

ACTA UNIVERSITATIS BRUNENSIS

---

IURIDICA

No 377

SPISY PRÁVNICKÉ FAKULTY  
MASARYKOVY UNIVERZITY

---

řada teoretická

Svazek č. 377

# **EMITENT FINANČNÍHO NÁSTROJE A VNITŘNÍ INFORMACE**

**Josef Kotásek**

Masarykova univerzita

Brno, 2010

Tato monografie je výstupem z Výzkumného záměru – Evropský kontext vývoje českého práva po roce 2004.

Recenzoval: JUDr. PhDr. Miroslav Slašťan, Ph.D.

© 2010 Josef Kotásek

© 2010 Masarykova univerzita

ISBN 978-80-210-5353-3

## OBSAH

Úvod.....	7
<b>1 Právní úprava ochrany vnitřních informací.....</b>	<b>8</b>
1.1 Východiska právní úpravy .....	8
1.2. Opting-out .....	10
1.3. Transparentnost zasvěceneckých transakcí.....	12
1.4 Úprava v evropských směrniciích .....	13
1.5 Směrnice č. 89/298/EHS .....	14
1.6 Směrnice o zneužití trhu.....	16
1.7 Úprava v zákoně o cenných papírech.....	26
1.8 Úprava v PKT.....	26
<b>2 Publikční povinnosti emitentů ve vazbě na vnitřní informace .....</b>	<b>27</b>
2.1. Základy právní úpravy .....	27
2.1.1 Cíle právní úpravy informačních povinností emitenta.....	27
2.1.2 Periodická a průběžná informační povinnost.....	29
2.1.3 Geneze právní úpravy aperiodické publicity.....	30
2.2 Okruh publikovaných informací .....	32
2.2.1 Obecná východiska .....	32
2.3 Preciznost informace .....	37
2.3.1 Konkrétní informace .....	38
2.4 Referenční skupina.....	45
2.5 Vztah informace k emitentovi, jeho nástrojům a regulovanému trhu .....	52
2.6 Významný kurzotvorný potenciál .....	54
<b>3 Vynucená publikace vnitřních informací.....</b>	<b>61</b>
3.1 Cíle právní úpravy informačních povinností emitenta .....	61
3.2 Obsahové a formální požadavky publikace.....	66
3.2.1 Uveřejňovaný obsah.....	66
3.2.2 Formální požadavky na uveřejnění povinně uveřejňované informace .....	67

3.2.3	Zasílání vnitřní informace České národní bance a organizátorovi trhu .....	68
3.3	Odklad uveřejnění vnitřní informace .....	69
3.3.1	Oznámení odkladu České národní bance .....	71
3.3.2	Aprobovaný odklad uveřejnění .....	72
3.3.3	Uveřejnění vnitřní informace po konzumovaném odkladu .....	79
3.4	Publikace vnitřní informace vázaná na sdělení třetím osobám .....	80
3.4.1	Uveřejňovaná informace .....	81
3.4.2	Simultánní publikační povinnost při záměrném sdělení vnitřní informace .....	82
3.4.3	Následná publikační povinnost u „nepředvídatelného“ poskytnutí vnitřní informace .....	83
3.4.4	Výjimka z povinnosti uveřejnit vnitřní informaci v souvislosti se sdělením třetí osobě .....	85
<b>4.</b>	<b>Vedení seznamů osob s přístupem k vnitřním informacím .....</b>	<b>88</b>
4.1	Seznamy osob s přístupem k vnitřním informacím v evropských směrniciích .....	88
4.2	Přehled právní úpravy a její cíle .....	89
4.3	Povinné osoby .....	92
4.4	Vedení seznamů .....	97
4.4.1	Zapisované osoby .....	97
4.4.2	Vedené údaje .....	98
4.4.3	Způsob vedení seznamu, jeho aktualizace a archivace .....	99
4.5	Poučovací povinnost .....	99
4.6	Náklady na vedení seznamů a přehodnocení právní úpravy .....	101
	<b>Závěry .....</b>	<b>103</b>
	<b>Seznam použité literatury .....</b>	<b>112</b>

## ÚVOD

Právní úprava ochrany vnitřních informací a jejich využití na kapitálovém trhu obvykle zatím u nás nebyla podrobena zevrubnější analýze z pohledu emitenta, kterého se příslušná vnitřní informace týká. Tato kratší studie, která vychází z mé habilitační práce obhajované v roce 2008, má tento deficit alespoň částečně nahradit. Vzhledem k tomu, že právní úprava ochrany vnitřních informací představuje odpověď českého práva na požadavky evropských směrnic, pokusím se v předložené studii zhodnotit úroveň transpozice a implementace a naznačit možná (výkladová či legislativní) řešení případného odklonu od evropských vzorů.

Ve své studii se zaměřuji na povinnosti emitentů, které souvisí s ochranou vnitřních informací. Jednou z významných povinností pro emitenty je povinnost publikace vnitřní informace. Uveřejněním kurzotvorných informací se zajišťuje transparentnost na trhu a korektní tvorba kurzů. Vynucené uveřejnění vnitřní informace působí také jako ideální prevence před nedovoleným využitím vnitřních informací a v určité míře i před manipulací, neboť zužuje okruh potenciálních zasvěcenců a omezuje také dobu, v níž může dojít ke zneužití informace.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu ukládá emitentům finančních nástrojů, aby vedli seznamy osob s přístupem k vnitřním informacím. Tuto povinnost rozeberu v samostatné kapitole, kde budu také reagovat na zhodnocení úspěšnosti modelu z USA, který byl implantován evropským národním zákonodárcům skrze evropskou směrnici.

Publikace vychází z právního řádu platného ke dni 31. března 2010.

# 1 PRÁVNÍ ÚPRAVA OCHRANY VNITŘNÍCH INFORMACÍ

## 1.1 VÝCHODISKA PRÁVNÍ ÚPRAVY

Právní úpravě ochrany vnitřních informací předchází na kontinentně řešené založené na principech samoregulace. Brzy se však ukázalo, že tato cesta nepřináší žádné výsledky a samoregulace v této oblasti má k efektivnosti daleko. Odstrašujícím příkladem může být i situace v SRN.

V roce 1970 byly v Německu vydány směrnice<sup>1</sup> týkající se obchodu zasvěcených osob (*Insiderregeln*)<sup>2</sup>. Zapovězeny byly zasvěcenské obchody, jakož i pouhé předání vnitřní informace (nezasvěcené) další osobě. Případné prohřešky proti směrnici řešily zkušební komise (*Prüfungskommissionen*), vůči kterým měli zasvěcenci povinnost vypovídat<sup>3</sup>. Směrnice nebyly právním předpisem a svůj význam získávaly až na základě soukromoprávního uznání ze strany dotčených osob. S trochou nadsázky tedy šlo o jakousi samoregulaci „na druhou“ (vyžadoval se předchozí souhlas příslušného emitenta a následně i jeho zaměstnance či jiného reprezentanta). Z tohoto důvodu také Hopt/Will<sup>4</sup> hovoří o tom, že šlo o „freiwillige Selbstkontrolle“ („dobrovolnou samokontrolu“). Obvykle byla příslušná ujednání součástí pracovních smluv.

Očekávatelným, nicméně fatálním nedostatkem směrnice byla její nejasná vymahatelnost. Smluvní dispozice o jejích účincích vedla k diskusím nad závazností rozhodnutí „zkušebních komisí“ a jejich vymahatelností.

---

<sup>1</sup> Šlo o tzv. Insiderhandelsrichtlinie (IHR) a Händler- und Beraterregeln (HBR) a jednací řád komisí (Verfahrensordnung). Blíže k obsahu směrnic např. *Siebold, H. Ch. Das neue Insiderrecht*. Berlín: Erich Schmidt Verlag 1994, s. 42an. Směrnice byly otištěny např. v časopise Wertpapiermitteilungen 1988, s. 1105.

<sup>2</sup> *Assmann, H. Schneider, U. Wertpapierhandelsgesetz*. Köln: C. H. Beck 2003, s. 214, úvodní poznámka k § 12 WpHG.

<sup>3</sup> *Rau, M. Directors' Dealings am deutschen Aktienmarkt*. Wiesbaden: DUV, 2004, s. 17.

<sup>4</sup> *Hopt, K., Will, M. R. Europäisches Insiderrecht*. Stuttgart 1973, s. 111.



I ty zasvěcené osoby, které se podrobily rozhodnutí komise, však nemusely počítat s žádnou větší sankcí. Směrnice předpokládala pouze odvod nedovoleně dosažených zisků na kurzu investičního nástroje. Zasvěcenec tím nemohl nikdy ztratit více, než sám získal<sup>5</sup> díky zakázané operaci<sup>6</sup>. Jiné sankce mu v podstatě nehrozily, a to ani - u samoregulace často neefektivnější - ve formě publikace nálezů komise, která u dané osoby konstatovala prohřešek vůči směrnici.

