

1. 8. 2006

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

# Problematika insider trading v právu USA

Základní podmínkou existence a fungování kapitálového trhu je kromě dostatečného množství informací zároveň důvěra investorů. Nezbytnou součástí této důvěry musí být přesvědčení, že informace ovlivňující investiční rozhodování jsou všem investorům zpřístupňovány ve stejný okamžik. Pokud některé osoby získají důležité informace dříve, je třeba zajistit, aby tyto informace nevyužily k obchodování, dokud se s nimi neseznámí investorská veřejnost.

Univerzita Karlova  
Právnická fakulta  
Katedra obchodního práva

Disertační práce  
PROBLEMATIKA INSIDER TRADING V PRÁVU USA

Doktorand:  
Mgr. Daniel Novotný  
Husova 322  
506 01 Jičín

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 Důvodnost zákazu insider trading
2. Negativní dopady insider trading
  - 2.1 Škody způsobované emitentem
  - 2.2 Škoda způsobená investorům následkem obchodní aktivity zaskvěrenců
  - 2.3 Poškození kapitálového trhu odkládáním zveřejnění informace
    - 2.3.1 Bezodkladné zveřejnění jako ideál
    - 2.3.3 Insider trading a efektivnější stanovení cen
  - 2.4 Poškození efektivity trhu způsobené přivlastňováním tajných zisků
  - 2.5 Závažnost soukromé regulace
  - 2.6 Shrnutí negativních dopadů insider trading
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 trading 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
  - 4.1 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 Svěrenecká povinnost
    - 4.1.9 Problém způsobený rozhodnutím Santa Fe
    - 4.1.10 Přímí zaslání
    - 4.1.11 Nepřímí zaslání
    - 4.1.12 Poskytovatelé a příjemci tipu
    - 4.1.13 Netradiční vztahy
    - 4.1.14 Informace
      - 4.1.14.1 Kurzotvornost
      - 4.1.14.2 Neveřejnost informace
    - 4.1.15 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 Paragraf 16(b)
    - 4.4.1 Nekonvenční transakce
    - 4.4.2 Rozdílný přístup
    - 4.4.3 Oznamování uskutečněných transakcí a EDGAR
  - 4.5 Corporate Governance
    - 4.5.1 Pojem corporate governance
    - 4.5.2 Kodexy corporate governance
    - 4.5.3 Obsah kodexů
    - 4.5.4 Kodexy corporate governance v USA
    - 4.5.6 Insider trading a pravidla corporate governance stanovená organizátory regulovaných trhů v USA
    - 4.5.7 NYSE
  - 4.6 Povinnost emitenta zveřejnit vnitřní informaci
    - 4.6.1 Zákaz selektivního sdělení informace
  - 4.7 Sankce za insider trading
- 5. Srovnání s právní úpravou v ČR
  - 5.1 Stav české odborné literatury v oblasti insider trading
  - 5.2 Prameny úpravy
  - 5.3 Vnitřní informace

- 5.3.1 Přesnost
- 5.3.2 Vztah informace k investičnímu nástroji
- 5.3.3 Neveřejná povaha vnitřní informace
- 5.3.4 Kurzotvornost
- 5.4 Zасvěcené osoby
  - 5.4.1 Primární zasvěcenci
  - 5.4.2 Sekundární zasvěcenci
  - 5.4.3 Ostatní zasvěcenci
- 5.5 Zákaz užití vnitřní informace a povinnost mlčenlivosti
  - 5.5.1 Zákaz využití vnitřní informace
  - 5.5.2 Poskytnutí tipu
  - 5.5.3 Povinnost mlčenlivosti
- 5.6 Povinnosti emitenta v souvislosti s vnitřními informacemi
  - 5.6.1 Manažerské obchody
- 5.7 Sankce za insider trading
- 5.8 Shrnutí
- 6. Závěr
- Resume
- Literatura a případy
- Literatura:
- Případy:

## 1. Úvod

Základní podmínkou existence a fungování kapitálového trhu je kromě dostatečného množství informací zároveň důvěra investorů. Nezbytnou součástí této důvěry musí být přesvědčení, že informace ovlivňující investiční rozhodování jsou všem investorům zpřístupňovány ve stejný okamžik. Pokud některé osoby získají důležité informace dříve, je třeba zajistit, aby tyto informace nevyužily k obchodování, dokud se s nimi neseznámí investorská veřejnost.

Shora popsaný ideál je v praxi těžko dosažitelný. Na kapitálovém trhu neustále dochází k nelegálním transakcím, které shora uvedenou důvěru oslabují. Tyto praktiky jsou souhrnně označovány jako insider trading.

### 1.1 Pojem insider trading

Pod pojmem insider trading (jinak též spekulace zasvěcenců, zneužívání vnitřních informací) je třeba rozumět tu skupinu obchodů, ve kterých osoba kupuje nebo prodává cenné papíry týkající se nějaké společnosti s využitím důvěrných kurzotvorných 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 a potenciální kupci cenných papírů této společnosti. „Kurzotvorností“ 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.<sup>[1]</sup> Osoba, která kupuje nebo prodává na základě neveřejných kurzotvorných informací, se obvykle nazývá zasvěcenec (insider, zasvěcená osoba) a většinou se jedná o ředitele, manažera, významného akcionáře společnosti nebo osobu, která od nich důvěrnou informaci obdržela (příjemce tipu), což často bývají členové rodiny, přátelé, případně obchodní partneři.<sup>[2]</sup>

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 jisté 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 popsaná jednání, ke kterým v současnosti v souvislosti s obchodováním s cennými papíry dochází. V jejím závěru bude provedeno porovnání s právní úpravou zákazu zneužití vnitřních informací v České republice. V rámci komparace budou navržena zpřesnění a doplnění české úpravy, která budou vycházet ze zkušeností amerického právního řádu. Navržené změny mají za cíl zefektivnit českou právní úpravu a předejít problémům, se kterými se americká právní úprava během své téměř stoleté historie musela obtížně vypořádat.

## 1.2 Důvodnost zákazu insider trading

Ohledně účelnosti a potřebnosti regulace insider trading probíhá mezi ekonomy, právníky a odborníky na kapitálový trh nikdy nekončící debata.<sup>[3]</sup> Existují argumenty pro i proti zákazu. Oponenti restrikce argumentují tím, že pobídky a výsledky jistých forem insider trading jsou pro trh prospěšné. Teoretici, kteří jsou pro zákaz insider trading, uvádějí, že tato praxe je nepoctivá, neslučuje se s běžnými standardy svěrečenských 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 trading v §16b zákona o obchodování s cennými papíry z roku 1934<sup>[4]</sup>, bylo vytvořeno, aby zabránilo „těm nejhorším praktikám, které znamenají naprosté porušení svěrečenské povinnosti ze strany zaměstnanců a vedoucích pracovníků“.<sup>[5]</sup> Investoři očekávají rovné a spravedlivé podmínky na trhu. Výhody, které plynou zasvěcencům z obchodů na základě nezveřejněných kurzotvorných 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 nahlízejí 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 kurzotvorný vliv. Zveřejnění nepříznivé informace by vyústilo v nižší cenu, příznivá informace by přinesla její nárůst. Škody způsobené opožděným zveřejněním jsou jedním z dopadů insider trading, kterým by legislativa měla zabránit.

Oponenti regulace obchodování také argumentují tím, že ke ztrátě důvěry by došlo pouze ve vztahu ke konkrétnímu dotčenému emitentovi, 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 zasloučenci mohou těžit z insider trading stejně jako ti produktivní. Za čtvrté, teorie by umožnila obchodovat zasloučencům, 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 trading. Tyto námitky jednoznačně prokazují, že teorie „funkčních požitků“ má značné logické trhliny.[\[7\]](#)

Další teorie naznačující užitečnost insider trading 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 zasloučenců 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 zasloučenců. Rovněž fungování společnosti je efektivnější, pokud uvnitř nedochází k manipulaci s tokem informací za účelem osobního prospěchu.[\[8\]](#)

Ze shora uvedeného je zřejmé, že negativní dopady insider trading jasně převažují nad těmi

pozitivními. Domnívám se, že diskuse ohledně důvodnosti zákazu s největší pravděpodobností již skončila, insider trading je celosvětově vnímán jako nežádoucí zneužívání kapitálového trhu a jeho zákaz je zcela důvodný.

## 2. Negativní dopady insider trading

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

### 2.1 Škody způsobované emitentem

První teorie zastává názor, že insider trading poškozuje emitenta dotčených cenných papírů. Ve většině případů ovšem zneužití vnitřní informace a s ním spojené období utajování dobré a špatné firemní zprávy podnikání emitenta přímo nepoškozuje, jak koneckonců ukazuje i příklad se společností X uvedený v první kapitole této práce.

Existují názory, že období utajování, způsobené zaměstnanci emitenta, kteří se chtějí obohatit nelegálními obchody, může ve skutečnosti emitentovi pomoci tím, že udržuje informační výhodu před konkurenty nebo před osobami, se kterými bude společnost projednávat obchody. Těžební společnost, která právě objevila na pozemku měď, může například legitimně chtít 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 týkající se insider trading, která by vyžadovala, aby emitent nebo osoby s ním úzce spojené 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 nezabaví emitenta výnosné příležitosti. Současně normy o zákazu zneužití vnitřních informací dávají osobám úzce spojeným se společností na výběr, zda kurzotvornou 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? Akcionáři stojící mimo společnost, 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 devalvaci akcií společnosti a překážet úsilí společnosti financovat nové projekty. Ačkoliv v tomto názoru je racionální jádro, není jasné, zda je tento předpokládaný dopad insider trading v praxi obvyklý a významný. Komentátoři a soudy většinou nezdůvodňují normy namířené proti zneužívání vnitřních informací na základě teorie, že takový obchod škodí společnosti.[\[10\]](#)

Další teorie o možném poškození emitenta tvrdí, že manažeři mohou vést své společnosti do neúměrně vysokého rizika svou dychtivostí po vysokých osobních ziscích z akciových obchodů. Tento negativní jev byl již popsán 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 škodu může emitent utrpět následkem toho, že manažeři budou své společnosti vést špatně, s cílem levně koupit akcie poté, co stlačí jejich cenu dolů. Takoví manažeři by si však sami pod sebou

podřezávali větev, protože by získali 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 zaskvěnců

Druhá skupina teorií tvrdí, že insider trading zavádí a klame některé lidi obchodující s akciemi společnosti v období utajování informace. V rámci příkladu se společností X uvedeného v minulé kapitole 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 způsobila rychlý růst ceny akcií.[\[12\]](#)

Otázka vhodná k 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 zaskvěnec 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 může být způsobena zvýšením úrovně obchodní aktivity zaskvěnců, negativně poznamenán praktickými a zásadními potížemi. Ten, kdo by způsobování takové škody 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. Rozšířený právní názor tvrdí, že fluktuaci obchodní aktivity si musí investoři interpretovat na vlastní nebezpečí, protože jinak by mohlo do zákonných práv být vneseno příliš mnoho obyčejných očekávání. [\[13\]](#)

## 2.3 Poškození 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 nelegálních obchodů 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 lze nalézt 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 je běžné na efektivním a dobře fungujícím kapitálovém trhu. Proto je potřeba považovat za poškozené následkem insider trading všechny akcionáře, kteří obchodovali v době utajování zralé informace opačně než zaskvěnec. V případě společnosti X, použité jako příklad v předchozí kapitole, by to znamenalo na všechny, kteří prodávali akcie v patnáctidenním období, kdy se generální ředitel společnosti snažil skupovat akcie pro sebe. V případě negativní zprávy jsou to všichni ti, kdo kupovali akcie společnosti

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 druhé skupiny 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 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 teorie 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 vyžaduje odlišné chápání svěreneckých povinností zasloucenců, které tak exitustují 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 nelegálním obchodem provedeným na základě vnitřních informací. Je to perspektiva získání osobního prospěchu z insider trading, která vytváří konstantní tlak na zasloucence a ovlivňuje rozhodování emitenta o odložení oficiálního zveřejnění firemních informací. Insider trading tak cestou systematického liknavého zveřejňování nepřímo způsobuje škodu obchodujícím akcionářům.

Abychom mohli zhodnotit tuto teorii, 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**

Odpověď na tuto otázku, proč je bezodkladné zveřejňování ideální, lze formulovat v kontextu efektivity a spravedlnosti. Pokud jde o efektivitu, včasnější zveřejňování informací 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.<sup>[14]</sup> 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 pomocí přesných informací, Y získá bankovní úvěr snadněji a její manažeři, kteří mají osobní zájem v akciových pobídkových schématech, získají 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.

Argument tvrdící ideálnost včasného zveřejňování v kontextu spravedlnosti má dvě úrovně. Promptní zveřejňování kurzotvorné firemní informace by mělo být pravidlem, 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 přirozené realizovat tento princip rovného přístupu normou promptního zveřejnění.[16]

Kdyby se někdo teoreticky staral jen o to, aby bylo se všemi investory zacházeno 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 kurzotvornou informaci simultánně všem akcionářům a potenciálním investorům ve třináctý den poté, co informace dozraje pro zveřejnění“? Nebo „Každá společnost může rozhodnout, kdy uvolní kurzotvornou informaci, pokud tuto informaci uvolní pro všechny investory současně“? Většina takových systémů 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, za potřebné dále se šířit o samotném ideálu rovnosti. Pro ně je prostě evidentně nespravedlivé, aby někteří investoři (zasvěcenci a příjemci jejich tipů) měli privilegovaný 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 Insider trading a efektivnější 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 zasvěcenci 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 zasvěcence, 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 zasvěcenci motivováni nadějí na výjimečné zisky z insider trading, 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 Poškození efektivity trhu způsobené přivlastňováním tajných zisků

Čtvrtý názor tvrdí, že insider trading škodí ekonomické efektivitě, jelikož se rovná tomu, co svěřenecké 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 zasvěcenci připraví nezasvěcené osoby, velká. Kdyby zákon povolil zisky z insider trading, 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 akcionářů stojících mimo společnost 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.

Není však přesně známo, jaký je rozsah škody. Každý analytik má dost prostoru pro 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.<sup>[17]</sup> 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 trading, 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 zařídít, 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 trading většinu zisku, ale když risk nevyjde, mohou nechat akcionáře, aby nesli ztrátu. Zasvěcenci mohou také zařídít, aby společnost uhradila náklady na držení 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 trading 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. Dala by se položit otázka, proč společnosti obvykle neuzavírají kontrakty namířené proti podvodu a krádeži. Jedním z důvodů, proč je třeba se zneužíváním vnitřních informací 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 předcházející analýza je správná: Insider trading obvykle způsobuje jen malou evidentní nebo významnější přímou škodu společností, s jejichž 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 trading 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 trading 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 trading jej investorská společnost obecně považuje za neetický a nesprávný.

## 2.6 Shrnutí negativních dopadů insider trading

Nejlepší argumenty proti tolerování insider trading 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. Jeho historický vývoj 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 státním common law týkajícím se problematiky insider trading a počátky regulace na federální úrovni.

## 3.1 Státní common law regulující insider trading

Jak již bylo řečeno shora, počátky regulace insider trading 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.“<sup>[18]</sup> Odpovědnost ve vztahu ke kurzotvorným 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...“<sup>[19]</sup>

Druhým názorem a prvním váhavým krokem k dnešní metodě právní úpravy bylo rozhodnutí přijaté v roce 1903 v případě *Oliver v. Oliver*<sup>[20]</sup>, 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* kurzotvorné informace.

Třetí přístup nabídl Nejvyšší soud USA v případě *Strong v. Repide*<sup>[21]</sup>. Nejvyšší soud v rozsudku konstatoval, že obecná povinnost vedoucích pracovníků informovat akcionáře o veškerých kurzotvorných 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 kurzotvorné 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.<sup>[22]</sup>

Slabým místem 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 kurzotvornými 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. [23]

### **3.1.2 Obchody na kapitálovém trhu**

Obě pravidla, tedy pravidlo o „povinnosti odhalit vše kurzotvorné“ 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 trading 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*. [24] 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 své 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 kurzotvorné 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 kurzotvorné 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 kurzotvorné informace. Federální právo však o několik let později zaujalo názor zcela opačný, proto 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.“ [25]*

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 výtká směřuje k argumentaci ohledně „složitě 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 trading požaduje po vedoucích pracovnících pouze zveřejnit podstatné kurzotvorné informace před tím, než uskuteční obchod. Pokud tak nemohou učinit, jsou povinni se zdržet obchodování.

Vnitřní předpisy společností mohou dále omezit vedoucí pracovníky v obchodování s cennými papíry pouze na určitá časová období, kdy není pravděpodobnost, že existuje nějaká významná nezveřejněná kurzotvorná 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. [26]

### **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 trading. V dnešní době tedy její stav, až na jednu níže diskutovanou výjimku, odpovídá konci třicátých let minulého století. [27]

### **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 svěreneckou povinnost [28] 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 zaslávence prostřednictvím odvozených žalob. [29]

Ve všech doposud diskutovaných případech žaloval žalobce vlastním jménem za účelem přiznání náhrady za škodu, která mu byla způsobena obchodem se zaslávencem. 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 lze ilustrovat na jednom z nejznámějších případů, a to *Diamond v. Oreamuno* [30]. 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 společnost IBM zdražila své služby, nemohla MAI toto zdražení 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. [31] 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 zavrhla. [32]

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 zasloučencům. Rozhodnutí Kancléřského soudu státu Delaware ve věci *Brophy v. Cities Service Co.* [33] a právní úpravu problematiky zastupování. (Vztahy mezi společnostmi a jejich vedoucími pracovníky jsou postaveny na právní úpravě institutu zastoupení. [34]) Jak z dalšího rozboru vyplyne, ani jeden neposkytl pro rozhodnutí příliš pevnou půdu.

V případě *Brophy* obchodoval zasloučenec 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 zasloučence 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 zasloučence 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 trading 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 svěreneckou 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 trading 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[35]. Oproti tomu samotný text paragrafu 388 hovoří pouze o ziscích získaných „v souvislosti s transakcemi prováděnými [osobami jednajícími za společností] 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*[36], ve kterém soud odmítl přístup k insider trading 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 předmětem výkladu v následujících kapitolách.

## **3.2 Základy zákonné úpravy insider trading na federální úrovni**

Současná federální úprava insider trading má svůj zákonný podklad ve federálních zákonech regulujících cenné papíry, především v zákoně o obchodování s cennými papíry z roku 1934[37] (dále

SEA). Stejně jako ostatní zákony přijaté v éře New Deal byl tento zákon odpovědí na kolaps kapitálového trhu v roce 1929.[38] 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 dvojitý 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 trading snaha nahradit filosofii „obchodování bez záruky“ filosofií úplného odhalení relevantních informací. Tím hodlal Kongres pozvednout standard obchodní etiky v oblasti kapitálového trhu.[39] Tomu pomáhala i ustanovení zákona zapovídající podvod a manipulaci ve spojení s koupí nebo prodejem cenných papírů.

Nabízí se otázka, zda 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.”* [40]

Základním zákonným podkladem moderní úpravy zákazu insider trading 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 ustavení 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.[41]

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.[42] 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 [43] a na cenné papíry uvedené v §12 SEA[44].

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 kurzotvorné skutečnosti nebo opomene uvést kurzotvornou 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.<sup>[45]</sup> Regulace insider trading se vymanila z omezení §16(b) a dostala nástroj, který konečně umožnil efektivní kontrolu nad obchodováním s cennými papíry. Podrobnější výklad k tomuto pravidlu bude podán 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.* <sup>[46]</sup> 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: Zasněčenec (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“<sup>[47]</sup>: Zasněčenec, který má k dispozici kurzotvornou 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*<sup>[48]</sup>) vyjadřovalo odlišný názor. Netrvalo však dlouho a základní principy rozhodnutí *Cady, Roberts & Co.* se staly všeobecně uznávanými.<sup>[49]</sup>

### **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 neverejnou kurzotvornou 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 povinna 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 svěrenecké 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 jednájí. 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.<sup>[50]</sup>

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.

Domnívám se, že počátky regulace insider trading v USA popsané v této kapitole jsou poměrně dobrým příkladem přístupu amerického právního řádu k novým problémům. Na rozdíl od českého právního prostředí, kdy je autorita nové právní úpravy odvozena od prosté skutečnosti, že je obsažena v obecně závazném právním předpisu, je v americkém prostředí zjevně třeba, aby bylo provedeno zdůvodnění důkladnější. Na začátku regulace musely soudy ve svých rozhodnutích zdůvodnit, proč považují insider trading za negativní jev. Musely argumentovat základními kategoriemi, jako jsou rovnost, spravedlnost, a efektivita. Teprve po ustálení přístupu soudů k problematice byla úprava přenesena na federální úroveň a do federálních právních předpisů. I po kodifikaci pravidel však zákonodárce ponechal velkou většinu výkladových problémů judikatuře. To považuji za poměrně nevhodné, zákonodárce se měl pokusit o přenesení alespoň základních problémů řešených v soudních rozhodnutích do obecné polohy a jejich včlenění do právních předpisů. Tím mohl předejít výkladové nejistotě a odlišnému rozhodování o shodných otázkách na různých úrovních státních a federálních soudů.

## 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. Za největší výhodu považuji to, 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 regulace insider trading zapojena Komise pro cenné papíry[51] a Ministerstvo spravedlnosti. To značně zvyšuje pravděpodobnost, že bude insider trading odhalen a potrestán.

Ačkoliv případ *Strong v. Repide* přinesl problematiku insider trading na půdu Nejvyššího soudu poměrně brzy, zákaz insider trading 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*[52] a *Dirks v. SEC*[53], 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 zasloužilci, tj. ředitelé a manažeři společností.
- Teorie zpronevěry postavená na ustanovení §10(b) a navazujícím pravidlu Komise 10b-5. Pomocí tohoto ustanovení jsou postihováni zasloužilci 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. Jak je z předchozího výkladu patrné, regulace insider trading není v USA dosud souhrnně kodifikována v jednom předpisu. Základním předpisem je SEA z roku 1934, který v rámci regulace obchodů na kapitálovém trhu zakázal podvod a manipulaci a zmocnil Komisi, aby stanovila podrobnější pravidla. Komise tak učinila pravidlem 10b-5, které přineslo tolik potřebnou pevnou půdu pro judikaturu, která celý zákaz dopracovává do konečných detailů. Podobně tomu je i u pravidla Komise 14e-3, které provádí článek 14e SEA. Ten je součástí ustanovení regulujících nabídky převzetí a zmocňuje Komisi k vydání pravidel, která zabrání podvodům a manipulacím v těchto transakcích. Paragraf 16(b) je včleněn do části SEA, která je věnována corporate governance.

