíleli. V případě, že se Komise rozhodne nezahájit civilní ani správní řízení a nepodá ani návrh na zahájení řízení trestního, může zveřejnit protokol o prošetřování incidentu. Takový protokol potom může být podkladem žalob podaných soukromými osobami.

V 80. letech minulého století Kongres významně rozšířil okruh civilněprávních sankcí, které může SEC použít. Zákon o sankcích za insider trading z roku 1984[127] umožnil pachateli uložit pokutu až ve výši trojnásobku nepoctivého zisku nebo ztráty, které se pachatel vyhnul porušením pravidel 10b-5 nebo 14-3 „*nákupem nebo prodejem cenného papíru v době, kdy měl neveřejnou kursotvornou informaci*“. Tato sankce může být uložena i vedle ostatních civilněprávních, správních a trestních sankcí. Vzhledem k tomu, že Komise může rovněž požadovat odevzdání nezákonného zisku, může být pachatel uznán povinným zaplatit až čtyřnásobek svého nelegálního zisku.

V zákoně o insider trading a podvodech s cennými papíry z roku 1988[128] provedl Kongres další úpravu oblasti trestání insider trading s úmyslem rozšířit donucovací pravomoc a prostředky, které může Komise použít. Kromě jiného také udělil Komisi pravomoc platit odměnu informátorům, a to až do výše 10% pokuty, kterou komise uloží. Pokuta ve výši trojnásobku nezákonného zisku může nyní být uložena také osobě zodpovědné za chování pachatele. Toto ustanovení bylo přijato s účelem přimět zaměstnavatele, aby přísněji monitorovali aktivity svých zaměstnanců.

Ačkoli je jasné, že osoby, které obchodovaly s cennými papíry ve stejné době jako zasvěcenec, se mohou žalobou podle pravidla 10b-5 nebo 14e-3 nebo se podle státního práva domáhat náhrady škody na pachateli, nejsou takové žaloby běžné, a pokud k nim dojde, většinou parazitují na řízení zahájeném Komisí. Žalobám ze strany soukromých osob rozhodně neprospělo rozhodnutí Soudu druhého obvodu ve věci *Moss v. Morgan Stanley, Inc.*, [129] které konstatovalo, že soukromé osoby, které obchodovaly ve stejný čas jako zasvěcenec, se nemohou domáhat náhrady škody na základě teorie zpronevěry. Zákon o insider trading a podvodech s cennými papíry se pokusil soukromé žaloby podpořit. Podle nového §20A zákona o obchodování s cennými papíry se mohou osoby obchodující ve stejné době jako zasvěcenec domáhat náhrady škody až do výše nepoctivého zisku zasvěcence. Poskytovatelé a příjemci tipu jsou odpovědní společně a nerozdílně. Maximální výše náhrady škody se snižuje o částky, které musí pachatel jako nezákonný zisk odevzdat Komisi. V současné době jsou však žaloby podle tohoto ustanovení velmi ojedinělé.[130] V závěru této kapitoly si pro ilustraci uvedeme přehled nejznámějších odsouzení za insider trading:

Odsouzení za insider trading ve Spojených státech - příklady			
Zasvěcenec	Zaměstnání	Pokuty a odevzdané nezákonné zisky	Trest odnětí svobody
Michael R. Milken	Bankéř, Drexel Burnham Lambert	\$600 milionů	2 roky
Ivan F. Boesky	Rozhodce	\$100 milionů	3 roky
Dennis Levine	Bankéř, Drexel, další společnosti	\$11.6 milionů	2 roky
Martin Siegel	Bankéř, Kidder Peabody, Drexel	\$9 milionů	2 měsíce
James T. Sherwin	Místopředseda představenstva, GAF Corporation	\$2 milionů	6 měsíce
Charles Zarzecki	Partner, Princeton/Newport LP	\$1.6 milionů	3 měsíce
Paul Bilzerian	Investor, ředitel, Singer Co.	\$1.5 milionů	4 roky
Salem Lewis	Rozhodce	\$400,000	Podmíněný trest
James Sutton Regan	Partner, Princeton/Newport	\$275,000	6 měsíce
Boyd Jefferies	CEO, Jefferies & Co	\$250,000	Podmíněný trest
Paul Berkman	Partner, Princeton/Newport	\$100,000	3 měsíce
Jack Rabinowitz	Partner, Princeton/Newport	\$50,000	3 měsíce
Steven Smotrich	Kontrolor, Princeton/Newport	žádné	3 měsíce

4.5 Paragraf 16(b)

Kromě komplikovaných pravidel regulujících insider trading na základě paragrafu 10(b) zákona o obchodování s cennými papíry je na místě zmínit podstatně jednodušší ustanovení §16(b) tohoto zákona. Ve zkratce můžeme říci, že paragraf 16(b) stanoví povinnost pro zde definované zasvěcence odevzdat společnosti zisky plynoucí z nákupu a následného prodeje nebo z prodeje a následného nákupu cenných papírů v období kratším než šest měsíců.

Paragraf 16(a) nařizuje zasvěcencům, aby podávali měsíční přehledy o svých obchodech s kmenovými akciemi společnosti. Podle §16(b) musí tito zasvěcenci odevzdat společnosti veškeré zisky, které z dosáhli z prodeje a nákupu (nebo opačně z nákupu a prodeje) těchto akcií během období kratším než šest měsíců. Akcionáři mají právo derivativní (odvozené) žaloby.

Na rozdíl od pravidla 10b-5 se paragraf 16(b) vztahuje pouze na ředitele, manažery a akcionáře, kteří vlastní více jak 10% akcií. Je aplikovatelný pouze na obchody těchto zasvěcenců s akciemi jejich vlastní společnosti. Není zde obsažena žádná odpovědnost za poskytnutí tipu nebo zpronevěru informace ani doktrína o nepřímých zasvěcencích.