Uvedený nedostatek lze jistě zobecnit pro celou řadu předpisů v kategorii „soft law“. S notnou dávkou ironie se k významu a funkci směrnice vyjádřil K. Hopt, podle kterého šlo o „klubové řešení, jenž svým rozsahem, sankcemi a možností prosazení a vymáhání šlo jen tak daleko, aby byl odvrácen zásah zákonodárce“<sup>7</sup>. Svým způsobem šlo o jakýsi nedokonalý „derivát“ budoucí regulace (založený na strachu z budoucí regulace<sup>8</sup>). Intervenci ze strany zákonodárce však nezabránily ani významné změny směrnice v roce 1988, které měly za cíl zajistit lepší vymahatelnost směrnice (např. zavedením zásadní povinnosti instituce uplatnit své právo na vyplacení zisků zasvěcence či připuštění publikace „nálezu“ komise u zvláště hrubých porušení směrnice<sup>9</sup>).

Domnívám se ovšem, že hlavním nedostatkem německého samoregulačního řešení nebyla vymahatelnost či bezzubost sankce. Klíčovým problémem byla nekoncepčnost v tom, jak se úprava přespříliš (patrně pod angloamerickým vzorem) zaměřovala na řešení problému v rámci vztahů mezi

---

<sup>5</sup> Podobným nedostatkem trpěla ovšem i úprava v USA v 80. letech. Z práce Meulbroekové (*Meulbroek, L. K. An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*, Journal of Finance, vol. 47, č. 5, s. 1661an.) vyplývá, že v letech 1980–89 dosahovali (usvědčení) zasvěcení ze svých transakcí průměrného zisku cca 17.600 USD. Poměr mezi peněžitou sankcí a dosaženým ziskem se přitom pohyboval v průměru kolem 1,00. Uvedená zjištění vedla ke zpřísnění postihu, zejména trestněprávními sankcemi.

<sup>6</sup> Srov. také *Lauermann, H. U. Gesellschafts- und zivilrechtliche Aspekte börslichen Insiderhandels*. Frankfurt: Peter Lang 2003, s. 16.

<sup>7</sup> *Hopt, K. Ökonomische Theorie und Insiderrecht, Die Aktiengesellschaft*, č. 8/1995, s. 360.

<sup>8</sup> V kontextu tržní autoregulace srov. *Bejček, J. Regulace a trh* in *Bejček, J. (ed.) Sborník příspěvků z V. konference Katedry obchodního práva „Regulace, deregulace, autoregulace“*. Brno: Právnická fakulta MU 2007, s. 11.

<sup>9</sup> *Siebold, H.Ch. Das neue Insiderrecht*. Berlín: Erich Schmidt Verlag 1994, s. 53–54.

reprezentantem společnosti a emitentem (literatura hovoří o „*Gesellschaftsbezogenheit des Insiderbegriffs der IHR*“<sup>10</sup>).

Tento přístup má své zjevné nedostatky. Využití vnitřních informací se samozřejmě může týkat i třetích osob. Představit si takový příklad není těžké. Pokud jde o vnitřní informace ze sféry jiné společnosti (např. v rámci nabídky převzetí jde o informaci týkající se cílové společnosti), nebylo by případné zneužití vnitřní informace postižitelné ani podle výše uvedených směrnic.

Vzhledem k všeobecně uznávané důležitosti regulace transakcí zasvěcených osob pro kapitálový trh lze jen stěží očekávat, že některý stát s fungujícím kapitálovým trhem vyklidí „své“ pozice (tj. regulaci právními předpisy včetně trestněprávních) ve prospěch poměrně bezzubé samoregulace. U evropských států tomu navíc samozřejmě brání směrnice o zneužití trhu a navazující předpisy; takové ultraliberální opatření by tak nutně vyžadovalo koordinaci v rámci celé EU, která je velmi nepravděpodobná.

Variantou k dalšímu uvážení by v tomto směru ovšem mohla být „slabší“ (a některými ekonomy také žádaná<sup>11</sup>) specifická verze „samoregulace“ ve formě tzv. *opting out*, tj. cesta derogační výhrady.

## 1.2 OPTING-OUT

Podstata derogační výhrady spočívá v dispozitivnosti příslušného zákazu s možností fakultativně se vyvázat z jeho dosahu. Pokud bychom tedy zavedli možnost výhrady (v angličtině *opting out*) u zákazu využití vnitřních informací, právní úprava by předpokládala stejné zákazy jako dnes (samozřejmě mimo trestněprávní sankce), ovšem účastníci (v tomto případě emitent, resp. akcionáři emitenta) by měli možnost zasvěcencům jinak reprobované operace povolit. Zavedení derogační výhrady u regulace zasvě-

---

<sup>10</sup> *Lauermann, H. U.* Gesellschafts- und zivilrechtliche Aspekte börslichen Insiderhandels. Frankfurt: Peter Lang 2003, s. 15.

<sup>11</sup> *Ott, H. B., Schäfer.* Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 1991, s. 238.

ceneckých aktivit je z mnoha důvodů sporné. Zcela pro něj platí to, co jsem již uvedl u „pravé samoregulace“. Hodnotové rozhodnutí, které stojí za evropskými směrnici, se zdá být velmi nepravděpodobným kandidátem na změnu. Direktiva emfaticky vychází z toho, že obchod zasvěcených osob brání „úplné a řádné průhlednosti trhu, která je nezbytným předpokladem pro operace všech hospodářských subjektů na integrovaných finančních trzích“ a ani náznakem neodráží pochyby o oprávněnosti regulace, které začínají z tábora liberálních ekonomů<sup>12</sup>.

Podobná hesla a parole lze samozřejmě měnit stejně rychle jako oblečení. Připuštění derogační výhrady je ovšem v rozporu s hlavními hospodářskými tlaky a ambicemi evropských kapitálových trhů, mezi které patří zejména snaha<sup>13</sup> tvořit důstojnou konkurenci USA. Kapitálový trh v USA zaujímá v procesu internacionalizace a postupné integrace finančních trhů díky své velikosti a svým renomovaným burzám klíčovou pozici. Adaptace konkurenčních evropských trhů na příslušné „vyšší americké standardy“ se pak nejeví jako „alternativa, nýbrž spíše jako finančněpolitická nutnost“<sup>14</sup>. Byly to právě obtíže německých emitentů při kótaci jejich nástrojů v USA<sup>15</sup>, které vedly k hlasitějšímu volání po regulaci (mimo jiné) zasvěcených transakcí<sup>16</sup>.

Liberální opatření typu *opting out* by navíc narazila na další – tentokrát ryze praktické - obtíže, neboť by např. nebylo jasné, kdo by měl vlastně o derogační výhradě rozhodnout (rozhodující akcionáři jsou totiž potenciál-

---

<sup>12</sup> Srov. k tomu bod 15 preambule směrnice 2003/6/ES (směrnice o zneužívání trhu).

<sup>13</sup> V diskusi nad novou úpravou panuje o tomto motivu německého zákonodárce téměř absolutní shoda, srov. *Trörlitzsch, T.* Bericht über die Diskussion. FS Beusch, 1993, s. 401.

<sup>14</sup> *Zachert, M.* Zugangshindernisse und Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Eigenkapitalmarkt aus Sicht eines deutschen Unternehmens. Die Aktiengesellschaft, 1994, č. 5, s. 207.

<sup>15</sup> *Kohlhausen, M.* Finanzplatz Deutschland im Wettbewerb. Wertpapiermitteilungen, 1998, č. 1, s. 20.

<sup>16</sup> Více k tomu *Assmann, H., Schneider, U.* Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2003, s. 214, úvodní poznámka k § 12 WpHG.

ní zasněenci). Stejně tak by bylo nutné vyřešit otázku publikace rozhodnutí o výhradě<sup>17</sup>.

### 1.3 TRANSPARENTNOST ZASVĚCENECKÝCH TRANSAKČÍ

Z méně invazivních regulatorních zásahů pak přichází v úvahu řešení, které lze označit jako „evidenční“ či „transparentní“. Vyzkoušeno bylo v Británii, kde byla v roce 1947 zavedena povinná registrace zasněených osob a jejich transakcí s příslušnými nástroji. Úprava přitom rezignovala na jakékoliv sankce, náhradu škody či odvody zisku ze zasněeneckých postupů a sázela toliko na transparentnost trhu<sup>18</sup>.

Představa, že se veřejně dostupné informace o transakcích zasněenců stanou dostatečným nástrojem k dosažení rovnosti mezi privilegovanými, tj. zasněenými, a běžnými investory, se ukázala jako lichá. V roce 1980 přešla Británie v *Companies Act* k výslovnému zákazu, jehož porušení bylo sankcionováno trestněprávně<sup>19</sup>.

Prvky evidenčního řešení ovšem byly převzaty do současné úpravy. Ve formě vedení seznamů zasněených osob a zejména hlášení tzv. manažerských obchodů (srov. § 125 odst. 5 PKT) představují plánovaný nástroj prevence proti zneužití vnitřních informací.