## 4.1 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 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 kurzotvorné skutečnosti nebo opomene uvést kurzotvornou 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 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 ministra spravedlnosti 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[54]), a to již v roce 1946.[55] Nejvyšší soud toto právo soukromých osob potvrdil v roce 1971.[56] Soudce Nejvyššího soudu Thurgood Marshall dokonce prohlásil, že „*existence tohoto práva je jednoduše nade vší pochybnost*“.[57]

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.[58] 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.*, [59] 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 trading méně důležitá než jiné aspekty. Soukromé žaloby proti zasloupcům jsou ojedinělé a většinou následují řízení již zahájená ze strany SEC.[60] Výklad 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 účely této práce 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. Zasloupcům jsou obviňováni, že prodali nebo nakoupili cenné papíry, aniž předtím zveřejnili kurzotvornou 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.[61] 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.[62]

#### **4.1.4 Úmysl**

Investoři mohou ovšem být uvedeni v omyl neúmyslně. Proto je vhodné zkoumat, zda úmysl hraje roli při vzniku odpovědnosti.

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[63] 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.[64] Ačkoliv tato formulace jasně vylučuje odpovědnost dle pravidla 10b-5 pro ty, kdo jednájí v nedbalosti, Nejvyšší soud nechal otevřenou otázku, zda hrubá nedbalost nenaplnuje 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*,[65] společnost Santa Fe převzala jmění své dceřiné společnosti. Menšinová akcionáři dceřiné společnosti byli nespokojeni 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“.[66]

*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. Dikce 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*[67] 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.[68]

#### **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**[69]

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.[70]

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 kurzotvorné 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. Důležitou okolností je však to, že 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 společnost, které byly cílem převzetí.

Odsouzení Chiarely 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 kurzotvornými 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 kurzotvornou 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 kurzotvorné 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[71]**

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 zřejmě 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 případě *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 neverejné 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 kurzotvorné informace.“[\[72\]](#)

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 kurzotvornou 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 *Dirks*ovi 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 ředitele, manažery, 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. Otázkou je, zda stačí, že svěřenecký vztah mezi stranami transakce existuje, nebo zda musí být porušena určitá 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 beztrestně? Ačkoliv manažeri 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 beztrestně?

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 *Powell*em 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 kurzotvorné informace. Soudce konstatoval následující:

„V zásadním případě *In re Cady, Roberts & Co.* uznala SEC, že v některých státech ukládá common law zaslíbenecům „stojícím uvnitř společnosti“ povinnost zveřejnit kurzotvorné 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.“[\[73\]](#)

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 odkrývá poznámka soudce Powella: „...základním 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.“<sup>[74]</sup> 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* uvedený v předchozím odstavci byl potvrzen Nejvyšším soudem v nedávném případě *United States v. O'Hagan*<sup>[75]</sup>. Většina soudců znovu potvrdila požadavek na existenci svěřeneckého vztahu stanovený rozhodnutím *Chiarella* a *Dirks*. Soud uvedl, že ze „vztahu důvěry“ mezi zasvěcenci a akcionáři „plyne povinnost odhalit kurzotvorné 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?“<sup>[76]</sup> 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.<sup>[77]</sup>

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.<sup>[78]</sup> 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 prvky 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 vzniká, 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* [79] 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.

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 zasloučenec nezveřejní neverejnou 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 kurzotvorné 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.“[\[80\]](#)

Řešení soudkyně Ginsbergové se rovněž pohybuje v kruhu. Porušení povinnosti zveřejnit neveřejnou kurzotvornou 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 by bylo postaveno rovnítko mezi nezveřejněním neveřejné kurzotvorné informace a vznikem odpovědnosti za insider trading, byla by celá předchozí právní úprava negována. Svěreneckou 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.

Z toho plyne, že koncepční konflikt mezi současnou jurisprudencí Nejvyššího soudu a jeho obecnějšími precedenty týkajícími se pravidla 10b-5 zůstává nevyřešen.[\[81\]](#) Je zřejmé, že hlavním úkolem při posuzování případu insider trading je zjistit, zda mezi zaslavěncem a druhou stranou transakce existuje svěrenecký 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 svěreneckou povahu. Rozsudky Nejvyššího soudu uvedené v této kapitole stanoví, že manažeři a ředitelé společností jsou ve svěreneckém vztahu k akcionářům. Dále už žádné vodítko není, znamená to tedy, že je třeba spoléhat na hypotézy, které jsou uvedeny shora. Dokud však Nejvyšší soud nevydá rozhodnutí, ve kterém se bude tímto problémem zabývat, nelze otázku uspokojivě zodpovědět.

#### **4.1.10 Přímí zaslavěnci**

V common law je zákaz insider trading zaměřen na manažery a ředitele. Paragraf 16(b) zákona o obchodování s cennými papíry, který je předmětem výkladu 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 zaslavěnce pro účely pravidla 10b-5. Soud se v tomto případě spolehl na princip rovného přístupu k informacím. Konstatoval, že „zaslavěnci, 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 zaslavěnci paragrafem 16(b)“[\[82\]](#). 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.

Jak již bylo uvedeno, Nejvyšší soud konstatoval, že *Chiarella* nemůže být shledán odpovědným na základě pravidla 10b-5, protože ve vztahu k akcionářům společnosti „nebyl v postavení jejich zástupce, neměl svěreneckou povinnost a nebyl osobou, která požívala důvěry obchodujících akcionářů“[\[83\]](#). Ačkoli otázka, zda mohou všichni zaměstnanci společnosti být považováni za zaslavěnce 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 jim umožňuje přístup k informacím, které by měly sloužit pouze pro vnitřní účely společnosti“. Nejvyšší soud rovněž konstatoval, že „je nade vše pochybnost, že tradiční zaslavěnci ve společnosti – ředitelé, manažeři a osoby, které mají přístup k důvěrným informacím – musí zachovávat důvěrnost

neveřejné informace, která vznikla ve společnosti a která jí patří“ [84].

Zajímavá však bude situace, kdy pracovník úklidové služby ve společnosti náhodou objeví písemné poznámky nebo papírové vzkazy vedení společnosti obsahující důvěrnou informaci. Je zřejmé, 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. [85] 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 zaskvěcenci**

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 zaskvěcenci 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“.* [86]

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*, [87] 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 zaskvěcence. 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 zavázán nakládat s touto informací jako s důvěrnou.

Rozhodnutí v případě *Lund* kontrastuje s rozhodnutím ve věci *Walton v. Morgan Stanley & Co.* [88] 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*. [89] 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 zaslavěncem. 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 zaslavěnců 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 zaslavěncem, poskytne informace jiné osobě, která na základě těchto informací obchoduje. Jak již bylo uvedeno, 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. [90] Požadavek porušení povinnosti na straně poskytovatele tipu eliminuje mnoho případů, ve kterých zaslavěncem 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*, [91] 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 manželku Plattovou 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 zaslavěncem Phoenixu, bylo hlavní otázkou, zda Platt nelegálně poskytl tip Switzerovi.

Podle případu *Dirks* je zásadní určit, zda Platt porušil svěřeneckou povinnost neobhacovat se na úkor

společnosti. Soud konstatoval, že „pokud chybí osobní prospěch, nebyla svěřenecká povinnost vůči akcionářům zasvěcením 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 zasvěcení, nepřímí zasvěcení 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*<sup>[92]</sup> 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.”*<sup>[93]</sup>

Nejlepším vodítkem tak zůstává případ *Chestman*. Ira Waldbaum byl prezidentem a ovládajícím akcionářem společnosti Waldbaum, Inc., řetězce supermarketů s veřejně obchodovanými akciemi. 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*, [94] 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 vyzraženo, budu držet v tajnosti a považovat za svaté tajemství.“* Přísaha příkazuje osobám, které ji složí, zachovávat mlčenlivost, avšak nezakazuje jim, aby za jejího použití obchodovali za předpokladu, že informace nebude vyzražena. 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. [95]

## **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 kurzotvorná, 2. informace musí být neveřejná, 3. žalovaný musel obchodovat během období, kdy měl takovou informaci k dispozici.

### **4.1.14.1 Kurzotvornost**

Na základě pravidla 10b-5 jsou žalovatelné pouze případy zamlčení nebo zkreslení informace, která je kurzotvorná. Kurzotvornost 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 kurzotvornou informací ve smyslu federálního práva cenných papírů?

V případě *Basic Inc. v. Levinson*<sup>[96]</sup> 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 kurzotvorné 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. Neplýne z ní žádný kouzelný vzorec, jehož výsledkem by bylo zjištění, zda informace je kurzotvorná. Soud nikdy jasně nestanovil, jak vysoká pravděpodobnost pravdivosti nebo jak velká závažnost informace je třeba k tomu, aby bylo možné informaci považovat za kurzotvornou.

Závažnou otázkou v případech insider trading rovněž je, zda může chování zasvěcenec sloužit jako důkaz toho, že informace, na základě které zasvěcenec obchodoval, byla kurzotvorná. Tento přístup bez dalšího by však učinil zkoumání kurzotvornosti informace zcela zbytečným - všechny informace,

keré měl zasvěcenec k dispozici při provádění obchodů, by prostě byly považovány za kurzotvorné, 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 kurzotvornosti informace.“ [97]

#### 4.1.14.2 Neverejnost 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 kurzotvorné informace, kterou měli k dispozici, ale namítali, že informace byla již efektivně sdělena veřejnosti a ztratila tak svůj neverejný charakter ještě před uskutečněním obchodů.

Soud s tímto názorem nesouhlasil. Konstatoval, že před tím, než mohou zasvěcenci jednat na základě kurzotvorné 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 projevit 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.[98]

#### **4.1.15 Držba informace v. její užití**

Připomeňme si fakta případu *Diamond v. Oreamuno*, který byl v této práci již zmíněn. Zasvěcenci ze společnosti MAI prodali své firemní akcie v době, kdy jim byla známa špatná zpráva, která byla jak kurzotvorná, 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 kurzotvornou informaci, avšak neobchodoval by na základě této informace. Otázkou je, zda může být shledán odpovědným za insider trading.

SEC dlouho bránila svůj názor, že obchodování v období, kdy má zasvěcenec k dispozici neveřejnou kurzotvornou informaci, samo o sobě stačí k naplnění subjektivní stránky porušení pravidla 10b-5. V případě *United States v. Teicher*[99] 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 poučil porotu tak, že pokud porota dospěje k názoru, že žalovaní obchodovali v době, kdy měli k dispozici neoprávněně získanou nezveřejněnou kurzotvornou 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 svěřeneckou nebo podobnou povinností přikazující jí uchovat kurzotvornou neveřejnou informaci v tajnosti musí buď informaci zveřejnit, nebo se zdržet obchodování“. Soud dal přednost standardu pouhého „držení informace“ protože „shledal, že osoba, která obchoduje v době, kdy má k dispozici neveřejnou kurzotvornou 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*[100] 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 kurzotvornou 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 kurzotvornou informaci v době, kdy provedl obchod, poskytl nezvratné důkazy o tom, že měl plán prodat akcie společnosti a že tento plán časově předcházela 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 kurzotvorná informace. Používání standardu „použití“ informace rovněž žalujícími orgánům 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 kurzotvorné informace, může tento důkaz vést ke shledání nedostatku v subjektivní stránce a tedy k nevině žalovaného. Zdá se, že mnoho rozhodnutí Nejvyššího soudu rovněž upřednostňuje standard „použití“ informace. SEC se svým pravidlem 10b-5-1[101] pokusila otázku vyjasnit taxativním výčtem okolností, které vylučují odpovědnost za insider trading - umožnila obchodování na základě plánu časově předcházejícímu získání vnitřní informace. Za tuto svou iniciativu sklídila kritiku odborné veřejnosti, kdy jí bylo zejména vytýkáno, že pravidlo přesahuje hranice zákonného zmocnění SEC k vydávání norem. 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[102], 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 emitent ani jeho 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[103]. 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 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.* [104], 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 cokoli, 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 kurzotvorné 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 známá. Pravidlo 10b5-1 tuto otázku upřesnily ve prospěch posledně jmenovaného výkladu. Podle tohoto pravidla vzniká odpovědnost za insider trading následkem obchodování v období, kdy zasvěcenec ví o nezveřejněné kurzotvorné 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 kurzotvorné 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 koupil 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 předemtné nezveřejněné kurzotvorné informaci;
3. prodal nebo nakoupil akcie podle shora uvedené smlouvy, instrukce, plánu nebo programu.[\[105\]](#)

#### 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 věnujícím 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 kurzotvorné 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[\[106\]](#) 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.[\[107\]](#) 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* [\[108\]](#) 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.

Odvolační 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 sledovat 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 zaslíbenec svěřeneckou povinnost k investorovi, se kterým obchoduje. Teorie zpronevěry nastupuje tam, kde zaslíbenec poruší svěřeneckou povinnost ke zdroji informace. Po pozdějším upřesnění prvků teorie lze definovat její tři základní elementy: 1. osoba zpronevěří neveřejnou kurzotvornou 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*,<sup>[109]</sup> 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 rozdělení 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*<sup>[110]</sup> a *United States v. O'Hagan*,<sup>[111]</sup> Tyto soudy konstatovaly, že pravidlo 10b-5 stanovilo odpovědnost pouze tam, kde byl podveden kupující nebo prodávající cenných papírů nebo jiná osoba s ní blíže 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<sup>[112]</sup>, 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 zaslíbenec, protože pracoval pro společnost plánující převzetí, ale obchodoval s akciemi společnosti cílové. Nebyl ani přímým zaslíbenecem, ani nepřímým zaslíbenecem 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 kurzotvorných informací nebo nezveřejnění kurzotvorných 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 svěrečné 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 svěrečné 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*<sup>[113]</sup>.

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 svěrečné povinnosti“, ale naopak je potřeba, aby zasloučenec sdělil zavádějící kurzotvorné informace nebo nezveřejnil kurzotvorné informace a porušil povinnost zdržet se obchodování. Soud konstatoval, že pokud teorie zpronevěry umožňuje postih dle §10(b) pouze na základě porušení svěrečné 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.“<sup>[114]</sup> 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 zaslíbenec ke zdroji informace, bez dalšího požadavku, aby zaslíbenec 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* [\[115\]](#) 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 zaslíbenec 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 zaslíbenec 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 zaslíbenec 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 včleněná do teorie zpronevěry v důsledku jejího původu v paragrafu 10(b). Zaprvé, nezbytným předpokladem spáchání podvodu je zatajení 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* [116] 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 kurzotvorné 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 kurzotvorné 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. Případ 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 kurzotvorné 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 zachování mlčenlivosti ve vztahu k neveřejným kurzotvorným 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 zasloupcům osob (společností) činících veřejnou nabídku a zasloupcům 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 praktice známé jako warehousing.[\[117\]](#)

Pravidlo 14e-3 také, s několika malými a dobře definovanými výjimkami, zakazuje všem osobám, které mají kurzotvornou 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 zasloupců osoby činící nabídku, nebo od zasloupců 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.*<sup>[118]</sup> 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*<sup>[119]</sup> však Nejvyšší soud potvrdil platnost pravidla 14e-3 i přes nedostatek požadavku porušení svěřenecké povinnosti a konstatoval, že SEC postupovala v rámci svých pravomocí.

Pravidlo má tedy 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 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 zaslávence 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 zaslávencům, aby podávali přehledy o změnách v objemu kmenových akcií společnosti, které vlastní. Paragraf ukládá oznamovat změny nikoli prostého vlastnictví, ale tzv. beneficiárního vlastnictví (*beneficiary ownership*)<sup>[120]</sup> těchto osob. Tím rozšiřuje povinnost na všechny, z jejichž obchodu může ředitel, manažer nebo vlastník 10% akcií přímo nebo nepřímo profitovat. Podle §16(b) musí tito zaslávenci odevzdat společnosti veškeré zisky, které 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% kmenových akcií nebo vyměnitelných dluhopisů. Je aplikovatelný pouze na obchody těchto zaslávenců s cennými papíry jejich vlastní společnosti. Není zde obsažena žádná odpovědnost za poskytnutí tipu nebo zpronevěru informace ani doktrína o nepřímých zaslávencích.

Jsou zde i další dvě omezení dosahu pravidla. Je aplikovatelné pouze na společnosti, které jsou povinny se registrovat u SEC.<sup>[121]</sup> 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 zaslávencec při uskutečnění transakce důvěrnou informací skutečně použil.<sup>[122]</sup>

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 zaslávencec funkci zastával nebo kdy byl členem příslušného orgánu. 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.[\[123\]](#) 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.

#### **4.4.1 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.*[\[124\]](#) 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,[\[125\]](#) 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 Occidental podle paragrafu 16(b). Tvrdil, že ke koupi akcií Starého Kernu došlo v rámci veřejné nabídky, jako jejich prodej navrhl uznat 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 Occidental 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 emitenta.

V posuzovaném případě neměl Occidental jako společnost snažící 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.

#### **4.4.2 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.* [126] 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.

Případ *Emerson* nezdůraznil (a Nejvyšší soud proto ani neřešil) skutečnost, že Emerson nevlastnil více jak 10% akcií v době, kdy učinil diskutovanou veřejnou nabídku. Vystala tedy otázka, zda lze 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*. [127] 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.

#### **4.4.3 Oznamování uskutečněných transakcí a EDGAR**

V celém textu ohledně §16(b) zatím nepadlo ani slovo ohledně mechanismu oznamování transakcí, ke kterému jsou osoby zatížené povinností uvedenou v §16(b) zákona povinny. 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.[128]

System 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 zaslouzců 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.

## **4.5 Corporate Governance**

Doposud byla v této práci řeč pouze o normách, které jsou stanoveny ze strany státu a jsou rovněž státem vynutitelné. Podstatnou úlohu při předcházení insider trading však hrají rovněž další zásady corporate governance.

### **4.5.1 Pojem corporate governance**

Pod pojmem corporate governance je třeba rozumět souhrn pravidel pro správu a řízení společností. Právní základ je tvořen obecně závaznými právními předpisy, které stanovují základní práva a povinnosti řídicích orgánů a auditorů. V rámci tohoto prostoru si pak společnost vytváří vlastní metody řízení a kontroly, jejichž zvláštnosti částečně vyplývají ze stanov, smluv o výkonu funkce uzavřených s členy orgánů, z jejich odborné a etické úrovně, především ale z akcionářské struktury a ze způsobu, jakým akcionáři uplatňují svá informační a rozhodovací práva. Ve společnostech s jedním akcionářem nebo silnou akcionářskou skupinou zpravidla nebývá pro akcionáře problémem důsledně kontrolovat činnost orgánů společnosti. Problém nastává v případě, kdy je akcionářská základna značně rozptýlená, což je v USA velmi časté. Za této situace může dojít k značnému osamocení akcionářské struktury a jejich odtržení od akcionářské kontroly. Tento jev je nazýván „oddělení řízení od vlastnictví“. Účelem pravidel corporate governance je předcházet negativním důsledkům tohoto oddělení, a to zejména prostřednictvím stanovení důsledných pravidel řízení společnosti a práv a povinností členů řídicích a kontrolních orgánů.

### **4.5.2 Kodexy corporate governance**

Kodexy corporate governance shrnují mezinárodně i národně uznávaná pravidla dobré správy a řízení akciových společností. První zásadní kodex uváděný v odborné literatuře je Kodex nejlepší praxe, jehož autorem je britská Komise pro finanční aspekty řízení a správy společností (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance). Předsedou rady byl Sir Aidan Cadbury.

Londýnská burza vyžadovala po kótovaných společnostech, aby zveřejnily, zda se řídí zásadami tohoto kodexu, který obsahoval 19 doporučení ohledně členů rady ředitelů nezávislých na managementu, ředitelů, managementu, finančního reportování a kontrol. Zásady vešly v obecnou známost a inspirovaly přijetí podobných kodexů v dalších zemích světa včetně Kanady (The Dey Report) a Jižní Afriky (the King Commission Report). Vývoj kodexů poté pokračoval.

V roce 1999 za asistence Sira Aidana Cadburyho a Iry Millsteina z USA publikovala Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) dokument pod názvem Zásady pro řízení a správu společností, na kterém se shodlo všech (tehdy) 29 členů. U příležitosti přijetí 30. člena v roce 2004 byly principy revidovány a nová verze odsouhlasena všemi 30 státy.

Většina zemí s rozvinutými ekonomikami (včetně většiny členů OECD) publikovala svá pravidla správy a řízení společností v rámci národních zákonů, pravidel obchodování s cennými papíry a požadavků kladených na kótované společnosti burzami. Největší vliv na přijímaná pravidla je přičítán právě shora zmíněným zásadám OECD.

### **4.5.3 Obsah kodexů**

Kodexy pravidelně obsahují zásady ochrany práv akcionářů při řízení a správě společnosti, požadavky zveřejňování přesných informací a povinnost loajality členů správních a řídicích orgánů vůči společnosti. Dále v nich lze najít konkrétní doporučení týkající se organizační struktury, konkretizují některé povinnosti členů orgánů společnosti.

Kromě ustanovení, ve kterých se překrývají s platnou právní úpravou, obsahují kodexy i požadavky jdoucí nad její rámec. Tyto požadavky pak nejsou státem vynutitelné. Sankce za jejich nerespektování tak mají převážně ekonomický charakter – může se jednat o ztrátu důvěry investorů, nízké hodnocení ratingových agentur zabývajících se corporate governance, případně nemožnost vstoupit na určitý kapitálový trh.

Z hlediska regulace insider trading je velmi přínosný důraz kodexů na transparentnost a tedy co nejširší informování veřejnosti o dění ve společnosti.