Jsou zde i další dvě omezení dosahu pravidla. Je aplikovatelné pouze na společnosti, které musí být registrovány podle zákona o obchodování s cennými papíry. Vztahuje se pouze na obchodování s kmenovými akciemi a směnitelnými dluhopisy. Paragraf 16(b) má tedy značně užší dopad než pravidlo 10b-5. Na druhou stranu zde nehraje roli, zda zasvěcenec při uskutečnění transakce důvěrnou informaci skutečně použil. [\[131\]](#)

Pravidlo 16(b) nastupuje v případě, že dojde jak k prodeji, tak k následnému nákupu (nebo nákupu a následnému prodeji). I nákup nebo prodej uskutečněný po odchodu z příslušné funkce (orgánu) ve společnosti může být spojen s prodejem nebo nákupem v době, kdy zasvěcenec funkci zastával nebo kdy byl členem příslušného orgánu. Obchody zasvěcence rovněž nelze spojit s obchody jeho manžela nebo manželky. [\[132\]](#)

Nejlépe lze problematiku daného paragrafu ilustrovat na příkladech:

Susan je finanční ředitelka společnosti Acme, Inc. 1. února koupí 1.000 akcií Acme za 8 dolarů za kus. 1. května tyto akcie prodá za 10 dolarů za kus. Protože se nákup a prodej uskutečnil během šesti měsíců, nastupuje dle pravidla 16(b) povinnost odevzdat zisk společnosti. Susan tak musí odevzdat 2.000,- dolarů.

Sam je viceprezident společnosti Ajax, Inc. Již několik let vlastní 10.000 akcií této společnosti. 1. června prodá 1.000 akcií za 10 dolarů za kus. 15. září koupí 1.000 akcií za 8 dolarů za kus. Rovněž musí odevzdat 2.000,- dolarů společnosti.

Soudy interpretují paragraf 16(b) takovým způsobem, aby byla částka, kterou zasvěcenec odevzdává společnosti, co nejvyšší. [\[133\]](#) Opět si pomůžeme příkladem.

Shania je prezidentkou Acme, Inc. Její transakce s cennými papíry proběhly následovně:

- 1. března: kupuje 100 akcií za 10 dolarů za kus
- 1. dubna: prodává 70 akcií za 12 dolarů za kus
- 1. května: kupuje 50 akcií za 9 dolarů za kus
- 15. května: prodává 25 akcií za 13 dolarů za kus

31. prosince: prodává 35 akcií za 20 dolarů za kus

Prodej z 31. prosince nemůže být „spárován“ s nákupy z března a května, protože je mezi nimi více jak šest měsíců. Ostatní transakce byly provedeny v požadovaném šestiměsíčním období a soud je pro účely výpočtu částky odevzdávané společnosti propojí tak, aby byla výše náhrady co nejvyšší:

Spojí 25 akcií prodaných 15. května s 25 akciemi koupenými 1. května, protože je mezi nimi nejvyšší cenový rozdíl. Se ziskem 4 dolary na akcii bude náhrada pro společnost činit 100 dolarů.

Dále spojí 25 akcií prodaných 1. dubna se zbývajících 25 akciemi koupenými 1. května – zisk a tedy náhrada pro společnost činí 75 dolarů

Na závěr spojí zbylých 45 akcií prodaných 1. dubna se 45 akciemi nakoupenými 1. března. Náhrada pro společnost z této transakce činí 90 dolarů.

Shania tedy své společnosti zaplatí částku 265 dolarů.

Pravidlo je velmi jednoduché a formalistické. Existuje z něj však několik výjimek, z nichž nejpodstatnější je doktrína nekonvenčních transakcí.

4.5.1. Nekonvenční transakce

Zákon o obchodování s cennými papíry definuje pojem „prodej“ velmi široce – termín zahrnuje jakékoliv nakládání s cenným papírem se ziskem protihodnoty. Pro účely §16(b) však nejsou všechny transakce považovány za prodej, zvláště tzv. transakce nekonvenční.

Zásadním soudním rozhodnutím v této oblasti je *Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.*^[134] V roce 1967 Occidental oznámil veřejnou nabídku na koupi 500.000 akcií Kern County Land Co. (dále Starý Kern). Nabídka byla později rozšířena na větší počet akcií. Po jejím ukončení Occidental vlastnil více jak 10% akcií Starého Kernu. Aby se ubránil převzetí ze strany Occidentalu, dohodl se Starý Kern na obranném splynutí se společností Tenneco. Podle dohody měl Starý Kern splynout s nově založenou dceřinou společností Tenneca a všichni akcionáři Starého Kernu měli dostat výměnou za své akcie prioritní akcie Tenneca. Aby se Occidental vyhnul situaci, kdy se stane minoritním akcionářem v podniku pod kontrolou svého konkurenta Tenneca, nebo kdy si přivodí z toho vyplývající problémy s protimonopolním zákonem,^[135] rozhodl se se společností Tenneco dohodnout. Uzavřel opční dohodu, podle které poskytl za téměř 9 milionů dolarů dceřiné společnosti Tenneca právo koupit za pevnou cenu prioritní akcie Tenneca, které by Occidental získal, kdyby se obranná fúze uskutečnila. Opce nemohla být realizována do šesti měsíců ode dne vypršení veřejné nabídky Occidentalu.

Starý Kern splynul do nové dceřiné společnosti Tenneca (Nový Kern) a všichni akcionáři Starého Kernu, včetně Occidentalu, obdrželi prioritní akcie výměnou za své akcie Starého Kernu.

Po šesti měsících po vypršení veřejné nabídky byla uplatněna opce a Occidental prodal své prioritní akcie Tenneca dceřiné společnosti Tenneca se ziskem asi 19,5 milionu dolarů.

Nový Kern zažaloval Occidetel podle paragrafu 16(b). Tvrdil, že ke koupi akcií Starého Kernu došlo v rámci veřejné nabídky, jako jejich prodej navrhl uzнат buď fúzi Starého Kernu do Nového Kernu, nebo poskytnutí opce na akcie Tenneca (nikoli její realizaci). Tím byl dán prodej a koupě ve smyslu §16(b) a Occidetel se tak měl dopustit porušení tohoto paragrafu.

Nejvyšší soud oba argumenty ohledně podřazení fúze, případně poskytnutí opce na akcie, pod pojem „prodej“ odmítl. Rozhodl, že se jedná o nekonvenční transakce, které nemohou být považovány za prodej ve smyslu paragrafu 16(b).

Soud identifikoval tři faktory, které je třeba posuzovat při rozhodování, zda se jedná o konvenční transakci, nebo o transakci nekonvenční (která je mimo dosah §16b):

1. zda je transakce založena na svobodném(dobrovolném) rozhodnutí;
2. zda jde o transakci, kterou může bezprostřední vlastník obchodovaných papírů ovlivnit;
3. zda má bezprostřední vlastník přístup k důvěrným informacím týkajícím se výstavce.