Evropský zákonodárce mohl dále zvolit řešení, které zčásti předpokládal v rámci příprav statutu SE, tj. počítat pouze s registrací a odvody nekale dosažených zisků<sup>20</sup> bez dalších trestněprávních či správněprávních sankcí<sup>21</sup>.

---

<sup>17</sup> Dále k tomu *Hopt, K.* Ökonomische Theorie und Insiderrecht. Die Aktiengesellschaft, 1995, č. 8, s. 361.

<sup>18</sup> *Hopt, K.* Europäisches und deutsches Insiderrecht, Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 1991, s. 45.

<sup>19</sup> *Siebold, H.Ch.* Das neue Insiderrecht. Berlín: Erich Schmidt Verlag 1994, s. 88.

<sup>20</sup> K tomu blíže navazující pasáž.

<sup>21</sup> Viz např. návrh publikovaný v *Kirchner, Ch.* Zur zentralen Rolle der zivilrechtlichen Sanktionen im Recht des Insiderhandels. Festschrift für Z. Kigatawa. Berlín: Duncker Humblot 1992, s. 665–682.

Konečně bylo také možné zvolit „komplexní“ řešení známé z USA, které svým způsobem spojuje všechny typy regulace a hlavní důraz klade na trestněprávní a správněprávní sankce; nezapomíná však ani na odvod výnosů a civilní žaloby poškozených akcionářů.

## **1.4 ÚPRAVA V EVROPSKÝCH SMĚRNICÍCH**

Pohled do nedaleké minulosti mohl být inspirací pro evropského zákonodárce, když se rozhodoval, jaký způsob právní regulace zasvěcených aktivit zvolí. Jak bylo prezentováno výše, v úvahu přicházelo mnoho variací forem právní regulace.

Samoregulační mechanismy – jak dobře demonstruje zkušenost Německa - se ovšem projeví jako zcela nedostatečný prostředek potírání nedovoleného využití vnitřních informací. Derogační výhrada, tj. zásadní zákaz využití vnitřních informací s možností jejich výhrady pro emitenty, je z důvodů uvedených výše nepřijatelná a nelze očekávat, že se na tom v nejbližší budoucnosti něco změní.

Čistě evidenční, resp. transparentní řešení zavedené po válce ve Velké Británii bylo pouhou profylaxí (navíc nedostatečnou) a orientace na odvody zisků zůstává příliš v zajetí vnitřních vztahů zasvěcence ke společnosti a pomíjí dopady, které má využití vnitřních informací na celý kapitálový trh.

Výsledné řešení v evropské směrnici odráží negativní zkušenosti s výše uvedenými přístupy. Aktuální evropská směrnice sází na zásadně formulovaný zákonný zákaz zasvěcených transakcí (s výjimkami pro určité osoby a určité transakce), s určitými prvky transparentní evidence (vedení seznamů zasvěcených osob, hlášení obchodů) a s dostatečnými kombinovanými sankcemi (ovšem bez odvodů zisku z realizovaných transakcí).

## 1.5 SMĚRNICE Č. 89/298/EHS

Na úrovni evropských směrnic je právní úprava transakcí zasvěcených osob aktuálně upravena ve směrnici 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o transakcích zasvěcených osob a manipulaci s trhem (směrnice o zneužití trhu) a v navazujících prováděcích směrnících. Směrnice o zneužití trhu nebyla ovšem první evropskou direktivou věnovanou využití vnitřních informací. V této oblasti má svého předchůdce ve směrnici 89/592/EHS ze dne 13. listopadu 1989<sup>22</sup>.

První reálné návrhy na úpravu využití vnitřních informací v rámci komunitárního práva se však objevují daleko dříve: poprvé v souvislosti s Evropskou akciovou společností (Societas Europea, S.E.). Návrh jejího statutu publikovaný v roce 1970<sup>23</sup> se pojednáváne problematice věnoval v souvislosti s orgány společnosti, a to v čl. 82 pod rubrikou „Zvláštní povinnosti členů představenstva, dozorčí rady, auditora a většinových akcionářů“. Za zasvěcené osoby byly považovány právě osoby vyjmenované v uvedené rubrice.

Podle návrhu statutu (jehož tvůrci se zde zjevně nechali inspirovat sec. 16 amerického SEA<sup>24</sup>) měla tyto zasvěcence stíhat periodická informační povinnost o jejich vlastních obchodech s akciemi společnosti a dosažené ceně. Údaje měly být následně vedeny v evropském obchodním rejst-

---

<sup>22</sup> V originále Council Directive of 13 November 1989 coordinating regulations on insider trading (89/592/EEC).

<sup>23</sup> Úřední list č. C 124/1-55 ze dne 10. 10. 1970.

<sup>24</sup> Sec. 16 upravuje oznamovací povinnosti všech vedoucích osob (*officers, directors*) a dále osob, které disponují více než 10%-ním podílem na jednom druhu účastnických cenných papírů registrovaných u SEC, o změnách jejich portfolia. Tyto údaje jsou poté pravidelně uveřejňovány. Písm. b) citovaného předpisu zavazuje výše uvedené osoby, aby všechny zisky, kterých dosáhly s účastnickými papíry společnosti v průběhu 6 měsíců, odvedly společnosti (tzv. *short swing profit rules*). Za určitých okolností mohou tento nárok uplatnit jménem společnosti i akcionáři (v českém právu srov. např. § 181 ObchZ). Jak uvádí P. Schmidt, nejsilnější impulsy pro uplatnění těchto nároků pochází od advokátů, kteří provádí rešerše publikovaných transakcí a iniciují pak spory (*Schmidt, P. Insider trading. Maßnahmen zur Vermeidung bei US-Banken. Ludwigsburg: Verlag Wissenschaft und Praxis, 1995, s. 24*).

říku. V návrhu (čl. 82 odst. 5) se dále počítalo s povinnými odvody zisku z obchodu s akciemi společnosti dosaženým v průběhu šesti měsíců<sup>25</sup>, a to dokonce bez ohledu na to, zda za tímto ziskem stála vnitřní informace, či nikoliv<sup>26</sup>. Návrh statutu také předpokládal trestněprávní sankce.

Projekt vyšel naprázdno. Byl ostatně již od počátku předurčen k neúspěchu, neboť se příliš úzce vázal na formu evropské akciové společnosti. Problematika využívání vnitřních informací na kapitálovém trhu je daleko komplexnější a zdaleka se netýká jenom reprezentantů akciových společností. V návrhu statutu S.E. z roku 1989 se proto již normy upravující jednání zasloucenců neobjevují<sup>27</sup>.

Návrh sice úspěšný nebyl, zcela jistě však přispěl alespoň k tomu, že problematika obchodování zasloucenců počala být více vnímána i na kontinentě. K posílení zájmu o tuto problematiku později přispělo i zosíření souměže mezi jednotlivými burzami, jakož i celková změna klimatu na trzích v Evropě, které nedokázaly dostatečně reagovat na některé skandály spojené s využíváním důvěrných informací<sup>28</sup>.

V roce 1987 předložila Komise návrh směrnice Rady ke koordinaci předpisů týkajících se obchodu s využitím důvěrných informací, který po roce následovala jeho lehce pozměněná verze<sup>29</sup>. Dne 13. listopadu 1989 byla potom směrnice konečně schválena (89/592/EHS). Jde o poměrně stručný předpis (pouhých patnáct článků) s jednoduchou systematikou. První čtyři články obsahují vymezení základních pojmů (vnitřní informace, dotčené nástroje, primární a sekundární zasloucenci, zákazy využití vnitřních informací), čl. 5 se zaměřuje na kolizní problematiku. Další článek

---

<sup>25</sup> Při výpočtu povinných odvodů nebyl zohledněn celkový výnos zasloucencových obchodů za příslušné období, ale sčítaly se jednotlivé výnosy. Srov. k tomu *Lauermann, H. U. Gesellschafts- und zivilrechtliche Aspekte börslichen Insiderhandels*. Frankfurt: Peter Lang 2003, s. 157.

<sup>26</sup> *Hopt, K. J., Will M. R. Europäisches Insiderrecht*. Stuttgart: Ferdinand Enke Verlag, 1973, s. 3.

<sup>27</sup> *Hopt, K. J. Europäisches und deutsches Insiderrecht. Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 1991, č. 1, s. 21.

<sup>28</sup> *Kotásek, J. in Kotásek, J. Pokorná, J. Raban, P. a kol. Kurs obchodního práva. Právo cených papírů*. C. H. Beck: Praha 2005, s. 171.

<sup>29</sup> Úřední list č. C 277/13.

umožňuje členským státům přijetí přísnějších předpisů. Čl. 7 upravuje publikační povinnosti emitentů. Čl. 8–12 se týkají správních a procesních norem členských států v souvislosti s využitím vnitřních informací. Zavádí se jí mj. zásada úřední kontroly. Transpoziční lhůta směrnice vypršela dne 1. června 1992.