### **4.5.4 Kodexy corporate governance v USA**

Spojené státy byly jednou z posledních zemí, která celosvětově rozšířené zásady corporate governance formalizovala prostřednictvím zákonů nebo požadavků kladených na kótované společnosti ze strany burz. Tento váhavý přístup byl zapříčiněn více faktory. Jednalo se zejména o federální zřízení USA. Většina jednotlivých států má totiž vlastní předpisy regulující obchodní společnosti. Na úrovni federálního práva bylo velmi málo norem, proto bylo složité prosadit všeobecně závaznou úpravu. Dalším důvodem pro pomalejší přijetí obecnějších zásad corporate governance byl sám systém common law, kde část pravidel corporate governance vychází ze soudních rozhodnutí. V neposlední řadě rovněž v USA tradičně existovaly zájmové skupiny zabývajících se standardy vedení společností (např. National Association of Corporate Directors), jejichž doporučení (ne vždy shodná se současnými obecně uznávanými principy corporate governance) byla většinou společností považována za dostatečná. Po nečekaných bankrotech společností Enron (prosinec 2000) a WorldCom (květen 2002) došlo ke dvěma klíčovými událostem:

· 30. července 2002, dva měsíce po kolapsu WorldComu, byl přijat zákon Public Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, který vešel v známost jako Sarbanes-Oxley Act (byl pojmenován po předkladatelích, senátoru Paulu Sarbanesovi a Michaelu Oxley). Zákon se pokouší napravit slabé stránky dosavadní právní úpravy, které přispěly ke krachu společností Enron a Worldcom. Patří k nim dohled nad auditory, existence a vyhodnocování vnitřních kontrolních

mechanismů, nezávislost a role výboru pro audit, stanovení a vynucování etických kodexů a ochrana osob, které oznámí porušování předpisů.

· 4. listopadu 2003 vydaly NASDAQ a NYSE standardy ohledně správy a řízení kótovaných společností, které zahrnují požadavky na nezávislost rady ředitelů, nezávislost a standardy auditorů, výborů pro odměňování a nominaci a další. American Stock Exchange (AMEX) vydala své standardy 1. prosince 2003. Na rozdíl od jiných kodexů corporate governance, které mají spíše doporučující charakter, jsou shora uvedené standardy podmínkou přístupu na příslušný kapitálový trh. Sankcí za jejich nedodržování je tedy odepření přístupu na tento trh (existují výjimky pro společnosti s ovládající osobou a pro zahraniční společnosti). Toto řešení považují za velmi efektivní formu samoregulace kapitálového trhu.

V roce 2003 začala NYSE po kótovaných společnostech požadovat zveřejnění jejich pravidel správy a řízení společnosti. NYSE stanovila, že pravidla se musí týkat následujících záležitostí:

- kvalifikační předpoklady pro členy představenstva
- odpovědnosti členů představenstva
- propojení členů představenstva s managementem a nezávislými poradci
- odměňování členů představenstva
- struktura řízení
- roční vyhodnocení výkonnosti představenstva

Dnes již většina veřejně obchodovaných společností svá pravidla organizace a řízení publikovala.

Vyhodnocováním kvality pravidel správy a řízení společností se v USA zabývá řada ratingových agentur. Z nejznámějších lze jmenovat GovernanceMetrics International, Institutional Shareholder Services, Standard & Poor's, Moody's Investors Service Inc. a Fitch Ratings Ltd. Jejich hodnocení mají rovněž v obchodním světě značnou váhu a přispívají tak značnou měrou k obecnému tlaku na zvyšování kvality pravidel správy a řízení společností v USA.

#### **4.5.6 Insider trading a pravidla corporate governance stanovená organizátory regulovaných trhů v USA**

Kromě zákonů, soudních rozhodnutí a pravidel SEC, které byly v této práci již popsány, jsou emitenti nuceni respektovat kodexy corporate governance stanovené burzami a dalšími organizátory kapitálových trhů. Jedná se o nejvlivnější kodexy corporate governance v USA. Nerespektování kodexů je sankcionováno nemožností vstoupit či setrvat na příslušném kapitálovém trhu, protože nepřihlášení se ke kodexu je zpravidla důvodem odmítnutí kótace akcií na tomto trhu nebo nezařazení již kótovaných akcií do koše rozhodného pro výpočet burzovních indexů. Dle mého názoru lze konstatovat, že kodexy v tomto případě ztrácejí povahu doporučení, emitenti prakticky nemají jinou možnost než se požadavkům kodexů přizpůsobit.

Pro oblast insider trading jsou kodexy velmi přínosné, a to zejména díky svému vysokému důrazu na transparentnost podnikání emitenta. Kodexy konkretizují povinnosti zveřejňování informací stanovené v zákonech a pravidlech SEC a zároveň stanovují požadavky nad rámec těchto státem vynutitelných pravidel. V oblasti *zákazu* insider trading však většinou pouze odkazují na právní úpravu, případně ji obecněji parafrázují. Domnívám se, že tomu tak bude kvůli tomu, že adresáty pravidel jsou především obchodní společnosti, nikoli fyzické osoby. Kodexy tak společnostem

většinou pouze ukládají, aby stanovily efektivní vnitřní pravidla, která zamezí provozování insider trading a samotnou definicí a následky zneužívání vnitřních informací se nezabývají. Skutečný efekt těchto kodexů tedy dle mého názoru spočívá především v *předcházení* insider trading. Je naprosto zřejmé, že okamžité zveřejnění vnitřní informace je nejlepším způsobem, jak nelegálnímu obchodování zabránit. V dalším textu budou pro lepší ilustraci popsána pravidla NYSE, která mohou mít dopad na oblast insider trading. Až na drobné odchylky lze konstatovat, že na stejných principech jsou založena pravidla zbývajících dvou ze tří nejvýznamnějších kapitálových trhů v USA (NASDAQ, AMEX).

#### **4.5.7 NYSE**

Pravidla corporate governance pro společnosti kótované na NYSE jsou obsažena v Manuálu kótovaných společností (Listed Company Manual).<sup>[129]</sup> Ohledně insider trading článek 303A.10 stanoví, že kótované společnosti „musí aktivně zajišťovat dodržování zákonů, předpisu a nařízení, včetně zákonů regulujících insider trading. Insider trading je jak neetický, tak nezákonný a měly by proti němu být podnikány rozhodné kroky.“ Ve stejném článku společnosti ukládá, aby aktivně vedla zaměstnance k oznamování neetického a protizákonného chování. Definicí insider trading Manuál neobsahuje, odkazuje na obecnou úpravu.

Daleko detailnější jsou pravidla zabývající se ochranou, zveřejňováním a oznamováním kurzotvorných informací. Nacházejí se v části 2 Manuálu. NYSE v článku 201 stanovuje 4 základní cíle, kterých by společnosti měly dosáhnout:

1. Zajistit včasné zveřejnění informace, která může mít vliv na hodnotu cenného papíru nebo ovlivnit rozhodování investorů a na které mají akcionáři, veřejnost a Burza oprávněný zájem.
2. Zajistit časté, pravidelné a včasné zveřejňování finančních zpráv připravených v souladu s obecně uznávanými účetními principy.
3. Poskytovat Burze informace včas, aby mohla plnit svou funkci a řádně spravovat trh s cennými papíry společnosti, umožnit jí uchovávat příslušné záznamy a vyjadřovat se k jistým skutečnostem před tím, než budou prezentovány jako fakta.
4. Zabránit jistým obchodním praktikám, které nejsou obecně považovány za vhodné.

V následujícím článku 202.01 se zabývá zdůrazněním principů nakládání s důvěrnými informacemi. Doporučuje, aby jednání zahrnující tvorbu důležitých rozhodnutí probíhala v co nejmenším okruhu osob, které budou vázány přísnou mlčenlivostí. Jakmile diskuse nebo příprava rozhodnutí či transakcí dospěje do fáze, kdy již není možné záležitost utajit, je třeba informaci okamžitě zveřejnit.

Burza dále stanovuje, že společnost má přijmout vnitřní předpisy, které zajistí periodické připomínání důležitosti a principů ochrany důvěrných informací zaměstnancům. Tyto předpisy je také povinná pravidelně revidovat, stejně jako své způsoby nakládání s důvěrnými informacemi.

V neposlední řadě jsou společnosti povinny přijmout vnitřní předpisy, které zajistí řádné dodržování všech oznamovacích a zveřejňovacích povinností.

Článek 202.02 ukládá společností odhalovat vnitřní informace nediskriminujícím způsobem – pokud vnitřní informace opustí sféru společnosti, musí společnost zajistit její okamžité zveřejnění. Zároveň ukládá společností, aby zajistily, že její zaměstnanci nebudou předávat vnitřní informace třetím osobám, pokud to není v zájmu společnosti.

Další článek ukládá emitentům reagovat na neoficiální zvěsti a na neobvyklou aktivitu na trhu. Pokud se objeví zvěsti o skutečnostech, které by mohly mít kurzotvornou povahu, je emitent povinen buď

tyto zvěsti oficiálně popřít, nebo na ně reagovat zveřejněním příslušné vnitřní informace. Pokud neobvyklá aktivita na trhu naznačuje, že se společnosti nepodařilo udržet určitou kurzotvornou informaci v tajnosti, je společnost povinna příslušnou informaci bezodkladně zveřejnit.

Článek 202.4 ukládá emitentům povinnost poskytnout součinnost pracovníku Burzy, který v případě podezřelé aktivity na trhu může kontaktovat společnost a činit dotazy ohledně nezveřejněných vnitřních informací. Pokud bude nalezena nezveřejněná vnitřní informace, která je pravděpodobnou příčinou neobvyklého obchodování na trhu, společnost bude povinna vyhovět požadavku Burzy a tuto informaci zveřejnit.

Článek 202.5 obsahuje povinnost bezodkladného zveřejňování vnitřních informací. Vnitřní informace je zde definována jako „zpráva nebo informace, od které lze rozumně očekávat významné ovlivnění trhu cenných papírů, které se jí týkají“. Článek zdůrazňuje, že princip bezodkladného zveřejnění patří k základním principům dohody mezi Burzou a emitentem.

Velmi podrobný je článek 203.6, který se zabývá procedurou zveřejnění informace. Právě jeho podrobnost považuji za jeho největší klad. Emitentům poskytuje srozumitelný návod jak postupovat a investorům zřetelně ukazuje, kde vnitřní informace hledat.

Základním způsobem zveřejnění je tisková zpráva. Zveřejnění by mělo být bezodkladné, negativní zprávy by měly být zveřejňovány stejně rychle jako pozitivní. Burza však rovněž zmiňuje, že by měly být zveřejňovány pouze důležité informace, investor by neměl být „zahlcen“ množstvím nedůležitých informací, protože pak by mu mohla uniknout informace důležitá.

Burza dále klade důraz na kvalitu zprávy. Výslovně zmiňuje orientaci zprávy na fakta, podloženost případných odhadů, zapovídá rovněž opakované zveřejnění stejné informace. Společnost by se měla zdržet oznamování o vyvinutí nových produktů do té doby, dokud není možné posoudit jejich uplatnění v praxi.

Pokud má společnost aprobovanou možnost informaci tajit (např. pokud by zveřejnění ohrozilo cíle společnosti nebo poskytlo informace konkurenci), měla by předem zvážit férovost tohoto kroku ve vztahu k současným i potencionálním akcionářům.

Za velmi užitečná považuji ustanovení ukládající emitentovi sdělit Burze vnitřní informaci, kterou se chystá zveřejnit, a to ještě před samotným zveřejněním. Pokud by ke zveřejnění mělo dojít krátce před zahájením obchodování nebo během burzovních hodin, je emitent povinen telefonicky sdělit informaci příslušnému pracovníku Burzy, který je společnosti přidělen, alespoň deset minut před zveřejněním informace. Pracovník Burzy poté zváží, zda je vhodné dočasně pozastavit obchodování s dotčeným investičním nástrojem, a to na dobu nezbytně nutnou k efektivnímu rozšíření informace mezi investory.

Jako třetí krok požaduje Burza po emitentech zaslání informace tisku a zpravodajským agenturám, a to „nejrychlejším možným způsobem“. Za účelem zajištění adekvátního pokrytí musí emitent zaslat informaci minimálně Dow Jones & Company, Inc., Reuters Economic Services a Bloomberg Business News. Dále by měla být informace zaslána společností Associated Press a United Press International, dále novinám v New York City a ve městech, kde má společnost sídlo, organizační jednotku nebo jinou významnou součást. Velice zajímavé je, že pravidla dokonce obsahují telefonní a faxová čísla na shora uvedené společnosti.

Kopie tiskové zprávy, která může významně ovlivnit obchodování, by měla rovněž být zaslána faxem pracovníku Burzy, který je společnosti přidělen.

Každá tisková zpráva by měla obsahovat jméno a telefonní číslo zaměstnance společnosti, který bude

k dispozici pro tisk a zpravodajské agentury a bude jim potvrzovat autentičnost tiskové zprávy a poskytovat potřebná vysvětlení.

Domnívám se, že Manuál kótovaných společností je z hlediska regulace insider trading velmi přínosný. Odstraňuje totiž zásadní nevýhody ostatních zdrojů corporate governance. Zákony obsahují většinou pouze obecná ustanovení, rozhodnutí soudů se naopak týkají pouze konkrétních specifických případů a případné obecnější úvahy soudu nemusí být z hlediska výkladu zcela jednoznačné. Manuál poskytuje detailní návod, jakým způsobem postupovat. Pravidla jsou koncipována tak, že obsahují kromě vlastních povinností také vysvětlení jejich účelu, což považuji za velmi srozumitelné. Manuál byl rovněž schválen ze strany SEC, emitenti tedy mají jistotu, že jeho ustanovení plně korespondují s platnou právní úpravou. Domnívám se, že Manuál úspěšně navázal na Sarbanes-Oxley Act a jeho pozitivní vliv na zkvalitnění corporate governance v USA je nepochybný.

## 4.6 Povinnost emitenta zveřejnit vnitřní informaci

Právní úprava v USA klade velký důraz na transparentnost fungování společností. V minulosti bylo obecné zveřejňování vnitřních informací předepsáno pouze ve čtvrtletních intervalech (formuláře 10Q a 10-K). Změnu přinesl v roce 2002 Sarbanes Oxley Act, který v paragrafu 409 zmocnil Komisi k vydání pravidel, zajišťujících, aby emitenti zveřejňovali vnitřní informace „rychle a průběžně“. Komise tak učinila a s účinností od 23.4.2004 stanovila poměrně striktní pravidla která jsou v odborné literatuře nazývána „Real-time disclosure requirements“.

Nástrojem pro zveřejnění vnitřní informace je Formulář 8-K. Tento formulář sestavený Komisí obsahuje pod položkami 1-9 výčet skutečností, o kterých se emitent povinen podat zprávu Komisi do čtyř pracovních dní poté, co nastanou. Základních devět okruhů je ještě dále vnitřně členěno. Oznamované skutečnosti jsou definované poměrně obecně (např. uzavření důležité smlouvy, odchod vedoucího pracovníka, jmenování vedoucího pracovníka, změny stanov atd.), tím je vytvořen dostatečný prostor pro široké spektrum informací. Položka 8 formuláře je vyhrazena pro dobrovolné publikování těch vnitřních informací, které emitent není povinen v rámci 8-K zveřejňovat. Emitenti tuto položku využívají mimo jiné v návaznosti na požadavky kladené ze strany burz, na kterých jsou obchodovány jejich cenné papíry. Například NYSE a AMEX shodně po emitentech požadují zveřejňování veškerých kurzotvorných informací a jejich předávání Komisi (nezveřejnění je přípouštěno pouze za výjimečných okolností).

Komise informace získané v podobě formuláře 8-K do druhého dne zpřístupní pro veřejnost v rámci svého systému EDGAR popsaného v předchozí kapitole této práce. Tím zpřístupní informaci všem investorům.

V rámci debaty před přijetím nových pravidel byla vznesena otázka případné odpovědnosti při nedodržení lhůty pro zaslání formuláře 8-K. Komise v pravidlu stanovila, že samotné pozdní zaslání formuláře není porušením paragrafu 10(b) SEA ani pravidla 10b-5 (není to klamání investorské veřejnosti).

Čtyřdenní lhůta pro předání informace Komisi je velmi krátká, což je jistě prospěšné z hlediska efektivního přísunu informací veřejnosti. Na druhé straně to však klade velké nároky na corporate governance. Společnosti musí zavést takové postupy, aby informace během této krátké lhůty dorazila na příslušná místa, byla vyhodnocena, zpracována a oznámena Komisi.

Formuláře 8-K jsou Komisi předávány ve formátu prostého textového souboru nebo souboru html, podání může obsahovat ještě verzi ve formátu pdf (s grafickými prvky), ovšem tato příloha není považována za oficiální podání. V současné době Komise zvažuje, že umožní činit podání ve formátu XBRL (eXtensible Business Reporting Language). Tento formát by měl umožňovat snadnější orientaci

v dokumentu díky možnosti interaktivního přístupu k informacím. Nyní je systém ve fázi testování.

Shora popsaný systém považuji za velmi efektivní. Dostupnost kurzotvorných informací na jediném informačním místě značně zjednodušuje proces získávání informací investory. Jednotný formát umožňuje Komisi informace bezodkladně publikovat ve velmi krátké době. Další výhodou je rozčlenění informací do skupin, které činí zveřejňované informace velmi přehledné.

#### 4.6.1 Zákaz selektivního sdělení informace

V roce 2000 SEC zareagovala na rozšířené praktiky, kdy byla vnitřní informace ještě před zveřejněním poskytnuta vymezeným skupinám osob, zejména profesionálům zabývajícím se kapitálovým trhem a velkým investorům v rámci běžné komunikace. Komise při oznámení pravidla zmínila, že se nejčastěji jedná o předání informací analytikům pro účely odhadů zisku společnosti. Komise dospěla k názoru, že Ti, kterým je poskytnuta vnitřní informace předem, jsou ve výhodě oproti těm, kteří informaci obdrží až zveřejněním. Tento stav poškozoval integritu kapitálového trhu.

Komise přijala pravidlo Regulation FD (Fair Disclosure), účinné od 23.10.2000. Jeho účelem bylo napravit shora uvedenou nerovnováhu. Pravidlo se týká komunikace ze strany úzkého vedení společnosti a dalších osob, které v rámci svého pracovního zařazení komunikují jménem společnosti s profesionály pracujícími v oblasti kapitálového trhu a s investory. Dalším požadavkem na komunikaci rozumný předpoklad, že by příjemce informace mohl na základě této informace obchodovat.

V této podobě by vymezení bylo příliš široké, pravidlo tedy ještě vymezuje, na jakou komunikaci se pravidlo nevztahuje. Je to komunikace s médii, ratingovými agenturami, běžná obchodní komunikace se zákazníky a dodavateli, osobami, které mají ke zdroji informace povinnost držet převzaté informace v tajnosti (nepřímí zascvěnci, např. právníci, investiční bankéři atd.) a všem dalším osobám, které se buď ústně nebo písemně zavázaly k mlčenlivosti.

Pravidlo dělí sdělení vnitřní informace na úmyslné a neúmyslné. To má důsledky pro lhůty stanovené ke zveřejnění těchto informací. Při úmyslném sdělení vnitřní informace musí být tato informace zveřejněna *současně*. Pokud se jedná o neúmyslné zveřejnění, musí emitent informaci zveřejnit *bez zbytečného odkladu*, nejpozději však do 24 hodin a ještě předtím, než bude následující den zahájeno obchodování na New York Stock Exchange.

Pravidlo dále stanovuje, jakým způsobem má být informace zveřejněna. Může to být buď předáním informace Komisi v podobě vyplněné části 5 nebo části 9 formuláře 8-K nebo jakýmkoli jiným způsobem, který zajistí předání informací široké veřejnosti. Komise naznačila, že tento požadavek bude považovat za splněný například tehdy, pokud společnost vydá tiskové prohlášení, oznámí konání telekonference, ve které bude informace projednána (toto oznámení může být obsaženo například v již zmíněném tiskovém prohlášení) a tuto telekonferenci uskuteční. Vzhledem k výslovnému „požehnání“ Komise je tento způsob široce využíván.

Komise zároveň sdělila, že uvedení informace pouze na internetových stránkách společnosti nebude automaticky považovat za zveřejnění této informace. Zároveň však uvedla, že postupem času a v návaznosti na stále širší užívání internetu investující veřejností není vyloučeno, že bude za zveřejnění považovat uvedení informace na internetové adrese, která je pravidelně sledována širokou investující veřejností.[\[130\]](#)

Domnívám se, že určitou nevýhodou pravidla je nezbytné zpomalení a zúžení toku informací k subjektům, které pomáhají investorům na kapitálovém trhu vyhodnocovat informace týkající se emitenta. Tato skutečnost by mohla vést ke snížení objemu a kvality veřejně dostupných informací o

emitentovi. Je však zřejmé, že pozitivní přínos pravidla tento nedostatek převáží.

## 4.7 Sankce za insider trading

Ačkoli byl v 60. letech zaveden zákaz insider trading na federální úrovni, počet nelegálních obchodů s využitím vnitřní informace stoupal i v 70. a 80. letech. Vysoká frekvence porušování zákazu byla přičítána příliš malým trestům a nízké aktivitě SEC směřující k nalézání a trestání těchto nedovolených aktivit. Zásadní milníky zákonné úpravy byly v této oblasti zákon Insider Trading Sanctions Act z roku 1984 (dále jen „ITSA“), Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (dále „ITSFEA“) a Sarbanes-Oxley Act z roku 2002 (dále „SOX“).

Před přijetím ITSA měla Komise několik obecných nástrojů použitelných i pro oblast insider trading. Mezi ně patřily např. možnost požádat soud o vydání zákazu určité činnosti v rámci civilního řízení, správní řízení a podání žádosti o zahájení trestního řízení.

Paragraf 21(d) SEA zmocňuje Komisi domáhat se soudního zákazu činnosti, pokud „Komise dospěje k přesvědčení, že se jakákoli osoba zapojí nebo hodlá zapojit do činnosti nebo provozuje činnost, která je v rozporu s ustanoveními SEA nebo jakýchkoli pravidel na základě SEA vydaných“. Pro vydání zákazu je nezbytné, aby Komise prokázala, že došlo k porušení zákona nebo pravidla a že existuje rozumná pravděpodobnost, že by k těmto porušením v budoucnu došlo znovu. Kromě vydání samotného zákazu může ještě soud na návrh Komise nařídit, aby pachatel vydal nezákonný zisk, opravil zavádějící sdělení, zveřejnil vnitřní informaci a podnikl kroky, kterými odstraní důsledky svého jednání.