V posuzovaném případě neměl Occidental jako společnost snažit se o nepřátelské převzetí přístup k důvěrným informacím o Starém Kernu nebo o Tennecu. Navíc byla díky sloučení povaha směny akcií nedobrovolná - byla schválena ostatními akcionáři a Occidental tedy neměl jinou volbu než akcie vyměnit. Z tohoto důvodu Nový Kern nemohl uspět a žaloba byla zamítnuta.

Ze shora uvedeného případu je patrné, že ona nekonvenčnost transakce spočívala v její nedobrovolnosti. Termín „prodej“ dle názoru soudu citovaném ve shora uvedeném rozsudku totiž zahrnuje dobrovolnost jednání. Z tohoto důvodu byl Occidental úspěšný.

V případě *Gold v. Sloan (1973)* soud charakterizoval jako nekonvenční transakci splynutí, třebaže daná fúze nebyla nijak výjimečná. Soud založil svůj závěr o tom, zda byla směna akcií ve fúzi nákupem ve smyslu §16(b), na konkrétní situaci každého ředitele a manažera. Dospěl k závěru, že hlavní vyjednávač splynutí byl podle §16(b) odpovědný, ale další obvinění již ne.

Obecně lze říci, že nekonvenční transakcí je taková transakce, která se v některém svém aspektu významně odchyluje od základních prvků koupě či prodeje.

Doktrína nekonvenčních transakcí dobře ilustruje zásadní legislativní problém. Zákonodárce má na vybranou, zda stvořit pevnou a detailní normu a tím usnadnit soudní rozhodování, nebo zda stanovit normu obecnější, která bude díky široké možnosti interpretace flexibilnější, avšak bude klást větší nároky na dokazování a rozhodování. Paragraf 16(b) lze přiřadit spíše k prvnímu z těchto dvou typů. Právě z tohoto důvodu vznikla doktrína nekonvenčních transakcí, která je aplikována v případech, kdy by mechanické použití paragrafu 16(b) vedlo k zřejmé nespravedlnosti.

4.5.2 Rozdílný přístup

Paragraf 16(b) rozlišuje mezi řediteli a manažery na straně jedné a akcionáři na straně druhé. Nákupy a prodeje cenných papírů řediteli a manažery společnosti spadají do rámce paragrafu 16(b) bez ohledu na to, kolik akcií tyto osoby vlastní. Jiní akcionáři čelí odpovědnosti za tyto „krátkodobé“ (konjunkturální) zisky pouze v případě, že v době nákupu i v době prodeje vlastnili více jak 10% akcií společnosti.

V případě *Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co.* [136] koupila společnost Emerson Electric Co. (dále Emerson) 13.2 procent akcií společnosti Dodge Manufacturing Co. (dále Dodge) v rámci nepřátelské veřejné nabídky. Aby se vyhnul nepřátelskému převzetí, sloučil se Dodge s Reliance Electric Co. (dále Reliance). Emerson svoji snahu o převzetí vzdal a akcie společnosti Dodge prodal. Ve snaze minimalizovat případnou odpovědnost za insider trading podle §16(b) prodal Emerson nejdříve 3.24% akcií Dodge. Poté prodal zbytek v objemu 9.96% akcií. Když společnost Reliance žalovala podle §16(b), rozhodl Nejvyšší soud, že akcionáři podléhají paragrafu 16(b) pouze v případě, že v době před prodejem vlastní více jak 10% akcií společnosti.

Emerson je dobrým příkladem toho, že výklad paragrafu 16(b) je velmi formalistický. Ačkoliv oba prodeje Emersonu byly součástí jediného plánu a mohly tedy být považovány za jednu transakci, soud konstatoval, že druhá transakce má z právního hlediska nezávislou povahu.

Všimněme si, že případ *Emerson* nezdůraznil (a Nejvyšší soud proto ani neřešil) skutečnost, že Emerson nevlastnil více jak 10% akcií v době, kdy učinil diskutovanou veřejnou nabídku. Dá se tedy nákup akcií na základě této nabídky (který překročil 10% akcií) považovat za nákup ve smyslu paragrafu 16(b)?

Tato záležitost byla řešena v případě *Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities*.[\[137\]](#) V rozhodnutí Nejvyšší soud konstatoval, že okamžik, ve kterém akcionář překročí hranici 10% akcií může být považován za nákup ve smyslu §16(b) a být spojován s následujícími prodeji.

4.5.3 Oznamování uskutečněných transakcí a EDGAR

V celém textu ohledně §16(b) zatím nepadlo ani slovo ohledně mechanismu oznamování transakcí, které osoby zatížené povinností uvedenou v §16(b) zákona učiní. Podle §16(a) zákona o obchodování s cennými papíry z roku 1934 podávaly tyto osoby Komisi přehledy o transakcích s cennými papíry, které spadaly do regulace §16(b). Původně byly tyto zprávy podávány do 10. dne měsíce následujícího po měsíci, ve kterém byly tyto obchody uskutečněny. Mohly být podávány buď písemnou formou, nebo elektronicky pomocí zápisu do databáze EDGAR.

EDGAR - Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval system provádí automatizovaný sběr, ověření, indexování, přijímání a předávání informací od obchodních společností a dalších osob, kterým zákon ukládá povinnost předávat vyplněné standardizované formuláře Komisi pro cenné papíry (SEC). Jeho primárním účelem je zvýšit efektivitu a spravedlivost fungování trhu s cennými papíry ve prospěch investorů, obchodních společností a ekonomiky. Toho dosahuje tím, že umožňuje rychlejší zpracovávání a šíření informací, u nichž hraje čas důležitou roli. Po roce 1996 byly všechny subjekty podávající oznámení Komisi podle zákona o obchodování s cennými papíry povinny používat místo papírových oznámení systém EDGAR. Z důvodu odstranění tvrdosti zákona pro některé subjekty však byly uděleny výjimky.[\[138\]](#)

Systém oznamování však nechával poměrně značný prostor pro spekulace, v krajním případě mohla osoba, která provedla transakci s cennými papíry, oznámit svůj obchod až po uplynutí 40 dnů od této transakce. Vzhledem k tomu, že obchodování strukturálních zaslouženců je velmi důležitým signálem pro kapitálový trh, nebyla tato situace zcela ideální.