Jak již jsem uvedl, směrnice byla zrušena aktuální směrnici o zneužití trhu. Její podrobnější analýza na tomto místě by proto byla zbytečná; z prostorových i věcných důvodů (v nové směrnici najdeme mnohá duplicitní ustanovení) se proto budu této direktivě věnovat blíže v souvislosti s výkladem o nové úpravě, a to pouze tam, kde bude vhodné či potřebné přistoupit k historickému výkladu.

## 1.6 SMĚRNICE O ZNEUŽITÍ TRHU

Účel a cíle směrnice vyjádřené v jejím úvodu představují důležité vodítko pro výklad jejích jednotlivých ustanovení. Vyjadřují metanormativní (tj. hodnotová a teleologická) východiska a rozhodně je nelze odbýt řečeno slovy *F. Weyra* slovy jako pouhé proklamativní „monology“ zákonodárce<sup>30</sup>. Jak již bylo uvedeno v první kapitole, u zákazů využití vnitřních informací může být stanovení normativních idejí evropské směrnice dosti obtížné, a to nejen proto, že je sporná samotná otázka, zda regulovat či nikoliv.

I mezi zastánci regulace (a právě ti byli autoři směrnice) totiž nepanuje úplná jednota v tom, k ochraně jakých statků by měla úprava výslovně směřovat. Podle preambule směrnice (bod 2) „řádné fungování trhů s cennými papíry a důvěra veřejnosti v tyto trhy jsou nezbytnými předpoklady hospodářského růstu a blahobytu. Zneužívání trhu narušuje integritu finančních trhů a důvěru veřejnosti v cenné papíry a deriváty“.

Dle čl. 12 je cíl právních předpisů proti obchodování zasvěcených osob stejný jako právních předpisů proti manipulaci s trhem: zajištění integrity

---

<sup>30</sup> Srov. k tomu obecný výklad *P. Holländera* in *Boguszak a kol.* Právní principy. Praha: Vydavatelství 999, 1999, s. 16–18.



finančních trhů Společenství a zvýšení důvěry investorů v tyto trhy. Dle čl. 15 obchodování zasvěcených osob a manipulace s trhem brání úplně a řádné průhlednosti trhu, která je nezbytným předpokladem pro operace všech hospodářských subjektů na integrovaných finančních trzích.

Z uvedeného je patrná důležitá okolnost: individuální ochrana investorů je na rozdíl od ostatních směrnic s relevancí pro kapitálový trh<sup>31</sup> ve směrnici formulována nikoliv jako hlavní cíl, nýbrž spíše jako nástroj k dosažení jiného vlastního cíle. Tím je posílení efektivity kapitálových trhů členských států Evropské unie. Ve výsledku to samozřejmě může být nevýznamné: pokud jde o ochranu investorů jako celku, kryje se tato protekce s funkcionální ochranou celého trhu; jde o spojené nádoby. Efektivní trh si nelze bez investorské důvěry vůbec představit.

Rozdíl se však může projevit, a také projevuje, u případných nároků investorů poškozených reprobovaným využitím vnitřní informace. Tvůrci směrnice dávají očividně „ruce pryč“ od úvah nad případností individuálních žalob drobných investorů, když zdůrazňují ochranu kolektivního statku, tj. kapitálového trhu jako takového<sup>32</sup>.

O případné škodě spotřebitelů a drobných investorů se ve směrnici zmiňuje pouze na okraj v závěru její preambule a navíc toliko v souvislosti s prováděcími předpisy, srov. bod 43 preambule. Směrnice tak nepředpokládá úpravu případného soukromoprávního postihu poškozených investorů (aniž by jej samozřejmě vylučovala<sup>33</sup>) a neobsahuje tak – v souladu s většinovým míněním odborné literatury<sup>34</sup> – žádné prvky individuální ochrany. Ta tedy zůstává plně v kompetenci jednotlivých členských států.

---

<sup>31</sup> Srov. např. přehled in *Elster, N.* Europäisches Kapitalmarktrecht. Recht des Sekundärmarktes. Mnichov: C. H. Beck 2002, s. 60, pozn. pod čarou č. 222.

<sup>32</sup> Blíže k tomu *Kotásek, J.* Čekání na český „Infomatec“ – K odpovědnosti reprezentantů emitenta kótovaných cenných papírů za nesplnění vybraných informačních povinností. In *Bejček, J., Pokorná, J.* (ed.). *Sborník příspěvků z mezinárodní konference studentů dokt. studia na téma "Odpovědnost za škodu"*. Brno: Masarykova univerzita, 2005.

<sup>33</sup> V českém právu srov. např. úvahy in *Pelikánová, I., Čech, P.* Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). *Právo a podnikání*, 2002, č. 11 (příloha), s. 20.

<sup>34</sup> Srov. např. *Assmann, H. Schneider, U.* Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2003, s. 230 a literaturu zde uvedenou.

Skutečnost, že primárním objektem ochrany práva proti nedovolenému vyžívání vnitřních informací jsou právě funkce kapitálového trhu, se pak projevuje např. i při vymezení zasvěcených osob, které nemusí nutně pocházet z okruhu emitenta.

Směrnice mj. v čl. 1 vymezuje pojem vnitřní informace<sup>35</sup> (inside information) a předpokládá zákaz jejího využití, ať již jde přímo o transakce (čl. 2) nebo „jen“ o její sdělení jiné osobě (čl. 3). Kromě toho mají emitenti finančních nástrojů vnitřní informaci co nejdříve uveřejnit (čl. 6). Směrnice rovněž definuje pojem „manipulace“ (čl. 1 odst. 2) a předpokládá její zákaz s výjimkami pro programy odkupu vlastních akcií a péče o kurs (stabilizace).

Vnitřní informací ve smyslu směrnice je informace přesné povahy, která nebyla uveřejněna, týkající se přímo nebo nepřímo jednoho nebo více emitentů finančních nástrojů nebo jednoho nebo více finančních nástrojů a která, kdyby byla uveřejněna, by pravděpodobně měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny odvozených finančních derivátů.

Ve vztahu ke komoditním derivátům se vnitřní informací rozumí informace přesné povahy, která nebyla uveřejněna, která se týká přímo nebo nepřímo jednoho nebo více takových derivátů a jejíž obdržení by očekávali uživatelé trhů, na nichž se s takovými deriváty obchoduje, v souladu s postupy uznávanými na těchto trzích.

Pro osoby pověřené prováděním příkazů týkajících se finančních nástrojů se vnitřní informací rozumí též informace splňující předchozí parametry dodaná klientem a týkající se dosud nevyřízených příkazů klienta.

Směrnice 529/89/EHS rozlišovala mezi tzv. primárními zasvěcenci a sekundárními zasvěcenci. Primární zasvěcenci byli velmi zhruba řečeno ti, kteří se k informaci dostali na základě svého postavení (členové orgánů, akcionáři, zaměstnanci apod.), sekundární pak ti, kdož informaci získali přímo nebo nepřímo od primárního zasvěcence. Rozhodoval tedy vztah ke

---

<sup>35</sup> V oficiálním překladu byl použit pojem „důvěrné informace“. V dalším textu budu pro přehlednost vycházet z pojmu „vnitřní informace“, ledaže by šlo o přímou citaci české verze směrnice o zneužití.

zdroji informace. Pro primární zasvěcence pak platila přísnější úprava (kromě zákazu využití i zákaz předání sdělení vnitřní informace a předání doporučení), sekundární zasvěcenci pak měli zakázáno pouze využít informace (srov. článek 4 směrnice 529/89/EHS)<sup>36</sup>.

Tvůrci směrnice o zneužití patrně vycházeli z toho, že pokud se informace dostala mimo okruh přímých zasvěcenců, bude již rozumnější nebránit jejímu volnému šíření. Pokud za diferenciací mezi primárními a sekundárními zasvěcenci skutečně bylo toto pojetí, bude třeba poznamenat, že nebylo příliš pevné, neboť směrnice členským státům nebránila rozšíření těchto zákazů i na sekundární zasvěcené osoby. Jinak řečeno, členské státy mohly sjednotit postavení primárních a sekundárních zasvěcenců i dříve.

Směrnice o zneužití trhu opticky převzala dosavadní členění zasvěcených osob na primární a sekundární (což lze uvítat např. z pedagogických důvodů). Primární zasvěcence vymezuje v podstatě stejně jako její předchůdkyně: jako osoby, které mají přístup k vnitřní informaci a) z důvodu svého členství ve správním, řídicím nebo dozorčím orgánu emitenta nebo b) z důvodu svého podílu na základním kapitálu emitenta nebo c) z důvodu přístupu k informacím při výkonu svého zaměstnání, povolání nebo v souvislosti s plněním svých povinností. Tento katalog se ovšem nově doplňuje o osoby, které informací disponují na základě své trestné činnosti.