SEC může dále potrestat zneužití vnitřních informací se strany registrovaných profesionálních investorů, a to ve správním řízení. Podle §15(b)(4) SEA může Komise udělit napomenutí, omezit aktivity, pozastavit nebo zrušit registraci makléře nebo obchodníka, který úmyslně poruší zákaz insider trading. Obdobně mohou být postiženy osoby, které se na nelegální činnosti pachatele podílely.

V neposlední řadě může Komise podat ministru spravedlnosti žádost o zahájení trestního stíhání. Podle §32(a) SEA může být osoba, která úmyslně poruší zákaz zneužití vnitřních informací, odsouzena k peněžitému trestu nebo k trestu odnětí svobody. Při přijetí SEA byl peněžitý trest stanoven v maximální výši 10.000.- USD a horní hranice trestu odnětí svobody byla 5 let. Pozdější úpravy tyto tresty zpřísnily. Pachatel mohl být shledán vinným v trestním řízení, pouze pokud porušil svěřeneckou povinnost. Z toho plyne, že se nemohlo jednat o porušení povinnosti neprofitovat z krátkodobých obchodů podle §16b SEA.[\[131\]](#) 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 o náhradu škody podaných soukromými osobami.

Ačkoli by se mohlo zdát, že nástroje pro potírání insider trading byly početné a vyhovující, praxe ukázala, že jejich efekt nebyl dostatečný. V roce 1984 přijal Kongres nový zákon, který měl reagovat na vzrůstající výskyt zneužívání vnitřních informací zavedením přísnějších sankcí - Insider Trading Sanctions Act.

ITSA zvyšuje jak civilní tak trestní postihy za insider trading. Zákon novelizuje §21(d) SEA a dává tak Komisi možnost požadovat udělení pokuty až do výše „trojnásobku nelegálního zisku nebo nelegálně zamezené ztráty“ osobě, která „poruší zákaz nákupem nebo prodejem cenného papíru v době, kdy má k dispozici neveřejnou kurzotvornou informaci“. Komise se tedy může domáhat jak vydání nezákonného zisku (skutečného nebo zisku v podobě zamezené ztráty), tak uložení pokuty ve výši trojnásobku této částky. Celkem tedy zasloučení hrozí, že bude muset v rámci civilního řízení muset zaplatit částku rovnající se čtyřnásobku jeho zisku z nelegálního obchodu. Komise však nemusí vždy požadovat celý čtyřnásobek. Soud také může výši částky upravit s ohledem na konkrétní okolnosti případu, jako je např. míra zavinění. Využití žaloby dle §21 SEA nebrání Komisi použít ostatní výše zmíněné sankční prostředky.

ITSA také zvýšil peněžitý trest za insider trading, který může být uložen v rámci zahájeného trestního řízení, z 10.000,- USD na 100.000,- USD.

V roce 1988 byly sankce opět zvýšeny, a to zákonem Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act. Peněžitý trest byl zvýšen pro fyzické osoby až na 1.000.000,- USD, pro právnické až na 2.500.000,- USD. Kromě toho také zákon explicitně stanovil, že soukromé osoby, které obchodovaly ve stejné době jako zaskvěcenec, mohou po zaskvěcenci požadovat náhradu škody až do celkové výše profitu zaskvěcence. Tato částka se však snižuje o částku, kterou musel zaskvěcenec vydat Komisi. Zákon dále stanovuje solidární odpovědnost za škodu pro poskytovatele a příjemce tipu.

Podstatnou změnou, kterou zákon rovněž přinesl do stávajícího systému, je možnost uložení sankcí osobám odpovídajícím za chování zaskvěcence - (typicky půjde např. o zaměstnavatele). Odpovědnost nastupuje, pokud je splněna jedna z následujících dvou podmínek:

1. Osoba věděla nebo měla vědět, že se zaskvěcenec hodlá zneužít vnitřní informace.
2. Osoba úmyslně nebo díky hrubé nedbalosti nezavedla nebo nezajistila dodržování vnitřních předpisů a postupů, které měly předejít insider trading.

Tato změna přiměla společnosti revidovat své interní postupy a zavést či zpřesnit interní předpisy s cílem vyloučit insider trading. Z hlediska prevence zneužití vnitřních informací se jistě jednalo o velmi významný krok.

Poslední novinkou, kterou ITSFEA přinesl, je možnost zaplatit odměnu informátorům, kteří Komisi upozorní na provozovaný insider trading. Odměna může dosáhnout až 10% uložené pokuty.

Poslední změnou právní úpravy bylo přijetí zákona Sarbanes-Oxley Act v roce 2002. Zákon zvýšil horní hranici peněžitého trestu za insider trading na 5.000.000,- pro fyzické osoby a na 25.000.000,- USD pro právnické osoby. Navíc zvýšil horní hranici trestu odnětí svobody na 20 let.

Při rozhodování o vině pachatele existují rozdílné požadavky na míru prokázání viny v civilním a trestním řízení. Zatímco v civilním řízení se uplatní zásada nutnost prokázat vinu do stádia „převahy důkazů“, v trestním řízení musí být vina prokázána „mimo rozumnou pochybnost“.

Ke shora popsaných sankcím ještě přistupuje povinnost vydat emitentovi prospěch získaný porušením zákazu profitování z krátkodobých obchodů (§16b SEA). Tato povinnost byla podrobně popsána v kapitole 4.4 této práce.

Pokud vnitřní informace emitenta zneužije osoba podléhající vnitřním předpisům tohoto emitenta, bude zpravidla sankcionována rovněž emitentem. Sankce opět závisí na vnitřních předpisech emitenta, bude se jednat např. o ztrátu nároku na bonus, odvolání z určité pozice nebo propuštění ze zaměstnání.

Úprava sankcí prošla od doby počátku regulace zneužití vnitřní informace na federální úrovni mnoha změnami. Je zřejmé, že pouhé zvyšování sankcí nebylo dostatečně účinné. Za velmi dobrý tah považují zavedení pokut pro osoby odpovídající za chování zaskvěcence. Smysl tohoto ustanovení nespočívá ve výběru pokut, ale v jeho skutečném efektu - zapojení obchodních společností do boje proti insider trading. Tím byla posílena tolik žádoucí prevence. Za velmi odstrašující považují možnost kumulace sankčních prostředků.

Celkově se dá říci, že v současné době jsou sankce dostatečně přísné na to, aby dosáhly žádoucího efektu. Za rozhodující přitom považují zejména trest odnětí svobody. Zisky z nelegálního obchodování mohou být velmi vysoké a limitované peněžité tresty nemusí vždy pro zasvěcence znamenat zásadní hrozbu. Trest odnětí svobody finanční sankci vhodně doplňuje a činí tak insider trading velmi riskantním i pro zámožné investory.

## 5. Srovnání s právní úpravou v ČR

Právní problematika insider trading je v České republice v současnosti upravena především v zákoně č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen ZPKT).<sup>[132]</sup> Zákonnou úpravu dále rozvádějí vyhlášky č. 355/2004 Sb., kterou se mimo jiné stanoví způsob informování České národní banky o využívání vnitřních informací a o manipulaci s trhem, a 536/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu<sup>[133]</sup>. Speciální ustanovení pro oblast nabídky převzetí obsahuje zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (§183e odst. 1 a 6). Trestní důsledky některých forem insider trading jsou zakotveny v trestním zákoně č. 140/1961 Sb (§128).

Na rozdíl od právní úpravy existující v USA je jádro české úpravy poměrně nové a není důsledkem vývoje místního kapitálového trhu. Za jeho současnou podobou stojí nutnost harmonizace českého práva s právem Evropských společenství.

V oblasti insider trading se jednalo zejména o transpozici směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2003/6/ES. Tato směrnice byla provedena mj. nařízením Evropské komise č. 2273/2003, které v návaznosti na článek 8 směrnice vyňalo určité druhy obchodů na kapitálovém trhu ze zákazu využití vnitřní informace. Další předpisy ES, které bylo nutné při transpozici problematiky insider trading vzít v úvahu, byly směrnice Komise č. 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES.

Časová tíseň zákonodárce při koncipování zákona o podnikání na kapitálovém trhu dala vzniknout předpisu, který nebyl odbornou veřejností přijat kladně.<sup>[134]</sup> Zákonu byla vytýkána vnitřní rozpornost jednotlivých ustanovení a chybná transpozice příslušných norem ES. V oblasti insider trading se například jednalo o neúplnou transpozici článku 8 směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2003/6/ES, kdy do textu českého právního předpisu nebyla převzata výjimka ze zákazu využití vnitřních informací.<sup>[135]</sup>

Bylo tedy přistoupeno k důkladné novelizaci tohoto zákona, a to zejména zákonem č. 56/2006 Sb. Tato novela byla nazývána novelou technickou, její rozsah byl však značný. Účinnosti nabyla dne 8.3.2006, tedy pouhý měsíc a tři týdny před zpracováním tohoto textu. Novelu 57/2006 Sb. a 70/2006 Sb. nabyly účinnosti dne 1.4.2006.

Ze shora uvedeného je zřejmé, že právní úprava insider trading v České republice se teprve začíná formovat. Samotný zákon o podnikání na kapitálovém trhu byl již za dobu své krátké existence (cca 2 roky) novelizován celkem sedmkrát.<sup>[136]</sup> To je třeba považovat za spíše negativní skutečnost, zejména z hlediska efektivity právních norem. Aby mohla norma mít zákonodárcem zamýšlené důsledky, musí s ní být adresát efektivně obeznámen a musí být schopen se podle této normy chovat. Časté změny zákonů spojené s velmi krátkými legisvakantními lhůtami<sup>[137]</sup> vnášejí do oblasti obchodování na kapitálovém trhu nejistotu a zmatek. Adresáti norem týkajících se insider trading nejsou pouze profesionální obchodníci, ale i osoby, které tuto problematiku běžně nesledují.<sup>[138]</sup> Z tohoto důvodu nelze předpokládat, že tyto osoby budou průběžně sledovat legislativní proces a budou schopny své jednání změnit okamžitě po zveřejnění normy ve sbírce zákonů nebo ve velmi krátké lhůtě poté. Stejně platí i pro obchodní společnosti, které mají zavedené vnitřní normy zabývající se problematikou insider trading. V některých případech zákon přijetí vnitřních předpisů

výslovně ukládá.[139] Přizpůsobení interních norem požadavkům zákona a efektivní komunikace těchto norem příslušným zaměstnancům jsou během velmi krátké (případně žádné) legisvakanční lhůty možné pouze teoreticky. Sankce za porušení ustanovení o ochraně vnitřních informací jsou přitom značné.[140] Z tohoto důvodu se jeví jako vhodné doporučit prodloužení legisvakančních lhůt u takových předpisů týkajících se ochrany vnitřních informací (a jejich novel), které stanovují nebo mění práva a povinnosti širšímu okruhu osob (nejen profesionálům v oblasti kapitálových trhů). To samé lze doporučit u předpisů nebo novel, kde lze rozumně předpokládat potřebu jejich zapracování do interních předpisů a postupů příslušných subjektů kapitálového trhu. [141]

Argument nutnosti dostát časovým lhůtám pro transpozici předpisů Evropských společenství do českého právního řádu, který bývá v praxi používán jako odůvodnění spěšného přijímání nových českých předpisů nižší kvality, je třeba odmítnout. Důvodů je hned několik.

Předně by pro zákonodárce neměla být časová tíseň výmluvou, ale spíše impulsem k vytvoření fungujícího legislativního aparátu, případně jeho posílení. Proces implementace práva ES zdaleka nekončí, bylo by tedy vhodné zrevidovat současný proces a odstranit jeho nedostatky.

Spěšná implementace práva ES do českého právního řádu často končí nedokonalou transpozicí, kterou je třeba opravovat pozdějšími předpisy. Tyto pozdější novely tak prokazují, že k transpozici v podstatě nedošlo, resp., že nebyla úplná.[142] Česká republika tak sama sděluje, že nesplnila svůj závazek předpis ES implementovat. Kromě sankce ze strany Evropských společenství tak republika riskuje žaloby ze stran jednotlivců, kterým byla nedokonalou transpozicí způsobena škoda.[143] Nedokonalá implementace rovněž vytváří značné problémy související s tzv. nepřímým účinkem práva ES[144]. Členské státy mají povinnost vykládat své národní právo tak, aby bylo dosaženo cíle příslušné komunitární normy, která není přímo použitelná. Nedokonalá transpozice, přesněji opomenutí části předpisu ES při transpozici, by po vypršení lhůty k transpozici mohlo vést ke změně standardního (tradičního) výkladu českého předpisu bez změny jeho samotného textu. Tato skutečnost je z hlediska právní jistoty značně problematická. Proto je zcela nezbytné při přizpůsobování českého práva úzkostlivě dbát na úplnost implementace.

V neposlední řadě považuji za nutné zdůraznit problematiku soutěže právních řádů. Hektické a nekvalitní změny právních předpisů vytvářejí právní nejistotu, kterou podnikající subjekty zvažují při rozvoji svých aktivit. Pokud bude zákonodárce pokračovat v nastoleném stylu, můžeme očekávat odliv podnikatelských aktivit do oblastí stabilnějších právních řádů jiných členských zemí. To by pro Českou republiku mělo nesporně negativní důsledky nejen ve fiskální oblasti.

Ze shora uvedeného plyne, že by bylo vhodné, aby stát při zákonodárném procesu kladl vyšší důraz na výslednou kvalitu právního předpisu a nespokojil se pouze termínově úspěšnou transpozicí. Následky nekvalitní implementace nejsou sice na první pohled zřejmé, z dlouhodobějšího hlediska jsou však velmi negativní.

## **5.1 Stav české odborné literatury v oblasti insider trading**

Vzhledem k relativní novosti právní úpravy a jejím častým změnám existuje velmi málo článků v odborné literatuře. Zabývají se většinou úrovní souladu předpisů s právem EU, dále se jedná o články, které novou úpravu spíše oznamují a popisují[145].

Tematikou shody nových předpisů s právem EU se odborná literatura zabývala především před přijetím zákona č. 56/2006 Sb, který novelizoval ZPKT. V oblasti insider trading byla ZPKT vytýkána nedokonalá transpozice, zejména v otázkách definice vnitřní informace, seznamu zasvěcených osob a oznamování manažerských obchodů.[146] Zákon 56/2006 Sb. tyto nedostatky napravil a na jeho základě se opět objevily odborné články popisující provedené změny.[147]

V současné době se již nová právní úprava začíná objevovat v obecnějších publikacích zabývajících se kapitálovým trhem nebo finančním právem.[\[148\]](#) Monografie na téma insider trading však stále chybí.

Celkově lze shrnout, že literatura týkající se dnes platné regulace insider trading není příliš rozsáhlá. Prozatím nejsou dostupná obsáhlejší pojednání o základních prvcích této problematiky, postrádám rovněž diskusi o efektivitě a vhodnosti nové úpravy pro kapitálový trh v České republice.

Tento stav je pochopitelný, v době turbulentních změn právní úpravy, jejichž hnacím motorem je snaha o soulad s předpisy ES, zřejmě ani nic jiného očekávat nelze. Po ustálení textů právních předpisů můžeme očekávat diskusi ohledně kvality a praktičnosti jednotlivých ustanovení.

V následujícím textu si dovoluji provést komparaci právní úpravy insider trading v USA a v České republice a z tohoto porovnání vyvodit doporučení pro změny české úpravy.

## 5.2 Prameny úpravy

Prameny právní úpravy insider trading v ČR a USA jsou druhově rozdílné. Tento rozdíl je dán především odlišnými právními systémy obou zemí. Kontinentální systém, na kterém je založeno právo v ČR, klade daleko větší důraz na normotvorbu zákonodárce, soudní rozhodnutí nejsou prameny práva. V České republice budou tedy mezi prameny právní úpravy insider trading patřit především obecně závazné předpisy vydávané státními orgány. Vzhledem k členství České republiky v Evropské unii k národní úpravě rovněž přistupují komunitární předpisy s přímým účinkem[\[149\]](#). Judikatura může hrát pouze roli pomocnou, není obecně právně závazná. Rozhodnutím vyšších soudů však nelze upřít faktický vliv na rozhodování nižších instancí. Judikatura pro oblast insider trading v jeho současné kodifikované podobě však prozatím chybí.

Právní systém v USA je řazen k systémům common-law. Soudní precedenty zde mají povahu pramene práva a jsou v oblasti insider trading pramenem dominujícím. Dále je problematika regulována zákony a pravidly SEC, které komise vydala na základě svého zmocnění v zákoně o obchodování s cennými papíry z roku 1938 (čl. 10b).

Česká úprava nicméně přistupuje k regulaci podobně jako její americký protějšek – hlavní zákonodárny orgán stanoví základní rámec a ústřední státní orgán zabývající se kapitálovým trhem úpravu dotvoří. Podobně jako pravidla SEC v USA budou vyhlášky ČNB (dříve Komise pro cenné papíry) zřejmě hlavním nástrojem, kterým bude třeba dopracovat obecnou úpravu popsanou v zákonech.

## 5.3 Vnitřní informace

Pojem vnitřní informace vykazuje v obou právních úpravách podobné znaky. V české nalezneme pozitivní definici v §124 odst. 1 ZPKT. Definice je dále rozvedena v §3 vyhlášky č. [536/2004](#) Sb. Podle naší úpravy jde o vnitřní informaci, pokud informace:

1. Je přesná.
2. Týká se k finančního nástroje,[\[150\]](#) jiného nástroje, který nebyl přijat k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie a jehož hodnota se odvozuje od finančního nástroje, emitenta takových finančních nástrojů nebo jiné skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny takového finančního nástroje nebo jeho výnosu.
3. Není veřejně známá.

4. Mohla by poté, kdy by se stala veřejně známou, významně ovlivnit kurz nebo výnos tohoto finančního nástroje nebo jiného nástroje, jehož hodnota se odvozuje od tohoto finančního nástroje.

Vyhláška dále stanoví náležitosti vnitřní informace ve vztahu ke komoditnímu derivátu.[\[151\]](#)

Jelikož úprava ve Spojených státech nedisponuje obecně závazným právním předpisem obsahujícím pojem vnitřní informace, je nutné nalézt definici v judikatuře. Ta se průběžně měnila a zpřesňovala, jak bylo již popsáno na jiných místech této práce. Lze uzavřít, že vnitřní informace v právu USA má tuto podobu:

1. Obsahuje skutečnost, která již existuje nebo velmi pravděpodobně nastane v budoucnu.[\[152\]](#)
2. Tato skutečnost se týká emitenta cenných papírů nebo cenných papírů s emitentem spojených.[\[153\]](#)
3. Je kurzotvorná.[\[154\]](#)
4. Nebyla zveřejněna.[\[155\]](#)

Zajímavou skutečností je, že pojem vnitřní informace nemá v USA vztah ke komoditnímu derivátu. Podvody a manipulace při obchodování s komoditními deriváty v USA regulovány jsou, ovšem není to v rámci úpravy insider trading. Tato skutečnost souvisí se základním předpokladem odpovědnosti za insider trading v USA – existencí svěřenecké povinnosti vůči emitentu cenných papírů nebo zdroji informace.

### **5.3.1 Přesnost**

Aby mohla být informace pro oblast českého práva považována za přesnou, musí jejím obsahem být „skutečnost, která nastala, nebo skutečnost, kterou lze v budoucnu důvodně očekávat“. Informace musí být dále tak určitá, aby bylo možno učinit závěr o vlivu této skutečnosti na kurz příslušného investičního nástroje nebo od něj odvozeného derivátu. [\[156\]](#)

První podmínkou přesnosti je tedy očekávanost skutečnosti. Česká koncepce je velmi blízká americkému pojetí – rovněž připouští, aby skutečnost, která je předmětem informace, nastala v budoucnu, musí to však být skutečnost „důvodně očekávaná“.

V této oblasti lze však v budoucnu v ČR předpokládat interpretační potíže. Zákonodárce by se měl pokusit o jisté upřesnění nebo alespoň demonstrativní výčet měřítek „důvodnosti očekávání“. Nejasnost tohoto požadavku dospěla v USA až před Nejvyšší soud. Ten se s tímto problémem vypořádal ve svém rozhodnutí Basic Inc. v. Levinson,[\[157\]](#) kdy konstatoval, že posouzení důvodnosti by mělo být provedeno s ohledem na konkrétní okolnosti každého případu, nicméně uvedl jisté okolnosti, které mohou vést k závěru, že očekávání je důvodné. Těmi jsou například známky zájmu na uskutečnění transakce na nejvyšších úrovních ve společnosti, rozhodnutí představenstva, pokyny investičním bankéřům, pozitivně se vyvíjející jednání mezi řediteli společností nebo jejich zástupci atd.

V českém právním řádu judikatura není pramenem práva, proto se zákonodárce nemůže příliš spolehnout, že neurčitý text zákona bude možné dál dopracovat rozhodnutími soudů. Proto se zdá vhodné doporučit zakomponování určitých měřítek pro posuzování „důvodnosti očekávání“ do naší právní úpravy. Domnívám se, že z hlediska flexibility úpravy je nezbytné, aby se jednalo o výčet demonstrativní.[\[158\]](#)

Druhou podmínku přesnosti informace je její určitost - závěr o jejím případném vlivu na kurz investičního nástroje nebo derivátu. V právu USA je určitost informace zkoumána pouze v kontextu kurzotvornosti. Česká úprava možná poněkud nadbytečně požaduje zkoumání možnosti učinění závěru a vlivu informace na kurz v rámci požadavku na přesnost, [159] když dalším pojmovým znakem vnitřní informace je, že se jedná o informaci, „o které lze předpokládat, že by ji rozumný investor vzal v úvahu při investičním rozhodování“. [160] Nabízí se otázka, zda by rozumný investor při svém investičním rozhodování vzal v úvahu informaci, jejíž vliv na kurz nebo výnos investičního nástroje nemůže posoudit. Odpověď by zřejmě byla negativní. Úsudek o vlivu na kurz nebo výnos je jednou z neopominutelných úvah tvořících investiční rozhodování, a právní úprava tedy tuto úvahu zbytečně vyžaduje duplicitně. Lze tedy přisvědčit americké právní úpravě a vyžadovat tuto úvahu pouze při zkoumání kurzotvornosti.