Podstatná změna přišla v roce 2002. V reakci na obrovské finanční podvody, které vedly ke krachu mohutných firem Enron a WorldCom, přijal kongres zákon Sarbanes-Oxley Act, který měl zprůhlednit fungování firem v USA a pomoci ozdravit ovzduší nejistoty, které panovalo nad kapitálovým trhem. Součástí zákona byla i novela §16 zákona o obchodování s cennými papíry. Zde byla lhůta k oznámení provedené transakce komisi zkrácena na dva pracovní dny. Oznámení musí být podáno elektronicky do systému EDGAR. Do jednoho pracovního dne od oznámení transakce Komisi musí být oznámení publikováno Komisí na veřejně přístupných internetových stránkách. V té samé lhůtě musí být oznámení zveřejněno na internetových stránkách výstavce cenného papíru.

Při formulaci paragrafu 16(b) byl Kongres veden záměrem vytvořit jednoduché pravidlo, které by zabránilo nejčastějším podvodným praktikám při obchodování s cennými papíry. Až na několik výkladových problémů lze konstatovat, že se skutečně podařilo vytvořit podstatně praktičtější a méně problematické ustanovení, než je §10(b). Jednoduchost ustanovení §16(b) spočívající v pevně stanovených mantinelech je však zároveň jeho největší nevýhodou, neboť na jeho základě nelze postihovat méně obvyklé nezákonné transakce.

5. Závěr

Regulace insider trading v USA prošla za posledních sto let podstatnými změnami. Před rokem 1900 nebyly tyto praktiky vůbec postihovány. Právním teoretikům trvalo poměrně dlouhou dobu, než dokázali širší veřejnost přesvědčit o škodlivosti insider trading a o nutnosti jeho zákonné regulace. První odsouzení nebyla podepřena právními předpisy, soudy se spoléhaly na common law a principy spravedlnosti.

Federální právo přispěchalo na pomoc common law a právu jednotlivých států až v roce 1934. Do boje proti insider trading se aktivně zapojily státní orgány – Komise pro cenné papíry a ministerstvo spravedlnosti. Od té doby se federální právo stalo dominantně používanou právní úpravou a původní nástroje ochrany před insider trading zcela zastínilo.

Mohutný rozmach používání internetu ve druhé polovině 20. století umožnil podstatné zrychlení přenosu relevantních informací. Do dozoru nad fungováním kapitálového trhu byl zapojen automatizovaný systém EDGAR, který je od 30. července 2003 jediným prostředkem, pomocí kterého mohou být podávána oznámení o obchodech uskutečněných strukturálními zaslávkami. Podstatné zkrácení lhůty k uskutečnění oznámení bylo dalším logickým krokem k urychlení toku informací k nezásvěceným investorům.

V závěru se zamyslíme nad možným vývojem právní úpravy insider trading v budoucnu. Z dosavadního textu vyplynulo, že právní regulace byla vždy o krok pozadu – byla odpovědí na nežádoucí obchodní praktiky, ke kterým na kapitálovém trhu docházelo. To můžeme přičíst také tomu, že podstatná část právní úpravy je obsažena v precedencích Nejvyššího soudu, který samozřejmě může řešit pouze „zralé“ případy, tj. případy nikoli fiktivního charakteru. Právní úprava bude zřejmě vždy následovat až po nalezení a zneužití mezery v dosavadní regulaci, což není zcela vhodný přístup.

Neustálý vývoj kapitálového trhu a společnosti jako celku s sebou přináší nové situace, se kterými právní úprava nepočítá. Pokud chceme nastítnit budoucí vývoj právní regulace insider trading, musíme identifikovat změny ve společnosti, ke kterým dochází a které mohou mít na dosavadní úpravu dopad.

Jednou z nejpodstatnějších změn je zcela určitě posun ve způsobu komunikace. Ačkoliv je odpovědnost za insider trading jasně aplikovatelná jak na hmotná, tak na nehmotná média, internet a jeho rozvoj pravděpodobně přinesou do stávající právní úpravy některé změny.

Představme si například, že se hackeři prolomí kódy, získají přístup do počítačového systému společnosti a použijí získané informace pro insider trading. Ačkoliv jejich jednání je zřetelně nezákonné, nebylo by porušením dosavadních předpisů regulujících insider trading. Podle teorie zpronevěry totiž musí mít pachatel důvěrný vztah ke zdroji informace. Předpisy by měly být změněny tak, aby byly aplikovatelné na všechny, kdo informaci odcizí, nikoli pouze zpronevěří.

Nové způsoby komunikace si rovněž vyžádají nové posouzení problematiky zveřejnění informace. Podstata insider trading je obchodování na základě nezveřejněné informace. V mnohých případech bylo řešeno, zda byla v době obchodování informace veřejně dostupná. Většina soudů zastává názor, že informace je zveřejněna v okamžiku, kdy byla veřejně rozšířena a investoři měli čas ji absorbovat. Rané případy se zaměřovaly na způsob rozšíření informace a rozlišovaly mezi veřejným a neveřejným poskytnutím informace. Jiné se zabývaly časovým obdobím mezi zveřejněním informace a provedením transakce a konstatovaly, že zaslávkami nemohou využít své výhody s předstihem informaci absorbovat a vyhodnotit a proto nelze okamžik odtajnění informace ztotožnit s jejím

zveřejněním ve smyslu úpravy insider trading. Další soudy zkoumaly okamžik zveřejnění informace z pohledu teorie efektivního trhu. Podle tohoto pohledu by byla informace zveřejněna v okamžiku, kdy se promítla do kursu cenného papíru. Informace sdělená prostřednictvím internetu je potenciálně dostupná milionům lidí, což je více než kolik lze oslovit pomocí Wall Street Journal a USA Today dohromady. Většina investující veřejnosti však internet nepoužívá při své každodenní činnosti, takže je tento způsob zveřejnění stále selektivní. Společnost by nemohla za zveřejněnou považovat takovou informaci, kterou prostě e-mailem zašle akcionářům, protože stále existují akcionáři, kteří nemají e-mailovou schránku. Další otázka vyvstane v případě, kdy je informace pouze uveřejněna na internetových stránkách společnosti. Toto zveřejnění je pasivní, investoři musí informaci v internetu sami vyhledat, nedorazí k nim prostřednictvím zpravodajských médií.