Z článku 4 je pak zřejmá definice sekundárního zasvěcence: jde o „jakoukoli osobu odlišnou od osob uvedených v těchto člácích, která drží důvěrnou informaci a přitom ví, nebo by měla vědět, že jde o důvěrnou informaci“. Podle téhož článku mají členské státy zajistit, aby se zákazy směřující vůči primárním zasvěcencům aplikovaly též na ty sekundární. Všechny rozdíly tím padají a to, co bylo dříve možností, je nyní pro členské státy povinné. Důvody tohoto zpřísnění nejsou z preambule patrné.

Dlužno poznamenat, že právní úpravy některých členských států i nadále relevantně rozlišují obě skupiny zasvěcenců – ovšem toliko v sankčních normách<sup>37</sup>. Tvůrce českého PKT takto při formulaci sankcí nepostupoval.

---

<sup>36</sup> Viz článek VI. Směrnice 529/89/EHS.

<sup>37</sup> Srov. např. § 38 odst. 1 WpHG.

Je však možné, že postavení zasvěcené osoby bude hrát svou roli při stanovení výše sankce<sup>38</sup>.

Vnitřní informace se musí týkat „finančního nástroje“; těmi jsou převoditelné cenné papíry<sup>39</sup>, podílové jednotky subjektů kolektivního investování, nástroje peněžního trhu, finanční termínové smlouvy (futures), včetně rovnocenných nástrojů, z nichž vyplývá nárok na vypořádání v penězích, termínové úrokové smlouvy, úrokové a měnové swapy a swapy na akcie a na akciové indexy, nákupní a prodejní opce týkající se nástroje patřícího do těchto skupin, včetně rovnocenných nástrojů, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích.

Do této kategorie patří zejména měnové a úrokové opce, komoditní deriváty a jakýkoli jiný nástroj přijatý k obchodování na regulovaném trhu<sup>40</sup> v členském státě nebo nástroj, v jehož případě byla podána žádost o přijetí k obchodování na takovém trhu.

Směrnice ukládá členským státům zavedení řady povinností a zákazů pro primární a sekundární zasvěcence. Členské státy jim mají zakázat využití vnitřní informace, bez ohledu na to, zda jde o využití přímé či nepřímé<sup>41</sup>. Zákaz se ovšem nemá vztahovat na operace provedené za účelem splnění povinnosti nabyt nebo zcizit finanční nástroje, která vyplývá z dohody uzavřené předtím, než dotyčná osoba získala vnitřní informaci. U těchto transakcí totiž s ohledem na časové okolnosti transakce o žádné využití vnitřní informace nejde.

Zasvěcencům má být zapovězeno sdělovat vnitřní informaci jiné osobě, ledaže by k tomuto sdělování docházelo při běžném výkonu jejího zaměstnání, povolání nebo v souvislosti s plněním jejich povinností. Třetí zákaz míří na tzv. *tipping*, tj. doporučení. Směrnice předpokládá zákaz předání doporučení (a to i prostřednictvím třetí osoby) jiné osobě směřující k nabytí nebo zcizení finančních nástrojů, jichž se vnitřní informace týká.

---

<sup>38</sup> Srov. § 177 PKT.

<sup>39</sup> Ty byly dříve definovány ve směrnici č. 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů (ISD); nyní srov. čl. 4 bod 14) směrnice č. 2004/39/ES o trzích s finančními nástroji (MiFID), která směrnici č. 93/22/EHS zrušila.

<sup>40</sup> Srov. čl. 4 bod 18) směrnice č. 2004/39/ES o trzích s finančními nástroji (MiFID).

<sup>41</sup> Bez ohledu na to, zda jde o transakci na vlastní účet, či na účet třetí osoby.

Jen stěží lze zneužít veřejnou informaci; ostatně sama směrnice předpokládá, že ani „deriváty“ těchto veřejnosti známých informací, tj. výzkum a odhady odvozené z veřejně dostupných údajů, nemají být považovány za vnitřní informace. Z uvedených důvodů právní úprava předpokládá promptní uveřejnění vnitřní informace (srov. čl. 6 směrnice).

Otevřenou otázkou je pak okamžik vzniku povinnosti uveřejnit vnitřní informaci. Směrnice sama specifikuje publikaci tak, že má nastat okamžitě, jak je to možné („*as soon as possible*“). Bližší úprava byla přenechána prováděcím předpisům komise (tj. směrnici 2003/124/ES ze dne 22. prosince 2003).

Podle čl. 6 odst. 4 směrnice o zneužití mají osoby s řídicí odpovědností u emitenta a osoby s nimi úzce propojené informovat o operacích uskutečněných na vlastní účet. Podrobnější pravidla pak stanoví prováděcí směrnice 2004/72/ES (viz dále) rovněž v čl. 6. Omezuje hlášení toliko na transakce s akciemi a jejich deriváty a vychází z maximálně pětidenní lhůty k oznámení operace (odst. 1). Členské státy dále mohou využít bagatelní hranice 5000 euro (odst. 1) a operace realizované v jednom kalendářním roce do této hodnoty vyjmout z ohlašovací povinnosti nebo jejich hlášení odložit až do 31. ledna (odst. 2). Směrnice dále předepisuje obsahové náležitosti oznámení (odst. 3).

Jedním z důležitých prevenčních opatření je i sestavení seznamu zasvěcenců. Zavést tuto zvláštní evidenci ukládá členským státům čl. 6 odst. 3 věta třetí směrnice o zneužití. Podle něj mají členské státy vyžadovat, aby emitenti nebo osoby jednající jejich jménem nebo na jejich účet vypracovaly seznam osob, které pro ně pracují, „ať už na základě pracovní smlouvy nebo bez ní“, a které mají přístup k vnitřním informacím.

Emitenti a osoby jednající jejich jménem nebo na jejich účet mají tento seznam pravidelně aktualizovat a předávat příslušnému orgánu dozoru, kdykoli si jej vyžádá. Podle tvůrců směrnice je vedení těchto seznamů pojmáno jako nezbytné opatření k zajištění integrity trhu. Podrobnější pravidla pro vedení evidence pak přináší prováděcí směrnice Komise 2004/72/ES, kterou se provádí směrnice o zneužití trhu<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> Blíže k tomu kapitola 8.

Směrnice upravuje subjekty a druhy transakcí, které jsou vyňaty z její působnosti, tj. zejména ze zákazu využití vnitřních informací. Jde tedy o tzv. bezpečné přístavy (*safe harbours*) známé i z jiných oblastí hospodářského práva. Důvody privilegovaného postavení vybraných subjektů jsou zřejmé přímo ze směrnice. Tvůrci direktivy vycházeli z toho, že hodnota některých operací a jejich význam pro celé hospodářství převyšuje dopady nebezpečí případného zneužití vnitřní informace.

Bezpečný přístav pak umožňuje např. provádět prospěšné operace bez toho, že by na tyto aktivity dopadala právní úprava ochrany vnitřních informací. Celkem jde o tři druhy výjimek, které jsou určeny především charakterem činnosti: i) operace v rámci měnové a devizové politiky a správy veřejného dluhu, ii) realizace programů zpětného výkupu a iii) opatření ke stabilizaci kurzu.

První z výjimek se týká veřejných financí a měnové a devizové politiky. Členské státy a Evropský systém centrálních bank, národní centrální banky nebo osoby „jednající jejich jménem“ nemají být zákazem využití vnitřních informací omezovány v provádění měnové politiky, devizové politiky nebo správy veřejného dluhu (bod 32 preambule směrnice). Směrnice o zneužití se proto nepoužije na operace prováděné v rámci měnové nebo kursové politiky nebo správu veřejného dluhu prováděné členským státem, Evropským systémem centrálních bank, národní centrální bankou nebo jiným úředně určeným subjektem nebo každou osobou jednající jejich jménem (čl. 7 věta první směrnice)<sup>43</sup>.

Členské státy mohou toto osvobození rozšířit na své federované státy nebo srovnatelné místní orgány, pokud jde o správu jejich veřejného dluhu (čl. 7 věta druhá). Opět nejde o novinku, podobný dispens byl možný i podle směrnice 2003/6/ES z roku 1989<sup>44</sup>. Záměrem úpravy je zabránit, aby se

---

<sup>43</sup> Podle vyjádření Komise ještě k původní úpravě ve směrnici 2003/6/ES sem patří také správa devizových rezerv (cit. dle *Hopt, K.* Europäisches und deutsches Insiderrecht. Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 1991, č. 1, s. 45).

<sup>44</sup> Formulačně se v této oblasti texty obou směrnic liší jen minimálně, srov. čl. 2 odst. 4 směrnice 2003/6/ES (rozdíl je např. v tom, že dle aktuální směrnice již nemusíme pro závěr, že mezi privilegované subjekty patří evropská centrální banka, složitě argumentovat; tato banka je ve výčtu výslovně zahrnuta).

skrze ustanovení o ochraně kapitálového trhu nepřiměřeně omezil prostor pro jednání státu v oblasti rozpočtů a měnové či devizové politiky. Takový požadavek se zdá být legitimní, ovšem vzbuzuje mnohé otázky.