### **5.3.2 Vztah informace k investičnímu nástroji**

V českém právu se vnitřní informace musí přímo nebo nepřímo týkat

- a) finančního nástroje, jiného nástroje, který nebyl přijat k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie a jehož hodnota se odvozuje od finančního nástroje,
- b) emitenta takových finančních nástrojů, nebo
- c) jiné skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny finančního nástroje nebo jeho výnosu.

V americkém právu je zvolen poněkud odlišný přístup - právo nikde neposkytuje obecně závazný taxativní výčet toho, čeho se vnitřní informace má přesně týkat a nechává vše na posouzení v konkrétních případech. Informace musí být kurzotvorná, tj. musí se týkat takových skutečností, které jsou významné pro vývoj kurzu nebo výnosu na relevantním trhu. Za pokus o demonstrativní vymezení možného obsahu vnitřní informace můžeme považovat položkový seznam okruhů informací, který je obsažen v oznamovacím formuláři 8-K. O tomto formuláři byl již podán výklad v kapitole 4.6 této práce.

### **5.3.3 Neveřejná povaha vnitřní informace**

Česká právní úprava si v této otázce vystačí s podmínkou, že informace „není veřejně známá“ (§124 ZPKT), přičemž výklad příslušného ustanovení plně ponechává na praxi [161]. Americká úprava se vydala podobnou cestou. Problematikou okamžiku, kdy lze již informaci považovat za zveřejněnou, se zabýval Nejvyšší soud především v případě Texas Gulf Sulphur. [162] Soud dospěl k závěru, že tímto okamžikem není pouhé oznámení informace veřejnosti, investoři musí mít čas informaci vstřebat a na jejím základě jednat. Soud shledal obchodování na základě vnitřní informace bezprostředně po tiskové konferenci, na které byla tato informace zveřejněna, v rozporu s požadavkem zveřejnění před obchodováním. Podle názoru soudu museli zasvěcenci minimálně vyčkat do okamžiku, kdy lze důvodně očekávat, že se zpráva objeví v telegrafickém zpravodajství Dow Jones - zpravodajského systému, který přenáší zprávy pro makléře a profesionální investory. Tím nastavil standard efektivního zveřejnění (jako protiklad prostému poskytnutí informace veřejnosti), který je v USA používán dodnes.

Tento přístup, kdy okamžik poskytnutí informace veřejnosti ještě není považován za zveřejnění informace, by bylo vhodné přijmout i v českém prostředí. Smyslem zákazu insider trading je snaha o dosažení rovnosti v přístupu k informacím v rámci široké investující veřejnosti. S tímto požadavkem se příliš neslučuje považovat za zveřejnění okamžik poskytnutí informace veřejnosti, protože v tento okamžik nejsou investoři s informací seznámeni a nemohou na jejím základě jednat. Investorům musí být poskytnut čas k zpracování a vyhodnocení informace. [163]

Otázkou je, jak dlouhý by tento čas měl být a zda by bylo vhodné stanovit přesné lhůty. Odpověď je opět ponechána praxi. Na rozdíl od některých českých autorů<sup>[164]</sup> se domnívám, že z hlediska právní jistoty by bylo vhodné paušální lhůty stanovit minimálně u zveřejnění informace prostřednictvím „hromadně a pravidelně navštěvovaného finančního serveru, který se zabývá šířením informací vztahujících se ke kapitálovému trhu“.<sup>[165]</sup>

### 5.3.4 Kurzotvornost

Téměř doslovný soulad mezi právními úpravami panuje v oblasti posuzování kurzotvornosti.

Kurzotvorností je třeba v české úpravě rozumět podmínku, aby informace „mohla významně ovlivnit kurz nebo výnos tohoto finančního nástroje nebo jiného nástroje, jehož hodnota se odvozuje od tohoto finančního nástroje“.<sup>[166]</sup>

Tento požadavek poté konkretizuje vyhláška 536/2004 Sb., která stanoví, že se jím rozumí „taková informace, o které lze předpokládat, že by ji rozumný investor vzal v úvahu při investičním rozhodování“ (§2 odst. 2).<sup>[167]</sup>

Definice současně používaná v americkém řádu vychází z rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věci TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.<sup>[168]</sup> Informace je dle tohoto rozhodnutí kurzotvorná, pokud „existuje značná pravděpodobnost, že by jí po odhalení rozumný investor považoval za závažnou“ při rozhodování o koupi nebo prodeji cenných papírů. Je zřejmé, že svým obsahem se s definicí v českém právním řádu shoduje.

Měřitko rozumného investora v české úpravě považuji za vhodně zvolené. Zdá se být použitelnější než původní (neupřesněné) znění, které obsahuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu a které vychází ze směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2003/06/ES.<sup>[169]</sup> Ideálem pro účastníky kapitálového trhu by samozřejmě bylo stanovit přesná a jasně měřitelná kritéria. Vzhledem k rozmanitosti kapitálového trhu by to však nebylo možné bez značné míry kazuistiky. Jsem toho názoru, že lepším řešením bude ponechat problematiku k posouzení v konkrétních případech.

Celkově lze říci, že definice vnitřní informace je v českém právu vytyčena prozatím pouze v obrysech. Americké právo má díky svému téměř stoletému náskoku značnou výhodu v propracované judikatuře. Skutečný obsah dá české úpravě až praxe. Bude na ní, aby dotvořila pojem vnitřní informace do vyvážené podoby, která bude chránit investory na kapitálovém trhu a zároveň nebude příliš omezovat obchodování osob, které s vnitřními informacemi přicházejí do styku.

## 5.4 Zasvěcené osoby

Zasvěcenou osobou je v českém právu osoba, která získá vnitřní informaci v souvislosti s výkonem svého zaměstnání, povolání nebo funkce, v souvislosti se svým podílem na základním kapitálu emitenta nebo podílem na hlasovacích právech emitenta, plněním svých povinností nebo v souvislosti s trestným činem. Zasvěcenou osobou je též osoba, která získala vnitřní informaci jiným způsobem a ví nebo musí vědět, že jde o vnitřní informaci (§124 odst. 3 ZPKT).

Český právní řád tedy stanovuje podobné okruhy osob jako úprava v USA<sup>[170]</sup> s jedním velmi podstatným rozdílem. Tím je požadavek existence svěřenecké povinnosti ke zdroji informace<sup>[171]</sup><sup>[172]</sup>. Primárním zdrojem odpovědnosti dle amerického práva totiž není samotné užití nezveřejněné informace, ale především porušení vztahu důvěry, který existuje mezi zdrojem informace a zasvěcencem. Zasvěcenou osobou může tedy být pouze osoba, která má ke zdroji informace svěřeneckou povinnost, případně osoba, která od této osoby dostane tip.

Pro účely srovnání se pokusíme rozdělit zasvěcené osoby do několika kategorií. Český zákonodárce zahrnul výčet těchto osob do jediného ustanovení (§124 odst. 3 ZPKT), což je zcela pochopitelné, protože pro všechny zasvěcence stanovil stejné zákazy a nahlíží na ně bez rozdílu. Pro účely

porovnání s úpravou v USA však bude vhodné rozdělit zasměcené osoby do tří skupin - primární zasměcenci, sekundární zasměcenci a ostatní.

### **5.4.1 Primární zasměcenci**

Za primární zasměcence lze označit ty osoby, které získaly vnitřní informaci díky svému vztahu ke společnosti. Těmito zasměcenci byly v USA původně pouze osoby uvedené v §16b zákona o obchodování s cennými papíry z roku 1934. Jedná se výlučně o osoby s přímým vztahem k emitentovi - ředitele, vedoucí pracovníky a akcionáře vlastníci více než 10% akcií emitenta. Později byla v návaznosti na pravidlo 10b-5 definice rozšířena na všechny osoby, které jsou k emitentovi „v takovém vztahu, který jim umožňuje přístup k informacím, které by měly sloužit pouze pro vnitřní účely společnosti“ [173] Jedná se tedy jak o osoby, které se pravidelně podílí na rozhodování ve společnosti, a tedy i na tvorbě vnitřních informací, případně s těmito informacemi přicházejí do styku (přímí zasměcenci), tak o osoby, které poskytují společnosti služby na smluvním základě, např. právníky, finanční poradce nebo auditory, případně o osoby, které se do styku s těmito informacemi dostanou na základě úředního pověření - např. státní úředníci při prováděných kontrolách (nepřímí zasměcenci). Zasměcená osoba musí být ke společnosti ve svěřeneckém vztahu. Pokud se jedná o přímého zasměcence, není nalezení tohoto vztahu problematické, pro nepřímé zasměcence je nutné splnit dvě podmínky: Společnost musí důvodně předpokládat, že osoba stojící mimo společnost bude udržovat odhalené informace v tajnosti a že vztah mezi společností a touto osobou tuto povinnost zahrnuje.

Česká úprava s podmínkou existence svěřenecké povinnosti nepočítá, okruh primárních zasměcenců vymezuje jako osoby, které se o vnitřní informaci dozvědí v souvislosti s výkonem svého zaměstnání, povolání nebo funkce, v souvislosti se svým podílem na základním kapitálu emitenta nebo podílem na hlasovacích právech emitenta. S výhradou neexistence požadavku svěřenecké povinnosti lze konstatovat, že okruh primárních zasměcenců je v obou úpravách téměř shodný.

### **5.4.2 Sekundární zasměcenci**

Za sekundární zasměcence lze označit osoby, které získají důvěrnou informaci od jiného zasměcence, tedy tzv. „příjemce tipu“. Česká úprava samostatnou definici neobsahuje, příjemce tipu tak spadá do poněkud širší skupiny definované jako „osoba, která získá vnitřní informaci jiným způsobem a ví nebo může vědět, že jde o vnitřní informaci“ [174]

V USA je příjemce tipu zasměcenou osobou, pouze pokud poskytovatel tipu porušil svěřeneckou povinnost nebo povinnost mlčenlivosti plynoucí z důvěrného vztahu neobchodní povahy [175] a pokud osoba přijímající tip o tomto porušení věděla nebo musela vědět. [176]

Americké pojetí je tedy značně užší. Nezahrnuje případy, kdy je tip poskytnut bez porušení svěřenecké povinnosti nebo jiného důvěrného vztahu neobchodní povahy. Tyto případy budou zahrnovat zejména situace, kdy je vnitřní informace poskytnuta nevědomě, a to i když bude příjemce vědět, že se jedná o vnitřní informaci. Příjemce může například tajně vyslechnout rozhovor dvou manažerů společnosti, jejichž konverzace vnitřní informaci obsahuje.

Požadavek porušení svěřenecké povinnosti je v souladu se základním principem americké koncepce odpovědnosti za insider trading. V tomto případě se však zdá jeho použití poměrně nevhodné. Lze přisvědčit české úpravě v tom, že pokud příjemce informace ví o tom, že získává vnitřní informaci, neměl by tuto informaci použít k obchodování. Toto pojetí dává vzhledem k cíli zákazu insider trading - odstranění nespravedlivé výhody vůči ostatním investorům - podstatně větší smysl a proto považují českou úpravu v této otázce za vhodnější.

### **5.4.3 Ostatní zasměcenci**

Pojem zasměcená osoba je v českém právu širší. Do skupiny „ostatní zasměcenci“ pro účely této práce zařadím osoby, které podle práva USA zasměcenci nejsou. Jsou to zejména osoby, které nejsou primárními nebo sekundárními zasměcenci a přesto získaly „v souvislosti s trestným činem“ nebo

„jinak“ vnitřní informaci.

Poměrně zajímavou a diskutabilní skutečností je, že zákon při získání informace trestným činem činí pachatele zasvěcenou osobou bez nutnosti splnění dalších podmínek.[\[177\]](#) Pachatel tak vůbec nemusí vědět, že se jedná o vnitřní informaci a přesto bude v případě obchodování odpovědný. Vzhledem k tomu, že osoby spojené se společností (primární i sekundární zasvěcenci) jsou osoby zmíněné v jiné části §124 odst. 3 ZPKT, je zřejmě smyslem klauzule „v souvislosti s trestným činem“ rozšířit odpovědnost na osoby stojící mimo společnost. Předmětem útoku v tomto trestném činu nemusí být přítom samotná informace. Může se jednat např. o krádež notebooku v kavárně, kdy pachatel má především zájem o notebook samotný, nikoli o data v něm obsažená. Mám za to, že získání informace trestným činem osobou, která stojí mimo společnost, je spíše bližší získání informace „jiným způsobem“. Pachatel by měl být považován za zasvěcence, pouze pokud ví nebo má vědět, že trestným činem získává vnitřní informaci. Tato vědomost by mohla být konstruována také jako vyvratitelná domněnka.

Osoby, které získaly informaci „jinak“ budou tvořit kromě příjemců tipů hlavně osoby, které se k vnitřní informaci dostanou náhodou, bez vědomí poskytovatele informace. Kategorie je výrazně širší než její americký protipól, který tvoří pouze příjemci tipu. S ohledem na ideál informační rovnosti investorů to lze považovat spíše za pozitivní skutečnost.

I se shora uvedenými výhradami lze konstatovat, že česká právní úprava je značně přehlednější a pro aplikaci praktičtější. To je dáno především díky absenci požadavku existence svěřenecké povinnosti. V otázce definice zasvěcené osoby, která má původ v směrnici Evropského parlamentu a Rady č. 2003/6/ES,[\[178\]](#) se Evropě podařilo vyhnout se jednomu z hlavních výkladových problémů americké úpravy.

## **5.5 Zákaz užití vnitřní informace a povinnost mlčenlivosti**

Povinnosti zasvěcené osoby jsou v českém právním řádu obsaženy především v §124 odst. 4-7 ZPKT. Podle jednotlivých odstavců je lze rozdělit na tři okruhy, které budou dále srovnány s americkou úpravou:

1. Zákaz využití vnitřní informace
2. Zákaz poskytování tipů
3. Povinnost mlčenlivosti

Pro úplnost je třeba dodat, že shora uvedené zákazy a povinnosti se nevztahují na operace uskutečňované Českou národní bankou, centrální bankou členského státu Evropské unie, Evropskou centrální bankou nebo jinou oprávněnou osobou při uskutečňování měnové nebo devizové politiky nebo při správě veřejného dluhu (§124 odst. 6 ZPKT).[\[179\]](#) Dále se nevztahují na jednání při zpětném odkupu vlastních investičních nástrojů nebo při cenové stabilizaci investičního nástroje za podmínek stanovených přímo použitelným právním předpisem Evropských společenství, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady o zneužívání trhu.[\[180\]](#)

### **5.5.1 Zákaz využití vnitřní informace**

Podle české úpravy zasvěcená osoba nesmí využít vnitřní informaci tím, že na svůj účet nebo na účet třetí osoby přímo nebo nepřímo nabude nebo zcizí finanční nástroj, jehož se vnitřní informace týká, nebo se o jeho nabytí či zcizení pokusí; to neplatí, jestliže zasvěcená osoba plní svůj závazek ze smlouvy uzavřené před získáním této informace (§124 odst. 4 písm a) ZPKT). Samotné upuštění od

nabytí nebo zcizení finančního nástroje následkem získání vnitřní informace není v českém ani v americkém pojetí chápáno jako „využití vnitřní informace“.

Ačkoli česká úprava mluví o „využití“ informace, definuje tento pojem v podstatě jako „nabytí nebo zcizení“ finančního nástroje nebo pokus tak učinit. Zcela tedy opomíjí subjektivní složku - fakt, zda znalost vnitřní informace skutečně hrála roli při rozhodování zasloučené osoby o provedení obchodu. Tento přístup se nezdá být vhodný. Je zcela zřejmé, že může nastat situace, kdy zasloučená osoba obchoduje na základě jiného impulsu, než jakým je vnitřní informace. Může se jednat např. o náhlou nabídku prodeje bytu v místě, ve kterém má zasloučenec dlouhodobý (doložitelný) zájem bydlet a na podobnou nabídku čeká již roky. Aby nebyl předstížen jiným kupujícím, je nucen rychle zajistit potřebnou hotovost. Pokud má své úspory investované v cenných papírech, nemá jinou možnost než je prodat. Existuje řada dalších podobných případů, kdy obchodování s vědomím o vnitřní informaci nemůže být považováno za „využití“ vnitřní informace.[\[181\]](#) S ohledem na to, že principem zákazu insider trading je především zamezit použití vnitřní informace jako výhody oproti ostatním obchodujícím investorům, nedává příliš smyslu sankcionovat obchody provedené s vědomím vnitřní informace, avšak při kterých vnitřní informace nebyla rozhodujícím impulsem pro obchodování, navíc pokud by obchod byl uskutečněn i bez znalosti vnitřní informace.

Ve Spojených státech je problém *Possession v. Use* předmětem rozsáhlé debaty, která nebyla ještě uspokojivě ukončena. V případě *United States v. Teicher*[\[182\]](#) Soud druhého obvodu použil standard pouhé držby informace, nevyžadoval její užití. Rozhodnutí ve věci *SEC v. Adler*[\[183\]](#) byl však tento standard Soudem jedenáctého obvodu odmítnut ve prospěch standardu skutečného použití informace. Nejvyšší soud v rozhodnutí ve věci *United States v. O'Hagan*[\[184\]](#) naznačil, že bude aplikovat spíše standard skutečného použití informace. SEC se svým pravidlem 10b5-1[\[185\]](#) pokusila otázku vyjasnit taxativním výčtem okolností, které vylučují odpovědnost za insider trading - umožnila obchodování na základě plánu časově předcházejícímu získání vnitřní informace. Za tuto svou iniciativu sklidila kritiku odborné veřejnosti, kdy jí bylo zejména vytýkáno, že pravidlo přesahuje hranice zákonného zmocnění SEC k vydávání norem.[\[186\]](#)

Výjimka obdobná pravidlu 10b5-1 existuje i v českém právním řádu. Zasloučená osoba obchodující se znalostí vnitřní informace nejedná nezákonně, pokud tímto obchodem „plní svůj závazek ze smlouvy uzavřené před získáním vnitřní informace“ (§124 odst. 4 ZPKT *in fine*). Bohužel je třeba konstatovat, že uvedené ustanovení ZPKT trpí zásadním nedostatkem v transpozici a jeho praktický smysl je značně zeslabován jeho obecnou povahou.

Původ ustanovení je třeba hledat ve směrnici Evropského parlamentu a Rady č. 2003/6/ES, konkrétně v článku 2 odstavci 4 této směrnice. Výjimka ze zákazu obchodování je zde stanovena odlišně. Směrnice stanovuje, že se má jednat o závazek nabýt nebo zcizit cenné papíry. Toto upřesnění české právo postrádá. Teoreticky tak umožňuje insider trading i případech, kdy závazkem není nabýt nebo zcizit cenné papíry. Přestavme si například jednoduchou smlouvu o správě majetku, kdy správce je zavázán „učinit veškerá opatření k zabránění snížení celkové hodnoty spravovaného majetku“. Pokud by se takový správce dozvěděl vnitřní informaci, jejíž odhalení povede ke ztrátě hodnoty cenných papírů, které jsou součástí spravovaného majetku, byl by podle smlouvy povinen této ztrátě zabránit. Svůj závazek by splnil prodejem cenných papírů před zveřejněním informace. Podle současné podoby zákazu v ZPKT by se na takový prodej vztahovala výjimka ze zákazu obchodování. To zcela jistě nemohl být úmysl zákonodárce.

Vzhledem k veřejnoprávní povaze ZPKT je otázkou, zda lze tuto mezeru v zákoně zaplnit výkladem pojmu „závazek“, který by směřoval ke zúžení tohoto pojmu a zpřesnění obsahu tohoto závazku. Domnívám se, že stěží. Jednalo by se totiž bezpochyby o výklad k tíži potenciálního pachatele deliktu, tedy o výklad na poli veřejného práva velmi diskutabilní.[\[187\]](#)

Zdá se tedy vhodné doporučit českým a evropským zákonodárcům, aby se pokusili o přesnější

definici smlouvy, případně závazků, jejichž plnění bude vyňato ze zákazu insider trading. Stejnému problému čelila americká právní úprava, SEC na stejný výkladový problém reagovala přijetím pravidla 10b5-1.[188] Toto pravidlo lze hodnotit jako přehledné a snadno využitelné v praxi. Domnívám se, že převzetím obdobného pravidla do českého právního řádu by zákonodárce úpravu značně zpřehlednil a výrazně usnadnil její aplikaci v praxi.

### **5.5.2 Poskytnutí tipu**

Česká právní úprava stejně jako americká zakazuje poskytování tipů třetím osobám. Zasvěcená osoba „*nesmí přímo nebo nepřímo učinit jiné osobě doporučení k nabytí nebo zcizení finančního nástroje, kterého se vnitřní informace týká*“ (§124 odst. 5 písm b) ZPKT).

Americká úprava na rozdíl od české nerozlišuje mezi poskytnutím vnitřní informace samotné a mezi poskytnutím „prostého“ tipu, zda prodat nebo koupit bez sdělení vnitřní informace[189]. To je dáno především odlišnou konstrukcí odpovědnosti za poskytnutí tipu, která je závislá na tom, zda zasvěcená osoba poskytnutím tipu porušila svěřeneckou povinnost nebo povinnost zachovávat důvěrnost informací, kterou měla ke zdroji této informace.[190] Pro odpovědnost příjemce tipu je nezbytné, aby o tomto porušení povinnosti věděl. Je třeba konstatovat, že americká konstrukce je značně komplikovanější než česká. Klade velké nároky na zkoumání vztahu poskytovatele tipu ke zdroji informace. Vzhledem k výkladovým problémům přijala SEC pravidlo 10b5-2, kde poskytla alespoň demonstrativní výčet vztahů, ze kterých může vzejít odpovědnost za obchodování na základě poskytnutého tipu.[191]

Odpovědnost příjemce tipu není v české úpravě zcela dořešena, protože v současné době neumožňuje postihnout osobu, která obchoduje na základě přijetí doporučení k obchodování, které neobsahuje samotnou vnitřní informaci, ačkoliv ví, že toto doporučení vychází z vnitřní informace, kterou má poskytovatel doporučení k dispozici. Lze přisvědčit americké právní úpravě a konstatovat, že odpovědnost za insider trading by měla dopadat i na osobu, která využije doporučení s vědomím, že se jedná o doporučení poskytnuté nelegálně. Tento přístup česká právní úprava postrádá a bylo by vhodné ji v tomto směru doplnit.