Zákon o insider trading a podvodech s cennými papíry z roku 1988 učinil odpovědnými za insider trading také osoby, které nesou odpovědnost za chování pachatelů. Následkem toho musí obchodní společnosti přijmout nová opatření za účelem kontroly elektronické komunikace společnosti. E-mail je častým nástrojem, který zaměstnanci používají pro předávání tipů. Některé makléřské společnosti zakazují zaměstnancům komunikovat se zákazníky prostřednictvím e-mailu. NYSE a NASDAQ doporučují svým členům, aby zakázali zaměstnancům komunikovat s okolím ze svých domácích počítačů nebo jiných počítačů, které společnost nemůže monitorovat. Společnosti také musí zabezpečit, aby se informace nedostala mimo jejich firemní síť, což je velmi těžké, protože během života společnosti dochází k legálnímu odhalování důvěrných informací ve směru k právníkům, konzultantům, analytikům a dalším osobám, které pro společnost pracují. Proto budou společnosti nuceny stanovit přesná pravidla komunikace, ve kterých vymezí oprávněné osoby stojící mimo společnost, které mohou důvěrné informace přijímat.

Je těžké předpovědět budoucí podobu úpravy insider trading v USA, protože její podoba závisí na mnoha faktorech. Jakákoliv zásadnější změna v právní úpravě obchodních společností, práv a povinností akcionářů, fungování trhu s cennými papíry a obchodní komunikace přinese nové otázky, se kterými se budou muset soudy a zákonodárci vypořádat. Rychlost, s jakou to dokáží, bude rozhodujícím kritériem při posuzování efektivity právní úpravy.

Lze předpokládat, že insider trading bude někdy úplně potlačen? Stěží. Předmětem zneužití je informace – nehmotná hodnota, která je velice těžko detekovatelná. Je rovněž těžké prokázat způsob jejího získání. Lze ji šířit bez ztráty její hodnoty a mnoha způsoby. Motivace k provozování insider trading je daná vysokými potenciálními zisky. Historie prokázala, že jakkoli vysoký trest za nezákonné chování tomuto chování nezabrání. Lidská vynalézavost ve službách chamtivosti je nezdolná. Stejně nezdolná bude muset být snaha neustále bojovat s novými způsoby zneužití informací na kapitálovém trhu.

Resume

This thesis deals with insider trading in the United States. In the first chapter, the term “insider trading” is explained and the discussion about whether it is a positive or a negative phenomenon is presented.

The second chapter deals with negative aspects of insider trading, presenting the main groups of damage insider trading can inflict. These include damage to the business company, damage to investors, damage caused by delayed communication of information to the capital market and damage to the effectiveness of the market. At the end, a conclusion is made, stating that the negative aspects of insider trading are far more serious than its possible positive contributions and therefore insider trading should be viewed as an activity that should be banned by the law.

The history and evolution of insider trading prohibition are discussed in chapter 3. The origins of the prohibition are traced back to common law of individual states and to the beginning of the 20th century. Then, the origins of the insider trading regulation on the federal level are described. The landmark cases *In re Cady, Roberts & Co.* and *Texas Gulf Sulphur* are discussed.

Chapter 4 is the main chapter of the thesis. The present insider trading regulation is described there. The chapter is divided into five subsections.

The first subsection deals with Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 and SEC rules 10b-5 and 10b5-1. The essential elements of the legal provisions are described and explained. The interpretation of the rules is illustrated on the most famous cases.

The second subsection discusses the “Misappropriation Theory” established by the landmark case *United States v. O’Hagan*.

The third subsection is dedicated to Rule 14e-3. This rule was established as an answer to insider trading activity connected with mergers and acquisitions.

The fourth subsection deals with sanctions for insider trading that are connected with the three above mentioned areas of insider trading.

The fifth subsection discusses Rule 16b, which is from the view of its construction a little different from the other regulations mentioned so far. This rule aims at surrendering “short-swing profit” to the business company. Short-term profit is defined as a profit made by a manager or director of a company by selling or purchasing the shares of the company in a period that is shorter than six months.

The conclusion in chapter 5 of the thesis summarizes the regulation and its continuous evolution. At the end, a new possible directions of insider trading evolution are suggested. The final questions whether insider trading can ever diminish is answered negatively.

Das Resümee

Diese Dissertation befasst sich mit dem Insider Trading in den USA. Der Begriff “insider trading” ist im ersten Kapitel erklärt. Hier wird auch die Diskussion darüber geführt, ob es ein positives oder negatives Phänomen ist.

Das zweite Kapitel befasst sich mit negativen Aspekten von Insider Trading, es präsentiert die Hauptgruppen von Schäden, die durch das Insider Trading verursacht werden können. Dazu gehören Schaden an Gesellschaft, Schaden für Investoren, Schaden verursacht durch verspätete Informationsvermittlung zum Kapitalmarkt und Schaden an der Markteffektivität. Als Schlussfolgerung wird dargestellt, dass die negativen Aspekte von Insider Trading den möglichen positiven Beiträgen überlegen. Deshalb soll das Insider Trading als Aktivität angesehen werden, die gesetzlich verboten werden sollte.

Die Historie und die Evolution des Insider Trading Verbotes sind im Kapitel 3 dargestellt. Die Anfänge des Verbotes stammen aus dem 20. Jahrhundert und er erschien in Gerichtsurteilen einzelner Staaten. Anschließend wird in diesem Kapitel die Herkunft der Insider Trading Regulation auf dem Federalniveau beschrieben. Es werden die Haupturteile *In re Cady, Roberts & Co.* und *Texas Gulf Sulphur* diskutiert.

Das vierte Kapitel ist das Hauptkapitel der Dissertation. Es wird hier der jetzige Stand der Insider Trading Regulation beschrieben. Das Kapitel gliedert sich in fünf Teile.

Der erste Teil befasst sich mit dem Paragraphen 10(b) von Securities and Exchange Act aus dem Jahre 1934 und Regeln der Wertpapierkommission Nr. 10b-5 und 10b5-1. Es sind hier die Hauptelemente dieser Rechtsbestimmungen beschrieben und erklärt.

Der zweite Teil schildert die Entwendungstheorie erstellt von dem Urteil United States v. O'Hagan.

Das Thema des dritten Teiles ist die Regel 14e-3. Diese Regel wurde als Antwort auf die Insider Trading Aktivität verbunden mit Fusion und Übernahme erstellt.

Der vierte Teil befasst sich mit Sanktionen, die mit den drei o.g. Hauptbereichen von Insider Trading verbunden sind.

Im fünften Teil wird die Regel Nr. 16b beschrieben. Sie hat einen anderen Aufbau als andere Regeln, die oben vorgestellt sind. Diese Regel ist auf Abgabe von kurzfristigem Profit ausgerichtet. Der kurzfristige Profit ist definiert als Gewinn eines Managers oder Direktors einer Gesellschaft, der durch Verkauf oder Einkauf von Aktien der Gesellschaft binnen einer Periode kürzer als sechs Monate erreicht wird.