Jak podotýká Elster<sup>45</sup>, i výsostně motivovaná opatření jsou způsobilá snížit šanci na zisk průměrným investorům. Kvůli jejím negativním dopadům na investorskou důvěru musí být proto podle citované autorky uvedené ustanovení směrnice (resp. transpoziční ustanovení daného členského státu) vykládáno co možná nejužěji. Příslušný obchod se má striktně týkat toliko privilegovaného účelu dané normy<sup>46</sup>.

To ovšem není jediná obtíž, které privilegovaný přístup směrnice k některým výsostným operacím vyvolává. Z citovaného ustanovení směrnice o zneužití plyne, že členské státy mají dvě možnosti, jak rozšířit výjimku i na další osoby (tj. jiné než ČNB, centrální banku členského státu EU a Evropskou centrální banku).

V prvé řadě je výjimka formulována objektivně, a to s ohledem na činnost subjektu. Privilegován může být jakýkoliv subjekt, pokud uskutečňuje měnovou nebo devizovou politiku státu (tato varianta patrně nebude v praxi příliš pravděpodobná). Druhá výjimka předpokládá splnění dvou podmínek: subjektivní, neboť výjimka se může vztahovat pouze na subjekty federativního uspořádání (např. jednotlivé spolkové země v SRN<sup>47</sup>), a objektivní, když musí jít o činnost, která souvisí se správou jejich veřejného dluhu.

Nevyřešenou otázkou evropského práva je pak činnost územních samosprávných jednotek při správě svých vlastních dluhů, typicky obcí či krajů. U nich není zřejmé, zda je mohou členské státy zařadit mezi osoby, které jsou, pokud činí vybrané operace, vybaveny imunitou vůči normám chrá-

---

<sup>45</sup> Elster, N. *Europäisches Kapitalmarktrecht. Recht des Sekundärmarktes*. Mnichov: C. H. Beck 2002, s. 62–63.

<sup>46</sup> Hopt pak k tomu podotýká, že směrnice neřeší otázku, jak naložit s případnými zisky z těchto aprobovaných zasvěceneckých transakcí, a přenechává tuto otázku národnímu právu členských států (Hopt, K. *Europäisches und deutsches Insiderrecht. Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 1991, č. 1, s. 45).

<sup>47</sup> Srov. § 20 německého WpÜG.

nící vnitřní informace<sup>48</sup>. Velký význam by to mohlo mít např. u komunálních obligací, zvláště vzhledem k povinnosti publikovat vnitřní informace.

Ve většině států je ovšem otázka rozšíření imunity – alespoň podle informací autora - prozatím spíše akademická, neboť žádný ze států doposud nerozšířil exempci předpokládanou v čl. 7 směrnice o obce či jiné jednotky místní samosprávy<sup>49</sup>. Spor prozatím řeší faktický stav, tedy opatrnost členských států před neuváženou „imunizací“ dalšího okruhu osob.

Zákazy stanovené ve směrnici o zneužití trhu se dále nemají vztahovat na operace s vlastními akciemi v rámci programů „zpětného odkupu“ nebo při cenové stabilizaci investičního nástroje. Bližší podmínky stanoví již zmíněné Nařízení Komise (ES) č. 2273/2003 ze dne 22. prosince 2003, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů.

Směrnice o zneužití trhu (2003/6/ES) v čl. 8 předpokládá výjimky z obecného zákazu zneužití trhu (zejména manipulace) pro obchody s vlastními akciemi v rámci programů „tzv. zpětného odkupu“ a nebo obchody za účelem stabilizace finančního nástroje. Nařízení v souladu s tímto článkem stanoví bližší podmínky, které musí splňovat programy zpětného odkupu (čl. 3–6) a postupy stabilizace (čl. 7–11). V českém právu je příslušné adaptační ustanovení obsaženo v § 124 odst. 7 PKT<sup>50</sup>.

Na směrnici o zneužití trhu navazuje směrnice Komise 2003/124/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice 2003/6/ES, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem. Blíže vymezuje obě skutkové podstaty zneužití trhu, a to podrobnější definicí vnitřní informace (čl. 1) či jednotlivých metod manipulace (čl. 4

---

<sup>48</sup> Kladně *Becker, J.* Das neue Wertpapierhandelsgesetz. Berlin: Erich Schmidt Verlag, 1995, s. 72.

<sup>49</sup> K německému právu srov. *Assmann, H. Schneider, U.* Wertpapierhandelsgesetz. 3. vydání, Köln: C. H. Beck, 2003, s. 572.

<sup>50</sup> Citované ustanovení zní takto: „Ustanovení odstavců 1 až 4 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“.



a 5). Kromě toho upravuje také prostředky a lhůty pro publikaci vnitřních informací a předpoklady odložení publikace vnitřních informací (čl. 3).

Druhá prováděcí směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice 2003/6/ES, pokud jde o poctivé předkládání investičních doporučení (*presentation of investment recommendations*) a uveřejňování střetu zájmů (*disclosure of conflicts of interests*), vychází z premisy, že integrita trhu žádá, aby prezentace informací doporučujících nebo navrhujejších investiční strategii odpovídala zvýšeným nárokům na nestrannost, poctivost a průhlednost.

V prvé řadě se vychází z toho, že má být známa identita autorů doporučení (čl. 2). Směrnice pak stanoví obecná pravidla pro poctivou prezentaci doporučení (čl. 3) a doplňuje je o další pravidla pro osoby, jejichž hlavní podnikatelskou činností je vypracování doporučení. Předpokládá se také zavedení obecných pravidel pro uveřejňování zájmů a střetu zájmů (čl. 5–6). Směrnice také věnuje pozornost šíření investičních doporučení (čl. 7–9).

Již citovaným nařízením Komise č. 2273/2003, ze dne 22. prosince 2003 se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizaci finančních nástrojů.

Řadu prováděcích předpisů ke směrnici o zneužití trhu ještě rozšířila směrnice 2004/72/ES ze dne 29. dubna 2004, kterou se provádí směrnice 2003/6/ES, pokud jde o přijatelné tržní praktiky, vymezení vnitřní informace ve vztahu ke komoditním derivátům, vedení seznamů zasvěcených osob, hlášení vlastních obchodů s cennými papíry a hlášení podezřelých transakcí. V čl. 2 precizuje faktory, které je třeba zohlednit při hodnocení přijatelnosti tržní praktiky (tato oblast má význam pro určení, zda došlo k manipulaci s trhem) a dále mechanismy a praktiky konzultací týkajících se přijatelnosti tržních praktik. Předmětem směrnice je dále vymezení vnitřních informací ve vztahu ke komoditním derivátům (čl. 4), vedení seznamu zasvěcenců (čl. 5), tzv. manažerské obchody (čl. 6) a hlášení podezřelých obchodů.

## 1.7 ÚPRAVA V ZÁKONĚ O CENNÝCH PAPIŘECH

Prvním obecným předpisem<sup>51</sup> upravujícím oblast využívání neveřejných informací na kapitálovém trhu v České republice byl zákon o cenných papírech. Úprava byla obsažena v několika málo odstavcích § 81 CenP s navazujícími sankčními normami v § 82–87 CenP. Bývalá česká úprava vycházela z první evropské směrnice o obchodování s využitím důvěrné informace (tj. směrnice 89/592/EHS).

## 1.8 ÚPRAVA V PKT

Přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu a souvisejícího změnového zákona<sup>52</sup> byla obecná právní úprava využití neveřejných informací přesunuta ze zákona o cenných papírech právě do PKT. Na zákonný předpis navazuje prováděcí vyhláška č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> Zvláštní úprava byla obsažena např. v § 20 odst. 3 zákona o burze cenných papírů (předpis byl zrušen PKT). Podle § 20 BurZ nesměly osoby mající ze svého zaměstnání nebo postavení dříve než ostatní účastníci burzovního obchodu informace o skutečnostech, které mohou ovlivnit kurs některých cenných papírů, uzavírat obchody s těmito cennými papíry nebo své informace využít ve prospěch jiných osob, a to do doby, než se tyto informace stanou obecně známými. Burzovní komora navíc určovala v burzovních pravidlech, které osoby vzhledem ke svému zaměstnání nebo postavení nemohou uzavírat burzovní obchod s některými cennými papíry.

<sup>52</sup> Zák. č. 257/2004 Sb.

<sup>53</sup> Která měla svou předchůdkyni – vyhl. č. 536/2004 Sb.