### **5.5.3 Povinnost mlčenlivosti**

Podle českého práva musí zasvěcená osoba „*zachovávat mlčenlivost o vnitřní informaci a zamezit jiné osobě přístup k této informaci, pokud sdělení této informace není součástí její běžné činnosti, povinnosti nebo zaměstnání; povinnost mlčenlivosti trvá i po zániku postavení zasvěcené osoby*“.[192] Na povinnost mlčenlivosti o vnitřní informaci se dále vztahují obecnější ustanovení ZPKT o mlčenlivosti ohledně informace, „*která může mít význam pro posouzení vývoje na kapitálovém trhu nebo může významně poškodit osobu využívající služby poskytované na kapitálovém trhu a která nebyla uveřejněna*“ (§124 odst. 4 písm. c) ZPKT).

Zákaz zveřejňovat důvěrné informace je v americkém právním řádu spíše než v rámci úpravy insider trading řešen v oblasti svěřeneckých povinností. Při adaptaci teorie „zveřejni, nebo se zdrž obchodování“ (disclose or abstain theory) v případě Texas Gulf Sulphur[193] soud konstatoval, že zveřejnění informace před provedením obchodu by z hlediska svěřeneckých povinností bylo možné, pouze pokud společnost nemá žádný legitimní důvod pro její utajování. Tyto situace však nastanou pouze velmi zřídka. Soud tedy uzavřel, že 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 zveřejnění. V oblasti insider trading je povinnost mlčenlivosti výslovně upravena pouze pro oblast nabídek převzetí, a to pravidlem 14e-3. V podstatě se zde jedná o zákaz poskytnutí tipu osobám, u nichž je předpoklad, že na základě této informace budou obchodovat.

Opět lze tedy konstatovat, že zásadním koncepčním rozdílem mezi oběma úpravami je požadavek existence svěřenecké povinnosti v americké úpravě. Bez svěřeneckého nebo důvěrného vztahu[194] ke zdroji informace není osoba, které je známa tato vnitřní informace, povinna o této informaci mlčet. To se netýká oblasti nabídek převzetí, kde platí obecný zákaz odhalit vnitřní informaci osobě, u které lze předpokládat, že takovou informaci využije k nelegálním obchodům.

Díky absenci požadavku vztahu ke zdroji informace je česká úprava v otázce povinnosti mlčenlivosti značně přehlednější a svoji poněkud širší koncepcí přináší větší jistotu informační rovnosti subjektů obchodujících na kapitálovém trhu.

Zajímavou otázkou týkající se české úpravy, na kterou zřejmě odpoví až praxe, je, kam až má zaslíbená osoba zajít při „zamezení přístupu“ k vnitřní informaci. Americká úprava se s touto otázkou opět vypořádá odkazem na svěřeneckou povinnost, česká úprava s podobným institutem však nepochybně a ocitá se tak na poněkud neprozkoumané půdě.

Na rozdíl od povinnosti mlčenlivosti se nejedná o povinnost, kterou lze splnit pasivně, bude tedy zřejmě vyžadováno, aby zaslíbená osoba aktivně podnikala kroky k zabránění získání vnitřní informace třetí osobou. Vzhledem k značné pokutě za porušení této povinnosti se domnívám, že tato povinnost není konstruována vhodně. Při doslovném výkladu totiž zaslíbenec poruší ustanovení zákona v každém případě, kdy třetí osoba získá vnitřní informaci, kterou má tento zaslíbenec k dispozici (tedy za situace, kdy zaslíbenec přístupu ke vnitřní informaci nezabránil). Bylo by nerozhodné, zda se tak stalo hrubou nedbalostí zaslívence, či naopak trestným činem nebo lstí ze strany třetí osoby. Pokud hodlá naše právní úprava stanovit povinnost zaslívence aktivně střežit vnitřní informaci, měla by jako měřítko splnění této povinnosti stanovit ne výsledek, ale spíše kvalitu opatření, která zaslíbenec učinil. Po každém zaslívenci nelze rozumně požadovat, aby zamezil všem (i nelegálním) pokusům o získání vnitřní informace, navíc pod pohrůžkou značných sankcí. Lze po něm však jistě požadovat učinění „přiměřených opatření“ za účelem zamezení přístupu k této informaci. Americká právní úprava v této otázce pracuje se standardem hrubé nedbalosti. Vzhledem ke shora uvedenému se zdá vhodné doporučit české úpravě to samé.

## 5.6 Povinnosti emitenta v souvislosti s vnitřními informacemi

Česká úprava podobně jako americká stanovuje detailní povinnosti emitenta finančního nástroje související s vnitřními informacemi. Podrobné porovnání těchto povinností není vzhledem k rozsahu této práce vhodné, pokusím se tedy o srovnání přístupu obou právních úprav v obecněji zaměřených celcích.

Obě právní úpravy kladou silný důraz na transparentnost. Český právní řád ukládá emitentovi zveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup a zaslat ČNB „každou vnitřní informaci, která se ho přímo týká“. Umožňuje přitom odložení zveřejnění ze „závažných důvodů“, pokud veřejnost není neuvěřitelně informována klamána a emitent je schopen zajistit důvěrnost informace. O odložení musí uvědomit ČNB.

V USA právní předpisy ani pravidla SEC neukládají emitentovi zveřejnit každou vnitřní informaci. Zákonná povinnost zveřejnit vnitřní informace je konstruována poněkud odlišně - v návaznosti na zmocnění v zákoně Sarbanes-Oxley Act z roku 2002 stanovila SEC emitentům povinnost do čtyř pracovních dnů předat SEC informace o skutečnostech, které jsou definovány ve formuláři 8-K.[195] Komise poté tyto skutečnosti zpřístupní veřejnosti v rámci svého systému EDGAR.[196]

Požadavky kladené na corporate governance ze strany burz vyžadují promptní zveřejňování každé

kurzotvorné informace přímo se týkající emitenta.[197] Stejně jako v ČR však umožňují zveřejnění odložit, pokud k tomu existují legitimní důvody.

Zajímavá povinnost, kterou české právo stanovuje pouze v kontextu nabídky převzetí (§183a odst. 1 a 6), je povinnost reagovat na neoficiální zvěsti, které se mohou týkat emitenta. Burzy v USA požadují, aby emitent na neoficiální zvěsti, pokud se začnou šířit, bez prodlení reagoval buď zveřejněním příslušné informace, nebo výslovným popřením skutečnosti, která je předmětem zvěsti.[198] Stejným způsobem by měl emitent reagovat, pokud je vzhledem na neobvyklou aktivitu na trhu zřejmé, že se důležitou vnitřní informací nepodařilo udržet v tajnosti.[199] Domnívám se, že tato dodatečná ochrana kvality informací týkajících se emitenta by měla být začleněna do české úpravy insider trading v širší podobě, než je tomu dosud, nikoli pouze v souvislosti s nabídkami převzetí.

Česká i americká úprava shodně obsahují povinnosti zajišťující rovný přístup investorů k informacím.[200] Jakmile vnitřní informace opustí sféru emitenta, je emitent povinen informaci zveřejnit, a to buď současně, pokud je sdělení informace třetí osobě záměrné, nebo neprodleně v případě neúmyslného odhalení.

Co se týká způsobu zveřejnění vnitřní informace, obě úpravy se shodně a logicky snaží zajistit oslovení co nejširší skupiny potencionálních investorů. Rozdíl spatřuji v přístupu, kdy americká právní úprava problematiku zveřejnění pojímá benevolentněji, jejím cílem je dosažení stanoveného výsledku, přičemž emitentovi je dána možnost vytvořit si takovou proceduru zveřejňování, aby byl požadovaný efekt dosažen. Existují však oficiální doporučení, jak tohoto efektu dosáhnout a procedura stanovená v těchto doporučeních je vzhledem k autoritě poskytujícího subjektu (SEC, NYSE, AMEX...) velmi často používaná.[201] Kromě zveřejnění americká úprava ještě požaduje zaslání informace v podobě formuláře 8-K do SEC, která ji uveřejní prostřednictvím svého systému EDGAR.[202]

Česká právní úprava rovněž dává emitentovi volbu, avšak pouze mezi explicitně stanovenými způsoby uveřejnění (§3 vyhlášky č. 536/2004 Sb). Je tedy na místě zkoumat, zda jsou konstruovány vhodně.

Za logický považuji požadavek zveřejnění informace na internetové adrese emitenta. Informace by měla být odlišena od obchodních a propagačních informací zřetelným užitím slovního spojení „vnitřní informace“ a měla by být uveřejněna způsobem, kterým emitenti obvykle uveřejňují informace o své činnosti. Jedná se o samozřejmý komunikační kanál. Jeho zásadní nevýhodu spatřuji v tom, že informace dorazí pouze k investorovi, který stránku společnosti aktivně navštíví a vnitřní informace aktivně vyhledává mezi ostatními (běžnými) informacemi. Tento způsob tak nelze považovat za dostatečné zveřejnění. Toho si zřejmě byl vědom i zákonodárce, protože kromě shora uvedené povinnosti uložil emitentovi zveřejnit informaci ještě jedním z dalších tří způsobů.

Obdobně jako v USA[203] je emitentovi umožněno zveřejnit informaci (nebo odkaz na ni) pomocí „hromadně a pravidelně navštěvovaného finančního serveru, který se zabývá šířením informací vztahujících se ke kapitálovému trhu“ (§3 odst. 2 vyhlášky č. 536/2004 Sb.). Za velmi vhodné považuji taxativní vymezení těchto serverů ve Věstníku České národní banky.[204] Nevzniká tak pochybnost ohledně výkladu poměrně obecné definice serveru. Domnívám se však, že počet těchto serverů by měl být menší - běžný investor by neměl být nepřímo nucen pravidelně prohledávat devět finančních serverů. Praktičtější by zjevně bylo výběr omezit na dva až tři subjekty. Omezení na jeden server by z hlediska zachování konkurenčního prostředí bylo spíše nevhodné.

Za velmi nevhodnou považuji možnost splnit povinnost zveřejnit informaci mimo vlastní internetové stránky „alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku“. Vzhledem k množství těchto deníků měl zákonodárce postupovat stejnou metodou jako u finančních serverů a odkázat na taxativní výčet

několika deníků zveřejněný např. ve Věstníku ČNB. Dále měl zákonodárce podrobněji, jako tomu bylo u uveřejnění na internetové adrese emitenta, vymezit formu uveřejnění vnitřní informace. Tištěný deník nelze na rozdíl od finančního serveru prohledat elektronicky. Zákonodárce se měl alespoň pokusit o definici podoby a umístění vnitřní informace v deníku. Současné znění vyhlášky tak *ad absurdum* nutí důkladného investora pročíst každý den od první do poslední řádky všechny celostátně distribuované (i bulvární) deníky včetně jejich tematických příloh a magazínů. Druhá volba - postupně navštívit internetové stránky všech emitentů souvisejících s investováním tohoto důkladného investora a pročtení všech nových zpráv na těchto serverech za účelem nalezení vnitřní informace - je rovněž nepřiměřeně zatěžující. Kombinace těchto dvou způsobů zveřejnění dle mého názoru nevyhovuje standardu efektivního zveřejnění vnitřní informace a nelze s ní spolehlivě dosáhnout právní úpravou zamýšleného výsledku.

Třetí kombinace - internetové stránky emitenta a agentura, která se zabývá šířením informací vztahujících se ke kapitálovému trhu - je poměrně praktická. V USA investoři pravidelně spoléhají na agenturu Dow Jones. NYSE dokonce zveřejňování vnitřních informací pomocí této agentury výslovně vyžaduje. Americký investor tak bezpečně ví, kam se obrátit. V tomto světle se česká úprava zdá příliš obecná. Měla by taxativně stanovit, o které agentury se jedná, místo toho poskytuje pouze typ agentury. Text by měl být alespoň upřesněn, agentura by se měla zabývat šířením informací o kapitálovém trhu, na kterém je finanční nástroj obchodován.

Pokud již v otázce zveřejňování vnitřní informace emitentem česká úprava tedy zvolila systém uveřejnění na dvou místech, měla by se více držet smyslu takového dvoustupňového zveřejnění. Zveřejnění na internetových stránkách emitenta umožňuje poskytnout investorovi detailnější informace, než by bylo možné pomocí finančních serverů nebo agentur. Finanční servery a agentury na druhé straně osloví podstatně širší veřejnost a mohou tedy přivést investory k navštívení internetové stránky emitenta. U systému zveřejnění v celostátním deníku (tak jak je v současné úpravě nastaven) je však tento efekt diskutabilní. V porovnání s USA postrádá česká úprava povinnosti zveřejnění potřebnou přesnost a je otázkou, zda tento nedostatek půjde odstranit pouze praxí.

Nespornou výhodou amerického systému je oficiální databáze EDGAR, tedy jedno místo, na kterém jsou veřejně dostupné veškeré vnitřní informace, které je emitent povinen zveřejnit. Zdá se vhodné doporučit zavedení tohoto systému i v českém prostředí. Současný decentralizovaný systém považuji za poměrně nepraktický.

Česká úprava sice také po emitentech požaduje zasílání informací státnímu orgánu, a to České národní bance prostřednictvím elektronické pošty (§4 vyhlášky č. 536/2004 Sb), jediným požadavkem na její formát je však uvedení textu „emitentinfo“ v předmětu zprávy. Z hlediska elektronického zpracování takové informace to považuji za nedostatečné. Pokud má Česká národní banka disponovat vnitřními informacemi od všech emitentů, není již rozumný důvod pro to, aby tyto informace neposkytla široké veřejnosti. Prozatím zveřejňuje pouze manažerské obchody. Mám za to, že by bylo vhodné pokusit se zavést oznamování vnitřních informací pomocí internetové aplikace, která by umožnilo bezprostřední zveřejnění oznámených informací na serveru ČNB, a to v rámci interaktivního rozhraní schopného třídit informace alespoň podle emitenta a druhu skutečnosti, které se vnitřní informace týká.

### **5.6.1 Manažerské obchody**

Obě právní úpravy stanovují povinnost předávat ústřednímu orgánu (v USA je to SEC, v ČR Česká národní banka) oznámení o manažerských obchodech. V USA ještě zákon ukládá předat sdělení o uskutečnění takového obchodu organizátorovi regulovaného trhu, na kterém je příslušný investiční nástroj obchodován (§16a SEA).

Výčet investičních nástrojů, jejichž obchodování má být hlášeno, v USA zahrnuje jakékoliv cenné papíry, včetně dluhopisů, které lze přeměnit na akcie. V ČR jsou to akcie nebo zatímní listy emitenta a převody investičních nástrojů, jejichž hodnota je od těchto akcií nebo zatímních listů odvozena. Lze tedy konstatovat, že okruh investičních nástrojů je stejný.

Obě právní úpravy obsahují výjimky z povinnosti hlásit obchody, česká úprava používá pouze jedinou, a to celkovou hodnotu obchodů v kalendářním roce provedených zasloucencem a jeho osobami blízkými (v případě obchodů fyzických osob) a osob ve stejném podnikatelském seskupení (v případě právnické osoby). Americká úprava obsahuje výjimek více, byly popsány v kapitole 4.5 této práce.

Rozdíl však panuje také v otázce, kdo je povinen obchody hlásit. V České republice se krátce po přijetí zákona o obchodování na kapitálovém trhu strhla debata nad původním vymezením skupiny osob, na které povinnost dopadá.[\[205\]](#) Novela ZPKT č. 56/2006 příslušné ustanovení zpřesnila s ohledem na směrnice č. 2003/6/ES a 2004/72/ES.[\[206\]](#) Zákodárce se však měl pokusit o převzetí poměrně logické a vnitřně strukturované definice uvedené ve směrnici, do zákona byla místo toho začleněna poměrně nepřehledná povinnost koncipovaná v jedné nestrukturované větě o 144 slovech.[\[207\]](#) Z hlediska srozumitelnosti právní normy to považují za poněkud nevhodné, zejména ve srovnání se zněním obsaženým ve směrnici 72/2004/ES. Z definice je zřejmé, že lze povinné osoby rozdělit do dvou skupin:

1. Vedoucí osoby emitenta a členové dozorčích orgánů emitenta (dále jen „první skupina“)
2. Osoby, které jsou v určitém zákonem kvalifikovaném vztahu k osobám uvedeným pod bodem 1 (dále jen „druhá skupina“)

Americká úprava do první skupiny navíc ještě zahrnuje osoby, které přímo nebo nepřímo vlastní více než 10% kmenových akcií společnosti. Lze jí přisvědčit v tom, že osoba s tímto podílem již velmi často disponuje významným vlivem na rozhodování emitenta. Otázkou je, zda přichází běžně do styku s vnitřními informacemi a zda má vždy možnost se na tvorbě těchto informací podílet. Americká úprava k těmto 10% vlastníkům přistupuje stejně jako k vedoucím pracovníkům a členům dozorčích orgánů, což nebude s ohledem na povinnost vydat krátkodobé zisky[\[208\]](#) vždy zcela spravedlivé.

Vymezení druhé skupiny osob je v obou úpravách srovnatelné. Americká úprava na ně odkazuje nepřímo – ukládá oznamovat změny nikoli prostého vlastnictví, ale tzv. beneficiárního vlastnictví (*beneficiary ownership*)[\[209\]](#) osob z první skupiny. Tím rozšiřuje povinnost na všechny, z jejichž obchodu může osoba v první skupině přímo nebo nepřímo profitovat. O to samé se snaží taxativním výčtem i česká právní úprava.

Je zřejmé, že obě právní úpravy považují za vhodné odlišit manažerské obchody od ostatních obchodů na kapitálovém trhu, a to s ohledem na zvýšené nebezpečí obchodování na základě vnitřní informace. Americká úprava zachází dále než česká a zakazuje dotčené skupině osob provádět obchody častěji než jednou za šest měsíců pod hrozbou sankcí (existují výjimky pro určité druhy obchodů).[\[210\]](#) Tento zákaz má zabránit zneužívání vnitřních informací a tendenčnímu rozhodování manažerů, kteří by se mohli pokusit pomocí svých rozhodnutí ovlivňovat cenu akcií a využívat krátkodobé změny kurzu ve prospěch svého obchodování. Česká úprava tento přístup postrádá, uplatní se zde tedy obecná úprava insider trading. Jsem toho názoru, že by bylo vhodné zahájit debatu o zavedení zákazu profitování z krátkodobých obchodů (short-swing profits) i v naší úpravě. Je zřejmé, že osoby stojící uvnitř společnosti mají přístup k daleko většímu množství vnitřních informací než osoby stojící mimo. Úzké vedení společnosti logicky musí mít povědomí o téměř každé vnitřní informaci, velmi často tyto informace přijímáním rozhodnutí vytváří. U této skupiny tedy existuje velké riziko zneužívání vnitřních informací pro insider trading. Mimo pole insider trading

ještě existuje hrozba účelového vedení společnosti s cílem ovlivnit kurz cenných papírů dle aktuální potřeby (nákup nebo prodej). Právě těmto nežádoucím činnostem brání zákaz profitování z krátkodobých obchodů v §16b amerického zákona o obchodování s cennými papíry.

Předpoklad pro zavedení podobné normy v České republice je již existuje, povinnost oznamovat obchody ČNB je již zavedena. Okruh povinných osob by zřejmě musel být rozšířen o ovládající osobu emitenta. Zákaz profitování z krátkodobých obchodů je však rovněž velmi citlivé téma, domnívám se, že by ho nebylo vhodné zavést bez důkladného předchozího prodiskutování s odbornou veřejností.

Stejně jako v USA jsou v ČR manažerské obchody oznamovány centrálnímu orgánu, v našem případě České národní bance. Ta je povinna tato oznámení bez zbytečného odkladu zveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup.[\[211\]](#) Nabízí se možnost srovnat tento způsob uveřejňování s americkým systémem EDGAR[\[212\]](#).[\[213\]](#) Oba systémy uveřejnění předpokládají oznámení informace pomocí formulářů. Umožňují vyhledávat pomocí více kritérií přímo na internetové stránce a zároveň stažení informací v rozšířeném datovém formátu. Je pochopitelné, že EDGAR je nesrovnatelně propracovanější. Způsobu evidence ČNB nelze vzhledem ke krátké době jeho používání vytýkat jednoduchost. Jistě mu však nelze odpustit zásadní chyby při tvorbě databáze manažerských obchodů. Jak bude dále demonstrováno v textu, tyto koncepční chyby činí databázi nepřehlednou, umožňují zápis chybných údajů a mohou vyústit v poskytnutí neúplné nebo nesprávné informace investorovi.

Za zásadní chybu považuji skutečnost, že oznámení na internetové stránce ČNB nejsou nikterak setříděna. Systém dokonce setřídění ani neumožňuje. Zřejmě se tedy manažerské obchody zobrazují v pořadí, v jakém byly do systému zapsány, tento údaj však nelze nikde ověřit. Investor, který se zajímá např. pouze o obchody z minulého týdne, tak nemá jinou volbu, než postupně projít veškeré zápisy v databázi,[\[214\]](#) což je přístup zcela nevhodný. Do systému je naprosto nezbytně potřeba zakomponovat možnost třídění podle data.

Další, poněkud závažnější nedostatek je možnost zapsat do systému chybné identifikační údaje emitenta nebo povinné osoby. Pokud je např. firma emitenta napsáno pouze s drobnou odchylkou, systém jej považuje za jiný subjekt. Tyto chyby databáze ČNB obsahuje.[\[215\]](#) Kromě záznamů, kde je firma emitenta uvedena správně, jsou v databázi záznamy obsahující zkomolené obchodní firmy. Ke dni 2.6.2006 se všechny dosud oznámené manažerské obchody týkaly 15 emitentů. U šesti z nich bylo alespoň v jenom případě zkomolené jméno. Pokud by tedy emitent vyhledával v databázi tak, že přesně napíše obchodní firmu emitenta do pole, které slouží k vyhledání záznamů dle firmy emitenta, nedostane v současné době správný výsledek ve 40% případů, protože vyhledávací systém zcela logicky nezobrazí obchody, v jejichž oznámení je firma emitenta zkomolená a je tedy odlišná od vyhledávané. Tento stav nelze hodnotit jinak než jako zcela nepřijatelný.