Der Beschluss im fünften Kapitel der Dissertation fasst die Regulation und ihre endlose Evolution zusammen. Zum Schluss wird eine neue mögliche Ausrichtung der Insider Trading Evolution angedeutet. Die Frage, ob das Insider Trading mal verschwinden wird, wird negativ beantwortet.

Literatura a případy

Literatura:

Adamson, J.E.: Basic Law and the Legal Environment of Business, Irwin, 1994

Bagby, J.W.: The Evolving Controversy Over Insider Trading, American Business Law Journal 1984

Bainbridge, S.E.: Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999

Bainbridge, S.E.: Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal

Insider Trading Prohibition, 52 Washington & Lee Law Review č. 1189, 1995

Black, H.C.: Blackův právnický slovník, 6. vydání, Victoria Publishing, 1993

Clark, L. S.: Law and Business: The Regulatory Environment, Third Edition, McGraw-Hill Inc., 1991, s.466

Clark, R.C.: Firemní právo, Victoria Publishing, 1992, Firemní právo, s. 342

Cox, Ch. C. & Fogarty, K. S.: Bases of Insider Trading Law, 49 Ohio State Law Journal, 353 (1988)

Hazen, T.L.: The Law of Securities Regulation, Third Edition, West Publishing Co., 1996, s. 724

Important Information about EDGAR, Internet: <http://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm>

Klayman, E.J. a kol.: Irwin's Business Law, Concepts, Analysis, Perspectives, Irwin, 1994, 967

Manne, H.: Insider Trading and Law Professors (1970)

Ratner, D.L.: Securities Regulation, 6. vydání, West Publishing Co., 1996, s.123

Schotland, Unsafe at Any Price: A Reply to Manne (1967)

Wilgus, H.L.: Purchase of Shares of a Corporation by a Director from a Shareholder, 8 Michigan Law Review, 267 (1910)

Případy:

Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980)

Affiliated Ute Citizen v. United States, 406 U.S. 128 (1972)

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975)

Brophy v. Cities Service Co., 70 A.2d 5 (Del.Ch. 1949)

Carpenter v. Danforth, 52 Barb. 581, 589 (N.Y.Sup.Ct. 1868)

Carpenter v. United States, 484, U.S. 19 (1987)

Central Bank of Denver v. First Interstate Bank, 511 U.S. 164 (1994)

Diamond v. Oreamuno, 248 N.E.2d 910 (N.Y. 1969)

Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983)

Financial Indus. Fund. v. McDonnell Douglas Corp. (U.S. 1973)

Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities, 423 U.S. 418 (1972)

Freeman v. Decio, 584 F.2d 186 (7th Cir. 1978)

Goodwin v. Agassiz, 186 N.E. 659 (Mass.1933)

Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)

In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961)

In re Worlds of Wonder Securities Litigation, [1990-1991 Trans. Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,689 (N.D.Cal. 1990)

Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D.Pa.1946)

Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp., 411 U.S. 582 (1973)

Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F.Supp 1504,1517 (S.D.N.Y.1989)

Moss v. Morgan Stanley, Inc. 719 F.2d 5, 10 (2d Cir. 1983), cert. denied, 486 U.S. 1025 (1984)

United States v. Libera, 989 F. 2nd 596 (2d Cir. 1993), cert. denied, 510 U.S. 976 (1993)

Oliver v. Oliver, 45 S.E. 232 (Ga. 1903)

Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co., 404 U.S. 418 (1972)

Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977)

SEC v. Adler, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998)

SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 186 (1963)

SEC v. Commonwealth Chem. Sec., Inc., 574 F. 2d 90,99-100 (2d Cir.1978)

SEC v. Chenery Corp., 318 U.S. 80, 85-86 (1943)

SEC v. Lund, 570 F.Supp. 1937 (C.D. Cal. 1983)

SEC v. Switzer, 590 F. Supp. 756 (W.D.Okla.1984)

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968, cert. denied, 394 U.S. 976 (1969)

Schein v. Chasen (Fla. 1975)

Schreiber v. Burlington Northern Inc., 472 U.S. (1985)

Strong v. Repide, 213 U.S. 419 (1909)

Superintendent of Insurance v. Bankete Life & Cas. Co., 404 U.S. 6, 13 n. 9 (1971)

United States v . Bryan, 58 F.3d 933 (4th Cir. 1995)

United States v. Chestman, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991)

United States v. Newman, 664 F.2d 12 (2d Cir. 1981), cert. denied, 464 U.S. 863 (1983)

United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 117 S.Ct. 2199 (1997)

United States v. Teicher, 987 F.2d 112(2d Cir 1993)

United States v. Willis, 737 F.Supp 269 (S.D.N.Y. 1990)

Walton v. Morgan Stanley & Co., 623 F. 2d 976 (2d Cir. 1980)

[1] Clark, R.C.: Firemní právo, Victoria Publishing, 1992, s. 332

[2] <http://www.sec.gov/divisions/enforce/insider.htm>

[3] Klayman, E.J. a kol.: Irwin's Business Law, Concepts, Analysis, Perspectives, Irwin, 1994, 967

[4] Securities and Exchange Act of 1934

[5] Bagby, J.W.: The Evolving Controversy Over Insider Trading, American Business Law Journal 1984, č. 24, s. 561

[6] Angl. „Emolument Theory“

[7] Klayman, E.J. a kol.: Irwin's Business Law, Concepts, Analysis, Perspectives, Irwin, 1994, s. 968

[8] Klayman, E.J. a kol.: Irwin's Business Law, Concepts, Analysis, Perspectives, Irwin, 1994, s. 968

[9] SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. (1968)

[10] Schein v. Chasen (Fla. 1975)

[11] Clark, R.C.: Firemní právo, Victoria Publishing, 1992, s. 336

[12] Viz Schotland, Unsafe at Any Price: A Reply to Manne (1967) – kolísání obchodní aktivity si musí každý investor interpretovat na vlastní nebezpečí, protože jinak by mohlo do zákonných práv být vneseno příliš mnoho obyčejných očekávání.

[13] Schotland, Unsafe at Any Price: A Reply to Manne (1967)

[14] „Primární trh“ je trh, na kterém společnosti získávají nový kapitál cestou vydávání akcií. Obchodování s již existujícími cennými papíry se uskutečňuje na „sekundárních“ trzích.