## 2 PUBLIKAČNÍ POVINNOSTI EMITENTŮ VE VAZBĚ NA VNITŘNÍ INFORMACE

### 2.1 ZÁKLADY PRÁVNÍ ÚPRAVY

#### 2.1.1 Cíle právní úpravy informačních povinností emitenta

Koncept informačních povinností emitenta původně souvisel s organizačními opatřeními burz, které měly zájem obchodovat nástroje dostatečně kvalitních emitentů. Přehled o hospodářské a finanční situaci emitenta byl proto jedním z předpokladů kótace jeho cenných papírů.

Účel právní úpravy informačních povinností se však brzy obrátil směrem k zájmům široké investorské veřejnosti. Jedním ze zásadních předpokladů fungování kapitálového trhu je včasná a přesná informovanost investorů o všech skutečnostech podstatných pro jejich investiční či desinvestiční rozhodování. Investoři alokují volné finanční prostředky do investičních nástrojů s cílem dosáhnout výnos s ohledem na ekonomickou situaci emitenta, segmentu trhu či celé ekonomiky.

Přitom ovšem průběžně revidují již uskutečněná investiční rozhodnutí a zvažují investiční rozhodnutí budoucí. Činí tak však pouze, jestliže mají důvěru v cenotvornou funkci trhu a důvěru ve skutečnost, že osoby zasvěcené nezneužívají v jejich neprospěch informační asymetrie, kterou každý kapitálový trh pojmově trpí. Mají být proto o všech skutečnostech, které by mohly mít vliv na ocenění již realizované nebo zamýšlené investice, včas a dostatečným způsobem informováni<sup>54</sup>.

Transakce s nástroji za kurzy, které nejsou výsledkem vnímání všech významných informací o hospodářském a finančním stavu emitenta, je třeba z hlediska řádného obchodování s dotčenými nástroji považovat za nepřijatelné a potenciálně nebezpečné. Prostor bez informací je plný entro-

---

<sup>54</sup> Srov. také stanovisko KCP č. 1/2001, dostupné na stránkách České národní banky.

pie a neuspořádanosti; je otevřený nejrůznějším úvahám a spekulacím. Přeroste-li entropie určitou mez, může poškodit méně informované a odborně nedostatečně zdatné investory a ve svém důsledku může narušit důvěru v kapitálový trh a do určité míry též výkonnost celé ekonomiky<sup>55</sup>. Dostatečný přísun informací veřejnosti proto posiluje integritu trhu a přispívá k růstu důvěry investorů<sup>56</sup>.

Odbourání informačních asymetrií mezi emitentem hledajícím zdroje financování a investorem proto představuje důležitou podmínku efektivního fungování kapitálového trhu. Jedině informovaný trh může plnit funkce efektivního zprostředkovatele mezi poptávkou po kapitálu a jeho nabídkou<sup>57</sup>.

Investoři nepředstavují homogenní skupinu, která by sledovala jednotné cíle a disponovala stejnými znalostmi. Na kapitálovém trhu se setkáváme s divergentními zájmy, investičními strategiemi a znalostmi. Investorem může být malý akcionář, člen představenstva emitenta finančních nástrojů nebo profesionální investor. Publikční předpisy by přitom měly vytvořit dostatečnou transparentnost pro všechny druhy investorů, a to nejen obsahovými požadavky kladenými na sdělované informace, ale také stanovením formálních způsobů publikace významných informací.

Uveřejnění relevantních informací nezajišťuje toliko transparentní trh a řádnou tvorbu kurzů. Působí také jako ideální prevence před nedovoleným využitím vnitřních informací. Zužuje okruh potenciálních zasvěcenců a omezuje také dobu, v níž může dojít ke zneužití informace.

Publikací ztrácejí relevantní informace svou hodnotu. Informační povinnost emitenta je proto vědomě upravena jako nástroj boje proti nedovolenému využívání vnitřních informací a představuje korelát přímých opatření v podobě zákazu zasvěceneckých transakcí („*sunlight is the best disinfectant*“)<sup>58</sup>.

---

<sup>55</sup> Stanovisko KCP č. 3/2001, dostupné na stránkách České národní banky.

<sup>56</sup> Srov. bod 24 směrnice o zneužití.

<sup>57</sup> Srov. stanovisko KCP č. 24/2001.

<sup>58</sup> Čunderlík, L. Potreba právnej regulácie insider ochodov in *Bejček, J.* (ed.). *Regulace, deregulace, autoregulace*. Sborník z konference. Brno: Právnická fakulta MU, 2006, s. 176.

### 2.1.2 Periodická a průběžná informační povinnost

Jak je patrné, pozitivní efekty informací (transparentnost trhu, prevence před nedovoleným využitím vnitřních informací) se mohou projevit jenom v případě, že jsou informace srozumitelným a nenákladným způsobem zpřístupněny veřejnosti.

Podle způsobu uveřejnění informací lze informační povinnosti emitenta obecně rozdělit do dvou okruhů: periodického a průběžného. V prvním případě dostává veřejnost informace ve formě uceleného a fixovaného souboru informací k předem určenému datu, a to buď před přijetím na trh (prospekt<sup>59</sup>), nebo po něm (výroční a pololetní zpráva<sup>60</sup>). Průběžná složka informační povinnosti je naproti tomu dynamická a zajišťuje informování investorů aktuálně, podle toho, kdy informace vznikají.

První okruh informačních povinností je z podstaty věci statický a pro zajištění transparentnosti trhu a účinné prevence před nedovoleným využitím vnitřních informací jen pramálo vhodný. Zejména u výroční a pololetní zprávy je svázán „historickou pamětí“, tj. funkcí, kterou oba informační zdroje primárně plnily a stále plní ve společném právu obecně: ochranou věřitelů. Nebude schopen poskytnout investorovi kontinuální přísun informací, které jsou potřebné každou minutu každé hodiny každého obchodního dne na kapitálovém trhu.

Tyto funkce může zajistit druhá dynamická složka informačních povinností emitenta: průběžná informační povinnost nastupující *ad-hoc*. Průběžná informační povinnost je v současné době upravena ve formě nuceného uveřejnění vnitřních informací, a to v souladu s požadavky směrnice o zneužití (srov. čl. 6 směrnice). Předtím ovšem prošla určitou genezí, které se budu přehledně věnovat v následujícím oddílu.

---

<sup>59</sup> Srov. § 36 an. PKT.

<sup>60</sup> Srov. § 118 an. PKT.

### 2.1.3 Geneze právní úpravy aperiodické publicity

Předchůdcem průběžné informační povinnosti v podobě publikace vnitřních informací byla právní úprava v zákoně o cenných papírech. Ustanovení § 80c odst. 2 písm. b) CenP<sup>61</sup> ukládalo emitentovi registrovaných<sup>62</sup> akcií uveřejňovat „podstatné změny, které nejsou veřejně známé a které se týkají hospodářské, zejména finanční situace emitenta nebo jiných skutečností, které mohou vyvolat významnou změnu kurzu jím vydaného cenného papíru nebo zhoršit schopnost emitenta plnit závazky z cenného papíru“. Tehdejší CenP tímto ustanovením transponoval do českého práva čl. 68 směrnice č. 2001/34/EHS<sup>63</sup> (jejímž předchůdcem byla tzv. kótační směrnice 79/279/EHS<sup>64</sup>).

Obecně formulované znění doplňoval demonstrativní katalog skutečností podléhajících průběžné informační povinnosti<sup>65</sup>. U emitenta registrovaných dluhopisů byl emitent povinen uveřejňovat informace o veškerých přijatých půjčkách nebo úvěrech a zejména zárukách a jiných zajištěních poskytnutých v souvislosti s nimi a o dalších skutečnostech, které mohou podstatně ovlivnit jeho schopnost plnit závazky vyplývající z jím vydaných dluhopisů<sup>66</sup>.

Oproti současné úpravě průběžné informační povinnosti je na první pohled patrné zúžení povinnosti publikovat informace ad-hoc v minulé úpravě. CenP předně omezoval okruh povinných emitentů na emitenty registro-

---

<sup>61</sup> Ve znění do 30. dubna 2004.

<sup>62</sup> V současném kontextu jim odpovídají kótované cenné papíry.

<sup>63</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být uveřejněny (Úř. věst. L 184, 6. 7. 2001, s. 1). Citovaný článek směrnice byl zrušen směrnicí o zneužití.

<sup>64</sup> Směrnice 79/279/EHS ze dne 5. 3. 1979 o koordinaci podmínek pro přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů (Úř. věst. L 66, 16. 3. 1979, s. 21).

<sup>65</sup> Srov. § 80c odst. 2 písm. a) CenP v rozhodném znění.

<sup>66</sup> Šlo o transpozici čl. 81 odst. 1 směrnice č. 2001/34/ES.

vaných akcií a registrovaných dluhopisů<sup>67</sup>. Další rozdíly plynou z rozdílného pojetí vnitřní informace v současném PKT<sup>68</sup>. Nejzávažnější rozdíly souvisí se vztahem povinně publikované informace k emitentovi (blíže k tomu bezprostředně navazující výklad).