Vyhledávání podle firmy povinné osoby trpí naprosto stejným nedostatkem, opět zde jsou zkomolené firmy, povinná osoba BRITAL, s.r.o. se zde dokonce již vyskytuje ve třech mutacích.[\[216\]](#) Za zcela zásadní rovněž považuji to, že nebylo stanoveno pořadí u uvádění jména a příjmení fyzické osoby. V databázi se vyskytují různé záznamy u povinných osob, někdy je jejich jméno uváděno jako křesní jméno a poté příjmení, někdy je první příjmení a pak až křesní jméno.[\[217\]](#) Systém opět tyto dvě varianty považuje za rozdílná jména, a proto např. nenalezne při zadání jména povinné osoby „Petr Šulc“ záznamy, ve kterých je jako povinná osoba uveden „Šulc Petr“.

Systém obsahuje i další zcela zjevné chyby – např. záznam s chybějícím ISIN[\[218\]](#) a záznam s chybným ISIN.[\[219\]](#) U 58% záznamů chybí údaj o trhu, na kterém byl obchod uskutečněn, popřípadě údaj, že byl uskutečněn mimo trh. Internetové stránky rovněž umožňují stažení souhrnu manažerských obchodů ve formátu Microsoft Excel.[\[220\]](#) Z nepochopitelného důvodu však tento soubor neobsahuje IČ emitentů.

Lze tedy shrnout, že systém provozovaný ČNB je v současné době naprosto nepoužitelný. Ze provedené analýzy vyplývá, že obsahuje nesprávné a zkomolené údaje. Následkem toho vrací elektronické prohledávání neúplné výsledky a investor tak nemá jistotu, že jsou poskytované informace správné.

Zdá se vhodné doporučit ČNB, aby po vzoru databáze EDGAR zavedla systém registrace subjektů[221] - emitentů i povinných osob. Při registraci by každému subjektu bylo přiděleno unikátní číslo, pod kterým by činil veškerá svá podání. Identifikační údaje subjektu by měly být při registraci prověřeny a tak zaručena jejich správnost. Při samotném oznamování transakcí by subjekt již znovu neuváděl registrované údaje, pouze své registrační číslo. Tím by bylo zamezeno zaznamenání zkomolených údajů o oznamovateli do databáze.

Zároveň by bylo vhodné provádět oznamování transakcí nikoli e-mailem, ale pomocí inteligentního internetového rozhraní, které bude schopno údaje zkontrolovat a automaticky je (ihned) zveřejnit na internetové stránce ČNB. V neposlední řadě by bylo vhodné strukturovat formulář pro oznámení obchodů tak, aby jedno pole obsahovalo pouze jednu informaci (nikoli např. jméno a příjmení dohromady). Po těchto úpravách by mohla databáze začít plně sloužit svému účelu.

Právní úprava manažerských obchodů v ČR ještě není zcela dopracovaná. Zdá se vhodné uvažovat o výslovné úpravě okolností, za kterých může být manažerský obchod proveden. Povinné osoby, zvláště pak úzké vedení společnosti, mají neustále k dispozici nové a nezveřejněné vnitřní informace. Bude pro ně velmi obtížné (ne-li nemožné) najít časový úsek, ve kterém nemají žádné vnitřní informace k dispozici, a kdy tedy mohou obchodovat. Bylo by zřejmě praktické umožnit povinným osobám obchodovat i v době, kdy k dispozici nezveřejněné kurzotvorné informace mají, ovšem spíše výjimečně a za přesně stanovených podmínek. Právní úprava v USA taková ustanovení obsahuje, většinou se jedná o transakce, u kterých zpravidla není podnětem k uskutečnění vnitřní informace nebo kde povinná osoba nerozhoduje o datu jejich provedení. Mám za to, že výjimka spočívající v „plnění závazku ze smlouvy uzavřeném před získáním vnitřní informace“ (§124 odst. 4 písm a) ZPKT) nebude pro tyto případy dostatečná.

Je zřejmé, že podoba regulace manažerských obchodů v ČR ještě není konečná, praxe zcela jistě přinese nové požadavky, na které bude třeba legislativně reagovat.

## 5.7 Sankce za insider trading

Sankce za zneužití vnitřních informací jsou v české úpravě obsaženy v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu a v trestním zákoně. V porovnání se sankcemi za stejné jednání v USA jsou však značně mírnější.[222]

ZPKT v §177 stanoví, že za správní delikt právnické nebo podnikající fyzické osoby, která porušila povinnost stanovenou v §124 odst. 4, se uloží pokuta do 10.000.000,- Kč. Porušení stejného ustanovení ZPKT fyzickou osobou (nepodnikatelem) je označeno jako přestupek, za který lze uložit pokutu 10.000.000,- Kč.

Zákon dále sankcionuje neoznámení manažerských obchodů (§183 ZPKT), a to obdobným způsobem. Porušení oznamovací povinnosti právnickou osobou, podnikající fyzickou osobou a osobou tvořící s nimi podnikatelské seskupení je správní delikt, za který může být uložena pokuta do 10.000.000,- Kč. Stejnou sankci lze uložit fyzické osobě a osobě jí blízké, ovšem zde je porušení povinnosti projednáváno jako přestupek.

Zákon ještě obsahuje sankci pro osoby, které neoznámily využití vnitřní informace[223] nebo o tomto oznámení nezachovaly mlčenlivost. Pro právnické osoby a podnikající fyzické osoby je toto jednání

klasifikováno jako správní delikt, v případě fyzické osoby se opět jedná o přestupek. V obou případech činí maximální výše pokuty částku 10.000.000,- Kč.

Je zřejmé, že zákonodárce se si s diferenciací pokut příliš hlavu nelámá. Považuji za nevhodné stanovit fyzickým osobám nepodnikatelům stejné tresty jako podnikatelům a právníkům osobám. Měla zde být zohledněno rozdílné ekonomické postavení zasloužilců a pokuta pro fyzické osoby nepodnikatele by měla být nižší.

Dále zde zcela zjevně chybí výslovná návaznost trestu na nezákonný prospěch, který byl následkem jednání zasloužilce získán. Pokuty by měly být diferencovány s ohledem na jeho výši.

V neposlední řadě by bylo vhodné doporučit sankci, kterou úspěšně používá americké právo, a to vydání nezákonného prospěchu nebo dokonce jeho násobku těmi, kteří ho nezákonně získali.

Zajímavým momentem americké právní úpravy je možnost uložit sankci osobám, které odpovídají za chování zasloužilce – půjde zejména o společnosti, ve kterých je zasloužilce zaměstnán. Americké právo tím vyvíjí velký tlak na kvalitu a obsah interních norem společností. Společnosti jsou nuceny stanovit interní postupy a kontrolní mechanismy, které zabrání insider trading. Tento tlak považuji za velmi přínosný a jsem toho názoru, že by bylo vhodné o podobném přístupu uvažovat i v České republice.

Česká úprava prozatím výslovně neupravuje podmínky, za jakých se budou moci domáhat náhrady škody jednotliví investoři. Je však zřejmé, že například za situace, kdy emitent poruší svoji informační povinnost a investor prodá své cenné papíry za cenu nižší, než jakou by získal při včasné zveřejnění informace, dochází k jistému protiprávnímu zásahu do majetkové sféry investora. Dle mého názoru lze konstatovat, že byla investorovi způsobena škoda následkem porušení právní povinnosti a emitent by mohl být uznán povinným nahradit způsobenou škodu na základě obecných ustanovení o náhradě škody v občanském zákoníku. Domnívám se, že otázka náhrady škody jednotlivým investorům bude muset být v budoucnu řešena. Ze zkušeností americké úpravy však plyne, že žaloby jednotlivých investorů budou spíše výjimkou.

Trestní zákon obsahuje skutkovou podstatu trestného činu „zneužívání informací v obchodním styku“. V §128 stanoví, že *„Kdo v úmyslu opatřit sobě nebo jinému výhodu nebo prospěch neoprávněně užije informace dosud nikoli veřejně přístupné, kterou získal z důvodu svého zaměstnání, povolání, postavení nebo své funkce a jejíž zveřejnění podstatně ovlivňuje rozhodování v obchodním styku, a uskuteční nebo dá podnět k uskutečnění smlouvy nebo operace na organizovaném trhu cenných papírů nebo zboží, bude potrestán odnětím svobody až na tři léta nebo zákazem činnosti nebo peněžitým trestem.“*

Již na první pohled je zřejmé, že existuje početná skupina zasloužilců, která nebude za případný insider trading trestně odpovědná. Půjde o ty osoby, které nemají z titulu svého zaměstnání, povolání, postavení nebo funkce oprávnění získat vnitřní informaci. Domnívám se, že se bude jednat zejména příjemce tipu, osoby blízké primárnímu zasloužilci a další osoby, které získaly vnitřní informaci „jiným způsobem a ví nebo mohou vědět, že jde o vnitřní informaci“ [224].

Dle mého názoru by bylo vhodné rozšířit trestní odpovědnost minimálně na příjemce tipu. Využití vnitřní informace pro účely nezákonného obchodování považuji za jednání, jehož společenská nebezpečnost dosahuje úrovně předpokládané trestním zákonem. Jelikož peněžitá sankce za zneužití vnitřní informace stanovená ZPKT dosahuje maximální výše 10.000.000,- Kč, nelze vyloučit případy, kdy se příjemci tipu jednoznačně vyplatí provést zakázaný obchod i s vědomím nutnosti zaplatit pokutu 10.000.000,- Kč. K této zkušenosti dospěla americká úprava na základě několika desetiletí zkušenosti s prosazováním úpravy zákazu insider trading. Z tohoto důvodu by zřejmě bylo vhodné přiklonit se k tvrdšímu pojetí sankcí v americkém právu a trestat přijetí i poskytnutí tipu odnětím svobody i v České republice.

Otázkou je, zda by bylo vhodné v rámci trestního práva trestat nezákonné obchodování osob, které se o vnitřní informaci dozví „jiným způsobem“ odlišným od poskytnutí tipu a vědí nebo mohou vědět, že se jedná o vnitřní informaci. Tyto případy zjevně nebudou tak časté. Domnívám se však, že úmyslné obchodování s vědomím vnitřní informace je ve své podstatě jednáním podvodným, a proto by mělo být rovněž trestně postižitelné.

Celkově lze při porovnání americké a české právní úpravy sankcí za insider trading konstatovat, že americká úprava je v otázce pokut a trestů odnětí svobody výrazně přísnější. Její přísnost však vychází z její minulosti, kdy starší úpravy nebyly schopné zneužívání informací efektivně bránit. Česká úprava na podobnou zkušenost ještě čeká.

## 5.8 Shrnutí

Je zřejmé, že česká úprava není prozatím tak propracovaná jako její americký protějšek.

To je dle mého názoru dáno především malou historickou zkušeností s insider trading v České republice. Legislativci nebyli dlouho nuceni přistoupit k detailnější úpravě. Změna nastala v souvislosti se vstupem ČR do Evropské unie, kdy bylo nezbytné právní úpravu insider trading sladit s příslušnými evropskými předpisy.

Za zásadní rozdíl mezi úpravami považují odlišnou motivaci obou právních řádů. Je zřejmé, že potřeba regulace insider trading ve Spojených státech vychází zevnitř, z potřeb amerického kapitálového trhu. Právní normy a soudní rozhodnutí reagují na existující problémy tohoto trhu a snaží se tyto (konkrétní) problémy odstranit.

Motivací české právní úpravy bylo především sladění vnitrostátního práva s právem komunitárním. Normy tak většinou nejsou důsledkem české zkušenosti a problémů českého kapitálového trhu. I přes počáteční problémy s transpozicí lze konstatovat, že nyní již požadavkům evropských předpisů vyhovují. Nyní bude třeba zaměřit se na zkvalitnění a propracování jednotlivých norem. Vhodným nástrojem mohou být vyhlášky České národní banky.

Dle mého názoru je třeba pracovat především na problematice bezodkladného zveřejňování vnitřních informací. Jejich tok by měl být směřován pouze na několik míst, investor by neměl být zatěžován příliš složitým prohledáváním mnoho různých zdrojů. Transparentnost podnikání emitentů je nejlepší prevencí insider trading. Z tohoto důvodu si jistě zaslouží zvýšenou pozornost.

Obecnost a nepropracovanost české úpravy však nelze vnímat pouze negativně. Z výkladu o americké regulaci je zřejmé, že se setkala s problémy, které řešila poměrně obtížně a nalezení optimálního řešení jí trvalo poměrně dlouho. Česká úprava má nyní možnost inspirovat se u cizích právních řádů a řadě problémů se vyhnout. Lze pouze doufat, že této možnosti dostatečně využije.

## 6. 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.

Problematika byla přenesena na federální úroveň až v roce 1934. Do boje proti insider trading byly zapojeny 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. Dnes tomu není jinak.

Je zřejmé, že se právní úprava zpočátku vyvíjela poměrně pomalu. Domnívám se, že to lze přičítat menšímu zájmu o obchodování s cennými papíry na začátku minulého století. S rozvojem komunikační techniky se do obchodů na kapitálovém trhu zapojovalo stále více investorů a problematika insider trading tak získávala na důležitosti. Za velmi zajímavá považuji první soudní rozhodnutí, která byla nucena reagovat na insider trading ještě před tím, než byl zákaz zakotven v obecně závazných právních předpisech. Soudy musely své rozhodnutí odůvodnit za použití elementárních standardů spravedlnosti, rovnosti a efektivity a pomocí těchto obecných pojmů vysvětlit, proč považují zneužití vnitřní informace za nelegální.

Za přelomovou událost považuji přijetí zákona o obchodování s cennými papíry v roce 1934. Domnívám se, že největším přínosem tohoto zákona bylo zmocnění Komise pro cenné papíry k vydávání pravidel zakazujících podvod a manipulaci při obchodování s cennými papíry.

Komise pak sehrála největší úlohu při tvorbě obecných pravidel namířených proti insider trading. Její úloha nebyla jednoduchá. Její postupy a pravidla byla často předmětem přezkumu soudů. Nejvyšší soud v mnohých případech rozhodl v neprospěch Komise a přinutil jí tak přistoupit na odlišný výklad jejích vlastních pravidel.

Za poněkud problematický moment americké právní úpravy lze považovat skutečnost, že zákony a pravidla Komise namířená proti insider trading jsou většinou velmi obecná. Vzhledem k systému common-law sice lze detaily právní úpravy doplnit judikaturou, ovšem tento proces je mnohdy pomalý a do doby, než zákonnost výkladu potvrdí Nejvyšší soud, není zcela jisté, zda má být názor soudu nižší instance plně respektován.

V současnosti je však již většina hlavních prvků problematiky zneužívání vnitřních informací judikaturou rozpracována dostatečně detailně a nebývá příliš problematické najít příslušné rozhodnutí Nejvyššího soudu, které se zvolenou otázkou zabývá.

V posledních letech se tak právní úprava soustředí spíše na zdokonalování transparentnosti podnikání obchodních společností. Mohutný rozmach používání internetu ve druhé polovině 20. století umožnil podstatné zrychlení přenosu kurzotvorných informací. Do dozoru nad fungováním kapitálového trhu byl zapojen automatizovaný systém EDGAR, který umožňuje všem investorům přístup ke zveřejněným vnitřním informacím všech emitentů registrovaných u SEC. Domnívám se, že systém jediného zveřejňovacího místa je z hlediska investorů nejpraktičtější a proto jej považuji za jeden z nepřínosnějších prvků americké úpravy insider trading.

Poslední velké změny v regulaci insider trading lze přičítat kolapsům velkých společností (Enron, WorldCom) na počátku tohoto století. Následkem bylo vydání zákona Sarbanes-Oxley, který vnesl do zákonné úpravy nové požadavky na corporate governance, zásadním způsobem zprůhlednil podnikání společností, zkrátil lhůty pro oznamování kurzotvorných informací a zvýšil tresty za insider trading.

Budoucí vývoj zákazu insider trading lze předpovědět pouze v obrysech. Z dosavadního textu vyplynulo, že právní regulace byla většinou o krok pozadu – byla odpovědí na nežádoucí obchodní praktiky, ke kterým na kapitálovém trhu docházelo. Domnívám se, že přijetím zákona Sarbanes-Oxley učinila americká úprava velmi důležitý krok směrem od pouhého trestání insider trading k jeho prevenci.

Vzhledem k dosavadní historické zkušenosti v USA se domnívám, že jediným skutečně efektivním

nástrojem pro snížení úrovně insider trading na kapitálovém trhu je povinnost bezodkladného zveřejnění vnitřní informace. Dá se tedy předpokládat, že americký zákonodárce (případně SEC) zaměří svou pozornost na zefektivnění a zintenzivnění toku informací od emitentů k investorům. Dobrým příkladem této snahy je současné testování nového formátu informací, které emitenti zasílají do systému EDGAR. Tento formát má být interaktivní a na rozdíl od současné textové podoby informace umožní investorům rychlejší vyhledávání a třídění dat. Domnívám se, že v budoucnu lze rovněž očekávat zjednodušení procedury pro zveřejnění vnitřní informace – informace by například mohla být předávána pouze do systému EDGAR a ten by ji mohl automaticky dále předávat příslušné burze, vybraným zpravodajským agenturám, tisku a ostatním médiím. Tím by se celý proces zveřejnění informace urychlil a zároveň by přinesl značnou úsporu nákladů emitentům.

V oblasti corporate governance lze očekávat další přesun pravidel stanovených jednotlivými organizátory kapitálových trhů do zákonné úpravy. V celé historii USA je patrná postupná snaha sjednocovat řízení a správu společností. Zájem zákonodárce na řádném a průhledném fungování společností je přitom téměř totožný se zájmy organizátorů kapitálových trhů, není tedy mnoho důvodů pro udržování dvoukolejnosti úpravy corporate governance.

Za největší nebezpečí pro budoucnost úpravy insider trading v USA považují možnost neúnosného nárůstu oznamovacích povinností. Již v současné době je Komisi reportováno velmi mnoho informací o podnikání společnosti. Poslední změny v zákonné úpravě objem informací opět zvýšily. Kromě snížení akceschopnosti společnosti, která již dnes nedokáže většinu důležitých kroků podniknout bez současného zveřejnění informace o tomto kroku a zaslání informace Komisi, hrozí také to, že investoři budou doslova zavaleni příliš velkým množstvím informací a nebudou schopni tyto informace vyhodnocovat. Lze jen doufat, že se americká právní úprava touto cestou nevydá.

Historický vývoj americké regulace insider trading může být velmi inspirující i pro právní řády dalších zemí. Základní principy podnikání na kapitálovém trhu fungují velice podobně ve všech zemích s rozvinutými kapitálovými trhy, lze tedy očekávat, že se právní řády těchto zemí setkají se stejnými problémy, které již během své téměř stoleté historie americká úprava úspěšně vyřešila. Využití americké zkušenosti by mohlo přispět k rychlejšímu nalezení efektivní právní úpravy. To platí zejména pro země, které s insider trading prozatím nemají mnoho zkušeností. Domnívám se, že mezi ně patří i Česká republika.

## 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 20<sup>th</sup> 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 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 impact of corporate governance principles on insider trading is described in the fifth subsection. Corporate governance guidelines as set by the stock exchanges are found to be a very influential tool for insider trading prevention.

Disclosure requirements are the topic of the sixth subsection. Disclosure is described as the main tool for insider trading prevention. The issue of selective disclosure is also discussed here.

The seventh subsection deals with sanctions for insider trading. It is shown here that the legal regulation prior to 1980s failed to discourage insiders from insider trading. New set of sanctions following the adoption of Sarbanes-Oxley Act is described here. Criminal responsibility is viewed as an effective tool in the prevention of insider trading by wealthy investors.

Chapter 5 contains comparison of US and Czech insider trading regulations. The Czech regulation is described as relatively new and some recommendations for its changes are made, based on the experience of the American regulation with the same issues.

The conclusion in chapter 6 of the thesis summarizes the regulation and its continuous evolution. At the end, a new possible directions of insider trading evolution are suggested. US insider trading experience is viewed as a valuable source of information for countries that are new to this phenomenon.

## **Litratura a případy**

### **Literatura:**

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

Burr Ridge: Irwin, 1994

**Bagby, J.W.: The Evolving Controversy Over Insider Trading,**

American Business Law Journal 55/1987, s. 571, 579

**Bainbridge, S.E.: Securities Law: Insider Trading,**

New York: Foundation Press, 1999

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

**Insider Trading Prohibition**, Washington & Lee Law Review, 52/1995, s. 1189

**Bakeš , M.: Finanční právo,**

4. aktualizované vydání, Praha : Beck, 2006

**Black, H.C.: Blackův právní slovník,**

6. vydání, Praha: Victoria Publishing, 1993

**Clark, L. S.: Law and Business: The Regulatory Environment,**

Third Edition, New York: McGraw-Hill Inc., 1991

**Clark, R.C.: Firemní právo,**

Praha: Victoria Publishing, 1992

**Cox, Ch. C. & Fogarty, K. S.: Bases of Insider Trading Law,**

49 Ohio State Law Journal, 49/1988, s. 353

**Černá, S.: Obchodní právo. 3, Akciová společnost,**

1. vydání, Praha: ASPI-Wolters Kluwer, 2006

**Dědič, J., Čech, P.: Nové o kapitálovém trhu - rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci,** Právní zpravodaj, 6/2004, s. 1-7

**Hazen, T.L.: The Law of Securities Regulation,**

Third Edition, St. Paul: West Publishing Co., 1996

**Hotz, R.H., Benjamin,J.J., Jr: Rule 10b5-1 and Insider Trading Cases,**

New York Law Journal, svazek 231, 68/2004

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

**Kotásek, J., Raban, P., Pokorná, J.: Kurz obchodního práva - Právo cenných papírů**

4. vydání, Praha: C.H. Beck, 2005

**Manne, H.: Insider Trading and Law Professors**

Vanderbilt Law Review, 23/1969, s. 547, 551-553

**Pelikánová, I, Dědič, J., Čech, P.: Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu - ostuda české legislativy i vážná hrozba,**

Právní zpravodaj, 1/2004, s. 12

**Ratner, D.L.: Securities Regulation,**

6. vydání, St. Paul: St. Paul: West Publishing Co., 1996

**Schotland, Unsafe at Any Price: A Reply to Manne**

Virginia Law Review, 53/1967, s. 1425-78

**Tichý, L., Arnold, R., Svoboda, P., Zemánek, J., Král, R.: Evropské právo,**

3. vydání, Praha: C.H. Beck, 2006

**U.S. Securities and Exchange Commission: Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading,** Internet: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>

**U.S. Securities and Exchange Commission: Important Information about EDGAR,** Internet: <http://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm>

**U.S. Securities and Exchange Commission: Insider Trading: Information on Bounties,** Internet: <http://www.sec.gov/divisions/enforce/insider.htm>

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

## **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 Stres,** 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, Praha: Victoria Publishing, 1992, s. 332.