[15] Informace se rozdělují na ty, které souvisí s aktivy nebo příjmy společnosti, a na „tržní“ informace (např. že společnost se stala předmětem veřejné nabídky) Viz Chiarella v. United States (1980)

[16] Clark, R.C.: Firemní právo, Victoria Publishing, 1992, s. 339

[17] Zákon o obchodování s cennými papíry, verze č. 34 – 8995 (1970)

[18] Manuál společností A-8, American Stock Exchange Co. Guide §401-05

[19] Financial Indus. Fund. v. McDonnel Douglas Corp. (U.S. 1973)

[20] Id. str. 521-522

[21] Clark, R.C.: Firemní právo, Victoria Publishing, 1992, Firemní právo, s. 342

[22] Viz obecně H. Manne, Insider Trading and the Stock Market (1966)

[23] Manne: Insider Trading and Law Professors (1970)

[24] H.L. Wilgus, Purchase of Shares of a Corporation by a Director from a Shareholder, 8 Mich. L. Rev. 267 (1910)

[25] Carpenter v. Danforth, 52 Barb. 581, 589 (N.Y.Sup.Ct. 1868)

[26] Oliver v. Oliver, 45 S.E. 232 (Ga. 1903)

[27] Strong v. Repide, 213 U.S. 419 (1909)

[28] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 10

[29] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 10

[30] Goodwin v. Agassiz, 186 N.E. 659 (Mass.1933)

[31] Goodwin v. Agassiz, 186 N.E. 659 (Mass.1933)

[32] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 14

[33] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 14

[34] Svěřenská povinnost je závazek osoby spravující majetek nebo jiné hodnoty jednat především ve prospěch určitých jiných osob v otázkách, které se spravovanými hodnotami souvisí. - Black, H.C.: Blackův právní slovník, 6. vydání, Victoria Publishing, 1993, s. 585

[35] Odvozená žaloba (*derivative litigation*) je institutem umožňujícím podat akcionáři žalobu za účelem nápravy křivdy způsobené společností. Společnost je účastníkem řízení a vynesené rozhodnutí je rozsudkem proti třetí osobě ve prospěch společnosti. Žaloba je žalobou odvozenou, když je založena na prvotním právu společnosti, které je uplatňováno v její prospěch akcionářem, protože společnost na základě svého prvotního práva nejednala.

[36] Diamond v. Oreamuno, 248 N.E.2d 910 (N.Y. 1969)

- [37] V oblasti insider tradingu neznamená slovo „zisk“ pouze navýšení majetku. Je zde také možné profitovat tím, že se obchodující vyhne ztrátě. Soudy posuzovaly použití vnitřní informace pro účely vyhnutí se ztrátě po právní stránce zcela shodně jako její použití pro vytvoření zisku v obvyklém smyslu slova.
- [38] Např. Freeman v. Decio, 584 F.2d 186 (7th Cir.1978); Schein v. Chasen, 313 So.2d 739, 746 (Fla.1975)
- [39] Brophy v. Cities Service Co., 70 A.2d 5 (Del.Ch. 1949)
- [40] Angl. „agency law“
- [41] Restatement je mnohosvazková práce Amerického ústavu práva obsahující platné zákony v určité oblasti, jejich novely a náměty, jakým směrem by se měly, podle názoru autorů (nejvýznamnějších vědců v daném odvětví) vyvíjet. - Black, H.C.: Blackův právní slovník, 6. vydání, Victoria Publishing, 1993, s. 1213
- [42] Freeman v. Decio, 584 F.2d 186 (7th Cir. 1978)
- [43] Securities and Exchange Act of 1934
- [44] Adamson, J.E.: Basic Law and the Legal Environment of Business, Irwin, 1994, s. 548
- [45] SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 186 (1963)
- [46] Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 n. 10 (1983)
- [47] Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 234-35 (1980)
- [48] Krátkodobým ziskem (Short swing profit) je dle §16(b) SEA zisk plynoucí z nákupu a prodeje cenných papírů uskutečněných v časovém úseku, který není delší než šest měsíců.
- [49] Jedná se o ředitele a manažery společnosti a vlastníky více jak 10% kmenových akcií společnosti
- [50] Tzn. registrované cenné papíry
- [51] Clark, R.C.: Firemní právo, Victoria Publishing, 1992, s. 385
- [52] In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961)
- [53] „disclose or abstain“ rule
- [54] Goodwin v. Agassiz, 186 N.E. 659 (Mass.1933)

[55] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 42

[56] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 46

[57] Komise pro cenné papíry (Securities and Exchange Commission, dále SEC) je nezávislá státní instituce, kterou zřídil Kongres zákonem o obchodování s cennými papíry v roce 1934, aby zajistila důsledné uplatnění federálních zákonů upravujících cenné papíry. Kongres zplnomocnil Komisi, aby k zákonům o cenných papírech doplňovala různá pravidla a ustanovení, mezi kterými jsou například v této práci diskutovaná pravidla 10b-5 a 14e-3, která se týkají insider trading. Kongres rovněž zplnomocnil Komisi k vyšetřování případů porušování zákonů o cenných papírech a k podávání žalob proti osobám podezřelým z tohoto porušování. Většina žalob ve věcech insider trading je vyřizována Výkonným oddělením SEC (Division of Enforcement), což je oddělení, které má na starost vedení soudních sporů kterých se SEC účastní.

[58] Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)

[59] Dirks v. SEC 463 U.S. 646 (1983)

[60] Implikované právo je právo v právním předpisu výslovně neuvedené, které je nutné nebo obvyklé k tomu, aby mohlo být vykonáváno hlavní právo výslovně přiznané zákonem.

[61] Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D.Pa.1946)

[62] Superintendent of Insurance v. Bankete Life & Cas. Co., 404 U.S. 6, 13 n. 9 (1971)

[63] Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 380 (1983)

[64] Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975)

[65] SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968, cert. denied, 394 U.S. 976 (1969))

[66] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 33

[67] V případech, kdy je úmyslně podána zavádějící informace, mohou být skutečnosti, že se investor spolehl na informace a na jejich základě obchodoval, předpokládány na základě tzv. teorie „podvodu na trhu“. Vyvratitelná domněnka na základě této teorie vzniká v případě, kdy žalobce prokáže, že žalovaný zveřejnil nepravdivé informace, obchod s cenným papírem proběhl na dotčeném trhu a žalobce obchodoval v době mezi uveřejněním nepravdivých informací a odhalením pravdy. Viz. Basic Inc. V. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

[68] Affiliated Ute Citizen v. United States, 406 U.S. 128 (1972)

[69] Angl. Securities Act of 1933

[70] Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980);

[71] Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977)

[72] Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 479 (1977)

[73] Central Bank of Denver v. First Interstate Bank, 511 U.S. 164 (1994)

[74] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 33

[75] Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)

[76] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 50

[77] Dirks v. SEC 463 U.S. 646 (1983)

[78] Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 654-55 (1983)

[79] Dirks v. SEC, 463 U.S., 653 (1983)

[80] Dirks v. SEC, 463 U.S., 653

[81] United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997)

[82] SEC v. Chenery Corp., 318 U.S. 80, 85-86 (1943)

[83] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 50

[84] Např. United States v. Libera, 989 F. 2nd 596 (2d Cir. 1993), cert. denied, 510 U.S. 976 (1993)

[85] Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977)

[86] Charles C. Cox. & Kevin S. Fogarty: Bases of Insider Trading Law, 49 Ohio St. L.J. 353 (1988)

[87] Stephen M. Bainbridge: Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition, 52 Washington & Lee Law Review č. 1189, 1995

[88] SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 848 (2d Cir), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969)

[89] Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 232 (1980)

[90] Moss v. Morgan Stanley, Inc. 719 F.2d 5, 10 (2d Cir. 1983), cert. denied, 486 U.S. 1025 (1984)

[91] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 69

[92] Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 655 n. 14 (1983)

[93] SEC v. Lund, 570 F.Supp. 1937 (C.D. Cal. 1983)

[94] Walton v. Morgan Stanley & Co., 623 F. 2d 976 (2d Cir. 1980)

[95] Viz např. Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 662 n. 22 (1983), United States v. Chestman, 947 F. 2d 551, 567-68(1991)

[96] Clark, Lawrence S.: Law and Business: The Regulatory Environment, Third Edition, McGraw-Hill Inc., 1991, s.466

[97] SEC v. Switzer, 590 F. Supp. 756 (W.D.Okla.1984)

[98] United States v. Chestman, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991)

[99] United States v. Chestman, 947 F. 2d 551, 567 (2d Cir. 1991)

[100] United States v. Willis, 737 F.Supp 269 (S.D.N.Y. 1990)

[101] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 81

[102] Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

[103] Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

[104] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 86

[105] United States v. Teicher, 987 F.2d 112(2d Cir 1993)

[106] SEC v. Adler, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998)

[107] In re Worlds of Wonder Securities Litigation, [1990-1991 Trans. Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95,689 (N.D.Cal. 1990)

[108] Angl. „Implied covenant of good faith“

[109] Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F.Supp 1504,1517 (S.D.N.Y.1989)

[110] U.S. Securities and Exchange Commission Passes New Insider Trading Rules, http://www.whitecase.com/memo_SEC_insider_trading_rules.html

[111] Angl. „Misappropriation Theory“

[112] Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 240 (1980) (Burger, C.J., dissenting)

[113] United States v. Newman, 664 F.2d 12 (2d Cir. 1981), cert. denied, 464 U.S. 863 (1983)

[114] Carpenter v. United States, 484, U.S. 19 (1987)

[115] United States v. Bryan, 58 F.3d 933 (4th Cir. 1995)

[116] United States v. O'Hagan, 92 F.3d 612 (8th Cir. 1996), rev'd, 521 U.S. 642 (1997)

[117] Certiorari – lat. „být informován“ (o něčem). Writ(příkaz) podle common law vydaný soudem vyšší instance, který požaduje, aby soud nižší instance předložil ověřený protokol (soudní spis) týkající se určité jím rozsouzené věci. Účelem tohoto writu je umožnit přezkoumání postupu soudu nižší instance soudem vyšším, který posoudí, zda došlo k porušení procesních pravidel. Tento writ se většinou užívá k infomování Nejvyššího soudu USA, který, užívaje writu certiorari jako nástroje své pravomoci, rozhodne, který případ přezkoumá. – Black, H.C.: Blackův právní slovník, 6. vydání, Victoria Publishing, 1993, s. 218

[118] Central Bank of Denver v. First Interstate Bank, 511 U.S. 164 (1994)

[119] United States v. O'Hagan, 92 F.3d 612, 618 (8th Cir. 1996), rev'd, 521 U.S. 642 (1997)

[120] United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 117 S.Ct. 2199 (1997)

[121] Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994)

[122] Situace, kdy korporace dá investičním bankám avízo o svém úmyslu vypsát nabídkové řízení a banky pak mohou nakoupit akcie cílové společnosti ještě před zveřejněním nabídkového řízení, v důsledku čehož se zvýší kurz akcií. - Black, H.C.: Blackův právní slovník, 6. vydání, Victoria Publishing, 1993, s. 1443

[123] Schreiber v. Burlington Northern Inc., 472 U.S. (1985)

[124] United States v. O'Hagan, 521 U.S., 117 S.Ct. 2199, 2214-19 (1997)

[125] Původně se jednalo o pokutu 1 milion dolarů, případně 2,5 milionu pro právnickou osobu a trest odnětí svobody byl stanoven na až deset let. Změna byla provedena zákonem Sarbanes-Oxley Act z roku 2002, který byl přijat po vlně krachů mohutných společností, jako byly Enron a Worldcom.

[126] SEC v. Commonwealth Chem. Sec., Inc., 574 F. 2d 90,99-100 (2d Cir.1978)

[127] Angl. „Insider Trading Sanctions Act of 1984“

[128] Angl. „Insider Trading and Securities Fraud Act of 1988“

[129] Moss v. Morgan Stanley, 719 F.2d 5 (2d Cir. 1983)

[130] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 124

[131] Hazen, T.L.: The Law of Securities Regulation, Third Edition, West Publishing Co., 1996, s. 724

[132] Ratner, D.L.: Securities Regulation 6th Ed., West Publishing Co., 1996, s.123

[133] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999, s. 176

[134] Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp., 411 U.S. 582 (1973)

[135] Paragraf 7 Claytonova zákona, U.S. 15, §18 zakazuje jedné společnosti získávat akcie ve druhé společnosti „když účinek takové akvizice může způsobit podstatné snížení konkurence v jakémkoli odvětví obchodu nebo jakékoliv činnosti ovlivňující obchod v kterékoliv části země, nebo má tendenci vytvářet monopol.“

[136] Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co., 404 U.S. 418 (1972)

[137] Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities, 423 U.S. 418 (1972)

[138] Important Information about EDGAR, <http://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm>

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

Další články:

- [Limit energetické pravomoci Evropské unie aneb „energetická práva“ členských států](#)
- [Problematika insider trading v právu USA](#)