[2] U.S. Securities and Exchange Commission: Insider Trading: Information on Bounties, Internet: <http://www.sec.gov/divisions/enforce/insider.htm>.

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

[4] Securities and Exchange Act of 1934.

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

[6] Angl. „Emolument Theory“.

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

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

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

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

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

[12] Viz Schotland, Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Virginia Law Review, 53/1967, s. 1425-78 - 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 Virginia Law Review, 53/1967, s. 1425-78.

[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, Praha: Victoria Publishing, 1992, s. 339.
- [17] Manne, H.: Insider Trading and Law Professors, Vanderbilt Law Review, 23/1969, s. 547, 551-553.
- [18] H.L. Wilgus, Purchase of Shares of a Corporation by a Director from a Shareholder, Michigan Law Review, 8/1910, s. 267.
- [19] Carpenter v. Danforth, 52 Barb. 581, 589 (N.Y.Sup.Ct. 1868).
- [20] Oliver v. Oliver, 45 S.E. 232 (Ga. 1903).
- [21] Strong v. Repide, 213 U.S. 419 (1909).
- [22] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, New York: Foundation Press, 1999, s. 10.
- [23] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, New York: Foundation Press, 1999, s. 10.
- [24] Goodwin v. Agassiz, 186 N.E. 659 (Mass.1933).
- [25] Goodwin v. Agassiz, 186 N.E. 659 (Mass.1933).
- [26] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, New York: Foundation Press, 1999, s. 14.
- [27] Bainbridge, S.E., Securities Law: Insider Trading, New York: Foundation Press, 1999, s. 14.
- [28] 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, Praha: Victoria Publishing, 1993, s. 585.
- [29] Odvozená žaloba (*derivative litigation*) je institutem umožňujícím podat akcionáři žalobu za účelem nápravy křivdy způsobené společností. Společnost je účastníkem řízení a vnesené 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.
- [30] Diamond v. Oreamuno, 248 N.E.2d 910 (N.Y. 1969).
- [31] V oblasti insider trading neznamená slovo „zisk“ pouze navýšení majetku. Je zde také možné profitovat tím, že se obchodující vyhne ztrátě. Soudy posuzovaly použití vnitřní informace pro účely vyhnout se ztrátě po právní stránce zcela shodně jako její použití pro vytvoření zisku v obvyklém smyslu slova.
- [32] Např. Freeman v. Decio, 584 F.2d 186 (7th Cir.1978); Schein v. Chasen, 313 So.2d 739, 746 (Fla.1975).

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

[34] Angl. „agency law“.

[35] 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, Praha: Victoria Publishing, 1993, s. 1213.

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

[37] Securities and Exchange Act of 1934.

[38] Adamson, J.E.: Basic Law and the Legal Environment of Business, Burr Ridge: Irwin, 1994, s. 548.

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

[40] Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 n. 10 (1983).

[41] Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 234-35 (1980).

[42] 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.

[43] Jedná se o ředitele a manažery společnosti a vlastníky více jak 10% kmenových akcií společnosti.

[44] Tzn. registrované cenné papíry.

[45] Clark, R.C.: Firemní právo, Praha: Victoria Publishing, 1992, s. 385.

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

[47] „Disclose or abstain“ rule.

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

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

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

[51] 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.

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

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

[54] 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.

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

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

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

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

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

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

[61] 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).

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

[63] Angl. Securities Act of 1933.

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

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

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

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

- [68] Bainbridge, S.E., *Securities Law: Insider Trading*, New York: Foundation Press, 1999, s. 33.
- [69] *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).
- [70] Bainbridge, S.E., *Securities Law: Insider Trading*, New York: Foundation Press, 1999, s. 50.
- [71] *Dirks v. SEC* 463 U.S. 646 (1983).
- [72] *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 654-55 (1983).
- [73] *Dirks v. SEC*, 463 U.S., 653 (1983).
- [74] *Dirks v. SEC*, 463 U.S., 653.
- [75] *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).
- [76] *SEC v. Chenery Corp.*, 318 U.S. 80, 85-86 (1943).
- [77] Bainbridge, S.E., *Securities Law: Insider Trading*, New York: Foundation Press, 1999, s. 50.
- [78] Např. *United States v. Libera*, 989 F. 2nd 596 (2d Cir. 1993), cert. denied, 510 U.S. 976 (1993).
- [79] *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977).
- [80] Charles C. Cox. & Kevin S. Fogarty: *Bases of Insider Trading Law*, 49 *Ohio St. L.J.* 353 (1988).
- [81] Stephen M. Bainbridge: *Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition*, *Washington & Lee Law Review*, 52/1995, s. 1189.
- [82] *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 848 (2d Cir), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969).
- [83] *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 232 (1980).
- [84] *Moss v. Morgan Stanley, Inc.* 719 F.2d 5, 10 (2d Cir. 1983), cert. denied, 486 U.S. 1025 (1984).
- [85] Bainbridge, S.E., *Securities Law: Insider Trading*, New York: Foundation Press, 1999, s. 69.
- [86] *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 655 n. 14 (1983).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[101] Viz kapitola 4.1.17.1 této práce.

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

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

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

[105] U.S. Securities and Exchange Commission Passes New Insider Trading Rules, internet: [http://www.whitecase.com/memo\\_SEC\\_insider\\_trading\\_rules.html](http://www.whitecase.com/memo_SEC_insider_trading_rules.html).

[106] Angl. „Misappropriation Theory“.

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

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

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

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

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

[112] 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, Praha: Victoria Publishing, 1993, s. 218.

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

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

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

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

[117] 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, Praha: Victoria Publishing, 1993, s. 1443.

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

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

[120] Beneficiary ownership je pojem, se kterým české právo nepracuje. Zahrnuje nejen vlastnictví v právním slova smyslu, ale též přímý nebo nepřímý finanční zájem na určitém předmětu vlastnického práva, který není ve vlastnictví dotčené osoby. Termín je definován v §13d SEA.

[121] Jsou to společnosti s více jak 500 akcionáři, jejichž obchodní jmění přesahuje 10 milionů USD.

[122] Hazen, T.L.: The Law of Securities Regulation, Third Edition, St. Paul: West Publishing Co., 1996.

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

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

[125] 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.“

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

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

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

[129] NYSE Corporate Governance Rules, Internet: [http://www.nyse.com/pdfs/section303A\\_final\\_rules.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/section303A_final_rules.pdf).

[130] Internet: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

[131] Viz kapitola 4.4 této práce.

[132] Srov. zejména §124, 125, 127, 177-178, 185-186a.

[133] Tato úprava nahradila dřívější §81 zákona č. [591/1992](#) Sb., o cenných papírech.

[134] Viz Pelikánová, I, Dědič, J., Čech, P.: Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba, Právní zpravodaj, 1/2004, s. 12, případně Dědič, J., Čech, P.: Nové o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci, Právní zpravodaj, 6/2004, s.1.

[135] Srov. §124 zákona č. [256/2004](#) Sb. ve znění před novelou 56/2006 Sb.

[136] Zákony č. [635/2004](#) Sb., 179/2005 Sb., 377/2005 Sb., 56/2006 Sb., 57/2006 Sb., 62/2006 Sb., 70/2006 Sb.

[137] Např: 256/2004 Sb. – 1 den, 56/2006 Sb. – účinný dnem vyhlášení, 57/2006 Sb. – 22 dnů, 62/2006 Sb. – účinný dnem vyhlášení, 70/2006 – 15 dnů.

[138] Srov. např. §125 odst. 5 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

[139] Srov. např. §74 odst. 1 písm b) bod 6 zákona č. [189/2004](#) Sb., o kolektivním investování.

[140] Srov. např. §174-178, 183-184, 185-186 ZPKT.

[141] Např. u výše zmíněných fondů kolektivního investování.

[142] Např. důvodová zpráva k novele ZPKT č. 56/2006 Sb. v bodu 2 písm b) hovoří o „dokončování implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES...“.

[143] Možnost jednotlivce žalovat členský stát deklaroval Evropský soudní dvůr v rozhodnutí ve věci 6 & 9/90 Francovich: „...členské státy jsou povinny nahradit škodu způsobenou jednotlivci porušením komunitárního práva, za něž odpovídají“.

[144] K problematice nepřímého účinku viz např. Tichý, L., Arnold, R., Svoboda, P., Zemánek, J., Král, R.: Evropské právo, 3. vydání, Praha: C.H. Beck 2006, str. 306 a násl.

[145] Např. Comstock, I.: Fenomén zvaný INSIDER TRADING, Internet:  
<http://www.businessinfo.cz/clanky/financni-pravo/fenomen-zvany-insider-trading/1000457/25061/>.

[146] Např. Pelikánová, I, Dědič, J., Čech, P.: Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu - ostuda české legislativy i vážná hrozba, Právní zpravodaj, 1/2004, s. 12, případně Dědič, J., Čech, P.: Nové o kapitálovém trhu - rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci, Právní zpravodaj, 1/2004, s.1.

[147] Např. Čech, P. Další vlna novelizací práva společností a cenných papírů, Právní zpravodaj, 3/2006

[148] Např. Bakeš, M.: Finanční právo, 4. aktualizované vydání, Praha : Beck, 2006.

[149] V oblasti insider trading např. nařízení Evropské komise č. 2273/2003.

[150] Finanční nástroj je dle §124 odst. 1 ZPKT legislativní zkratka pro *investiční nástroj nebo jiný nástroj, který byl přijat k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie nebo o jehož přijetí k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie bylo požádáno*.

[151] Za vnitřní informaci ve vztahu ke komoditnímu derivátu se dle §2 odst. 3 vyhl. č. 536/2004 Sb. považuje *přesná informace, která se přímo nebo nepřímo týká komoditního derivátu, není veřejně známá a o které mohou účastníci regulovaného trhu, na kterém se s takovým derivátem obchoduje, v souladu s obvyklou praxí obchodování na tomto trhu očekávat, že jim bude sdělena*. Demonstrativní výčet viz §2 odst. 3 písm a) a b) této vyhlášky.

[152] Srov. např. Goodwin v. Agassiz, 186 N.E. 659 (Mass. 1933), SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (1969).

[153] Srov. např. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (1969).

[154] Srov. např. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

[155] Srov. např. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (1969).

[156] Srov. §2 odst. 1 písm. a) vyhlášky č. 536/2004 Sb. Zde by pravděpodobně bylo vhodné uvést text do souladu s textem §124 ZPKT, který byl změněn novelou 56/2006 Sb. Vyhlášku zákonodárce při novelizaci §124 ZPKT zřejmě opomenul.

[157] 485 U.S. 224 (1988).

[158] Tato metoda byla již použita při konstrukci §2 odst. 3 vyhlášky 536/2004 Sb.

[159] Srov. §1 odst. 1 písm. b) vyhlášky 536/2004 Sb.

[160] Srov. §2 odst. 2 vyhlášky 536/2004 Sb.

[161] Prováděcí vyhláška 536/2004 Sb. pouze stanoví, kdy a jak je emitent povinen informaci uveřejnit, nestanoví však, od jakého okamžiku již lze informaci považovat za zveřejněnou.

[162] 401 F.2d 833 (1969).

[163] Toto pojetí je v anglické literatuře označováno termínem „absorb and evaluate“.

[164] Např. Kotásek, J., Raban, P., Pokorná, J.: Kurz obchodního práva - Právo cenných papírů

4. vydání, Praha: C.H. Beck, 2005, str. 181.

[165] Srov. §3 odst. 2 vyhlášky 536/2004 Sb. Současný seznam finančních serverů je uveden v úředním sdělení ČNB ze dne 25. dubna 2006, částka 3/2006 věstníku ČNB.

[166] Srov. §124 odst. 1 ZPKT.

[167] Srov. §2 odst. 2 vyhlášky 536/2004 Sb.

[168] TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

[169] Je poměrně zajímavou otázkou, zda lze ustanovení §2 odst. 2 vyhlášky č. 536/2004 Sb. vůbec považovat za zpřesnění, resp. „podrobnější pravidlo“ ve smyslu §125 odst. 7 ZPKT. Zmíněné ustanovení vyhlášky totiž neupřesňuje jednotlivé komponenty původní definice kurzotvornosti stanovené v závěru §124 odst. 1 ZPKT, nýbrž tuto definici beze zbytku nahrazuje jinou.

[170] Srov. kap. 4.1.10-4.1.12 a 4.5 této práce.

[171] Srov. kap. 4.1.8 této práce.

[172] Srov. např. Dirks v. SEC 463 U.S. 646 (1983).

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

[174] Srov. poslední větu §124 odst. 3 ZPKT.

[175] SEC rozšířila původní požadavek porušení svěřenecké povahy na další vztahy, ze kterých plyne povinnost zachovávat důvěrnost ohledně získaných informací, a to svým pravidlem 10b5-2. Blíže viz kapitola 4.2.4 této práce.

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

[177] Srov. §124 odst. 3 ZPKT.

[178] Srov. článek 2 této směrnice.

[179] Srov. §124 odst. 6 ZPKT.

[180] Srov. §124 odst. 7 ZPKT, přímo použitelným právním předpisem Evropských společenství je v době sepisu této práce Nařízení Komise č. 2273/2003 z 22.12.2003.

[181] Typicky může jít rovněž např. o náhlou potřebu zaplatit vyšší sumu s ohledem na prohraný soudní spor, uzavřenou dohodu o vypořádání SJM a další podobné situace, kdy motivace zpeněžit cenné papíry vychází z jiných incentív než je vnitřní informace.

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

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

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

[185] Viz kapitola 4.1.17.1 této práce.

[186] např. Hotz, R.H., Benjamin, J.J., Jr: Rule 10b5-1 and Insider Trading Cases,  
New York Law Journal, 68/2004, s. 231

[187] Srov. např. Nález Ústavního soudu České republiky č. IV ÚS 666/02.

[188] Viz kapitola 4.1.17.1 této práce.

[189] Česká úprava sdělení prostého tipu zakazuje v §124 odst. 4 písm b) ZPKT, poskytnutí vnitřní informace zakazuje v §124 odst. 4 písm. b).

[190] Viz kapitola 4.1.8 této práce.

[191] Viz kapitola 4.2.4 této práce.

[192] srov. §124 odst. 4 písm. c) ZPKT.

[193] Viz kapitola 3.3.2 této práce.

[194] Viz kapitola 4.2.4 této práce.

[195] Viz kapitola 4.6 této práce.

[196] Viz kapitola 4.5.3 této práce.

[197] Např. NYSE Listed Company Manual, článek 202.05, AMEX Company Guide, čl. 401 a).

[198] Srov. např. NYSE Listed Company Manual, čl. 202.03 nebo AMEX Company Guide čl. 401 c).

[199] Srov. např. NYSE Listed Company Manual, čl. 202.03 nebo AMEX Company Guide čl. 401 d).

[200] Viz v ČR §125 odst. 3 ZPKT, v USA Regulation FD – viz kapitola 4.1.14.3 této práce.

[201] Srov. např. pravidlo Regulation FD popsané v kapitole 4.1.14.3 této práce, Amex Company Guide čl. 402 nebo NYSE Listed Company Manual čl. 202.06.

[202] K databázi EDGAR a formuláři 8-K viz kapitolu 4.6 této práce.

[203] Např. NYSE po emitentovi vyžaduje zveřejnění vnitřní informace prostřednictvím Reuters Economic Services a Bloomberg Business News.

[204] Prováděcí vyhlášku č. 536/2004 Sb. je zde třeba novelizovat, stále ještě odkazuje na Komisi pro cenné papíry, která byla ke dni 1.4.2006 zrušena. Aktuální seznam finančních serverů je vydán sdělením České národní banky ze dne 25.4.2006 uveřejněném v částce 3/2006 Věstníku ČNB.

[205] Viz např. Stanovisko Komise pro cenné papíry č. 12/2005 k pojmu „Osoba podílející se na rozhodování emitenta“ podle § 125 odst. 5 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

[206] Srov. §125 odst. 5 ZPKT.

[207] První věta §125 odst. 5 ZPKT zní: Vedoucí osoba emitenta a osoba, která je členem dozorčího orgánu emitenta, její manžel, její nezaopatřené děti, jiní příbuzní, kteří s ní žijí ve společné domácnosti po dobu nejméně jednoho roku, a dále jiné osoby, které jsou k vedoucí osobě emitenta nebo členu dozorčího orgánu emitenta v poměru rodinném nebo obdobném, žijí s ní ve společné domácnosti po dobu nejméně jednoho roku a újmu, kterou by utrpěla jedna z nich, by druhá důvodně pocítovala jako újmu vlastní, nebo právnické osoby, ve kterých jsou tyto osoby vedoucími osobami nebo členy dozorčího orgánu, které jsou ovládané těmito osobami nebo jejichž ekonomické zájmy jsou podstatnou měrou shodné s ekonomickými zájmy těchto osob, zašlou České národní bance oznámení o transakci s cennými papíry vydanými tímto emitentem nebo s finančními nástroji, odvozenými od těchto cenných papírů, kterou učinily na vlastní účet, a to do pěti dnů ode dne uskutečnění transakce.

[208] Viz kapitola 4.5 této práce.

[209] Beneficiary ownership je pojem, se kterým české právo nepracuje. Zahrnuje nejen vlastnictví v právním slova smyslu, ale též přímý nebo nepřímý finanční zájem na určitém předmětu vlastnického práva, který není ve vlastnictví dotčené osoby. Temín je definován v §13d SEA.

[210] Viz kapitola 4.5 této práce.

[211] V současné době je seznam uveřejněn na [www.sec.cz](http://www.sec.cz) v sekci „seznamy a přehledy“ - „manažerské obchody“, adresa je [http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy\\_a\\_prehledy/Manazerske\\_obchody.page](http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy_a_prehledy/Manazerske_obchody.page).

[212] Viz kapitola 4.5.3 této práce.

[213] Srovnání je provedeno ke dni 2.6.2006.

[214] V současné době (k 2.6.2006) je zde zveřejněno 143 obchodů.

[215] Chybné zápisy jsou např. „ČEZ a.s.“ - u obchodu Petra Štulce ze dne 29.5.2006 a obchodu Pavla Šafaříka ze dne 5.10.2004 (správně a na ostatních místech v databázi „ČEZ, a.s.“), dalším chybným zápisem je „Brisk Tábor, a.s.“ - obchod BRITTAL a.s. ze dne 15.11.2005 (správně „Brisk Tábor a.s.“), další chybné záznamy „OKD, a. s. člen koncernu KARBON INVEST, a.s.“ (správně „OKD, a. s., člen koncernu KARBON INVEST, a.s.“), „Stavby silnic a železnic, a.s“ (správně „Stavby silnic a železnic, a.s“), „ZENTIVA N.V.“ (správně „ZENTIVA N.V.“), „ENERGOAQUA a.s.“ (správně ENERGOAQUA, a.s.“).

[216] „BRITAL, s.r.o.“, „BRITAL s.r.o.“ a „BRITAL s.r.o.“ (dvě mezery mezi „BRITAL“ a „s.r.o.“, systém tuto neznatelně odlišnou firmu považuje pro účely vyhledávání za samostatnou obchodní firmu).

[217] „Jirí Jedlička“ a „Jedlička Jiří“, „Šulc Petr“ a „Petr Šulc“, „Miroslav Šuba“ a „Šuba Miroslav“ a další.

[218] Obchod s akciemi MJM Litovel a.s. provedený Miroslavem Šubou dne 20.3.2006.

[219] Obchod s akciemi ZENTIVA N.V. provedený Šulcem Petrem dne 28.3.2006 - chybné ISIN NL000405173, správně NL0000405173.

[220] Soubor je dostupný na adrese [http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy\\_a\\_prehledy/Manazerske\\_obchody.page?](http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy_a_prehledy/Manazerske_obchody.page?) pod odkazem „stáhnout“ .

[221] Zkratka pro registrační číslo do databáze EDGAR je CIK.

[222] Srov. kap. 4.4 této práce.

[223] Povinnost podat tuto informaci ČNB má dle §124 odst. 5 ZPKT obchodník s cennými papíry, banka, instituce elektronických peněz, spořitelní a úvěrní družstvo a institucionální investor, který má důvodné podezření na využití vnitřní informace při uzavření obchodu. Tyto osoby jsou povinny zachovávat mlčenlivost o tomto oznámení.

[224] Srov. posl. větu §124 odst. 3 ZPKT.

## Další články:

- [Společníci by neměli fakturovat své společnosti](#)
- [Novela zákona o spotřebitelském úvěru: zásadní regulatorní přelom, který změní finanční trh i praxi poskytovatelů spotřebitelských úvěrů](#)
- [Novela zákona o pyrotechnice: likvidace profesionálů namísto zmírnění negativních vlivů](#)
- [Neoprávněné přijímání vkladů - III. část](#)
- [Neoprávněné přijímání vkladů - II. část](#)
- [Neoprávněné přijímání vkladů - I. část](#)
- [Ubytování nezletilých sportovců v hostitelských rodinách](#)
- [Pasivní legitimace v řízeních o určení vlastnictví k obchodnímu či družstevnímu podílu](#)
- [Nové povinnosti pro influencery a další tvůrce dle Rady pro rozhlasové a televizní vysílání](#)
- [Problematika změny doručovací adresy osob ve výkonu trestu odnětí svobody](#)
- [Zdvojení smluvní pokuty za porušení téže smluvní povinnosti ve smlouvě o dílo](#)