Úprava publikačních povinností byla následně předmětem regulace v § 125 odst. 1 PKT. V mezidobí již bylo citované ustanovení novelizováno<sup>69</sup>. Podstatou změny byla úprava předmětu uveřejňovaných informací. Zatímco původní znění žádalo publikaci každé vnitřní informace bez jakýchkoliv limitů, aktuální úprava ukládá emitentovi povinnost publikovat „vnitřní informaci, která se ho přímo týká“.

Publikační povinnost nestíhá ty emitenty, kteří o přijetí svého finančního nástroje na regulovaný trh nežádali ani s přijetím nesouhlasili. Zdálo by se, že přijetí finančního nástroje v rozporu s vůlí emitenta bude pro většinu organizátorů regulovaných trhů neakceptovatelné, a tudíž se uvedená výjimka příliš často nepoužije. Existují ovšem segmenty veřejných trhů, které nevyžadují souhlas emitenta. Za příklad nám může posloužit tzv. *Einbeziehung*<sup>70</sup> na řízený trh v SRN (Geregelter Markt), které se podle §§ 49 odst. 1 a 56 odst. 1 německého zákona o burze provádí na žádost účastníka obchodu a souhlas emitenta se nevyžaduje<sup>71</sup>.

---

<sup>67</sup> Což vedlo k potřebě rozšiřujících výkladů, ve veřejném právu ovšem dosti ošidným. Srov. blíže Pelikánová, I., Čech, P. Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru. Právo a podnikání, 2002, č. 4–5 (příloha), s. 32 a 37.

<sup>68</sup> Srov. k tomu kapitulu 5.

<sup>69</sup> Novela provedená zák. č. 56/2006 Sb. s účinností od 8. března 2006.

<sup>70</sup> Uvedený proces neformální kotace překládám jako „vtažení“.

<sup>71</sup> *Sethe, R.* in *Assmann, H. Schneider, U.* Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2005, 4. vydání, s. 694.

## 2.2 OKRUH PUBLIKOVANÝCH INFORMACÍ

### 2.2.1 Obecná východiska

Centrálním prvkem a také největší obtíží každé právní úpravy využití vnitřních informací je legální vymezení vnitřní informace. Obecná definice informace zatím nebyla podána<sup>72</sup> a podobný stav panuje i v právní vědě<sup>73</sup>, když část autorů dokonce zpochybňuje smysl a účel takového počínu<sup>74</sup>.

Informace je pojímána buď jako proces (informování jiného či jiných<sup>75</sup>), výsledek tohoto procesu (informovanost jako stav) nebo jeho obsah (informace jako základ a předmět znalostí)<sup>76</sup>. Pro účely této práce budu pragmaticky vycházet z toho, že informace je údajem o nějaké skutečnosti, který je zachycen v reprodukovatelné formě a lze jej učinit v určité kódované podobě předmětem komunikace.

Na rozdíl od jiné definice podané v české literatuře<sup>77</sup> kladu menší důraz na komunikaci dvou nebo více subjektů a mezi informace proto řadím i tzv. fakultativní informace<sup>78</sup>, tj. informace, které již byly vytvořeny, ale zatím nebyly sděleny (např. tehdy, jestliže je jejich původce ještě nepředal jiným).

---

<sup>72</sup> Srov. Mleziva, E. Diktatura informací. Plzeň: A. Čeněk, 2004, s. 14–17.

<sup>73</sup> Srov. např. přehled in Albers, M. Information als neue Dimension im Recht. Rechtstheorie, 2002, č. 1, roč. 33, s. 61an.

<sup>74</sup> Zöllner, W. Informationsordnung und Recht. Berlin: de Gruyter, 1990, s. 18.

<sup>75</sup> Srov. kapitulu 9, oddíl 4. 1.

<sup>76</sup> Gasser, U. Kausalität und Zurechnung von Informationen als Rechtsproblem. Mnichov: C. H. Beck, 2002, s. 40.

<sup>77</sup> Pelikánová/Čech považují informací za „údaj o nějaké skutečnosti, již považujeme za předmět informace, která se dostává k adresátovi nebo adresátům, takže skutečnosti přednášená informací se stane adresátovi známou“ (cit dle Pelikánová, I., Čech, P. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 4).

<sup>78</sup> Dle Mleziva, E. Diktatura informací. Plzeň: A. Čeněk, 2004, s. 14.



Akcent na sdělení klade např. německý BGH v rozhodnutí z roku 2003<sup>79</sup> týkající se tzv. skalpování (*scalping*)<sup>80</sup>. Soud zde v rozporu s dosavadním převažujícím míněním dospěl k závěru, že skalpování nepředstavuje nedovolené použití vnitřní informace, nýbrž je pouze (také zakázanou) manipulací. Jinak řečeno, úmysl doporučit určité akcie ke koupi není vnitřní informací, kterou by jednající jako zasvěcenec u skalpování využíval.

Dle BGH totiž u skalpování neexistuje žádná „informace“, neboť ta předpokládá vztah ke třetí osobě a je pojmově vyloučeno, aby se někdo „informoval“ o svých vlastních myšlenkách a záměrech. Informací nemůže být okolnost z vnitřní sféry, informace musí mít určitý vztah k vnějšímu světu („Außenweltbezug“), tj. ztělesňovat určitý komunikativní element. BGH za rozhodující kritérium považoval realizovanou sdělnost, tj. přenos mezi dvěma subjekty v rámci interakce<sup>81</sup>.

Soud vyšel z významu latinských (původem řeckých) slov „*informare*“ a „*informatio*“, tj. dávat formu a v přeneseném významu „zpravit, sdělovat“<sup>82</sup> (nebo „poučovat, podávat“) <sup>83</sup> a u pouhého záměru tento příznak ne-

---

<sup>79</sup> Rozhodnutí BGH ze dne 6. 11. 2003 – 1 StR 24/03; publikováno bylo např. v časopise *Neue Juristische Wochenschrift*, 2004, s. 302.

<sup>80</sup> Jako skalpování se zpravidla označuje nákup či prodej cenných papírů s vědomím toho, že v budoucnu bude dáno příslušné prodejní či nákupní doporučení, příp. jiný podnět, ze kterého bude doporučující nějakým způsobem profitovat. Příkladem může být právě skutkový stav, z něhož vycházel BGH v komentovaném rozhodnutí (dle *Eichelberger, J. Scalping – ein Insiderdelikt, Wertpapiermitteilungen*, 2003, č. 44, s. 2121): jistý „burzovní guru“ (šéfredaktor časopisu „Der Aktionär“) v pátek zakoupil příslušné akcie a večer v televizním vysílání je doporučil ke koupi. Současně jeho „příznivci“ ještě v pátek podají příslušné příkazy, což v pondělí vede ke značnému převisu poptávky a skokovému růstu ceny dotčených akcií. Guru vzápětí se ziskem prodává své akcie a celá manipulace se může opakovat, a to ještě s větší intenzitou, neboť prognóza samozvaného guru se přece stále potvrzuje („*self fulfilling prophecy*“). Od skalpování je třeba odlišit předstížení (*frontrunning*), které má pasivnější podobu a pachatel při něm negeneruje žádnou poptávku/nabídku na základě své persuaze, pouze při něm využívá znalostí o příslušných nákupních/prodejních pokynech.

<sup>81</sup> Srov. také *Mleziva, E. Diktatura informací*. Plzeň: A. Čeněk, 2004, s. 14.

<sup>82</sup> Srov. *Pething, R. in Fiedler, H., Ulrich, H. (ed.) Information als Wirtschaftsgut*. Kolín: Verlag Dr. Otto Schmidt 1996, s. 36.

<sup>83</sup> Blíže k pojmu informace srov. *Capuro, R. Information. Ein Beitrag zur etymologischen und ideengeschichtlichen Begründung des Informationsbegriff*. Mnichov: Saur, 1978, s. 196an.

shledal. Z rozhodnutí vyplývá, že na existenci vnitřní informace nemůžeme usuzovat pouze na základě provedení určitého rozhodnutí, nutná je příslušná komunikace.

Je otázkou, zda tento důraz na komunikaci informace nebude v některých případech zavádějící. Zákaz využití vnitřní informace na něm totiž není založen. Naopak, v některých případech úprava ani nepředpokládá, že by k nějaké komunikaci vůbec došlo – a přesto se zákazy uplatní. K řadě informací se zasvěcenec může dostat nikoliv „informováním“ či „poučením“, postačí i pouhé vnímání relevantních procesů uvnitř společnosti<sup>84</sup>. Těžební technik, který je právě přítomen významnému a nečekanému objevu ropy a telefonicky instruuje manželku, aby koupila příslušné cenné papíry, přeci také využívá existující informace.

Rozhodnutí BGH působí poněkud vumělkovaně: jedna a táž okolnost totiž může, ale také nemusí, být informací, a to jen na základě toho, zda byla sdělena jinému<sup>85</sup>. Z uvedeného důvodu je také předmětem oprávněné kritiky v německé odborné literatuře<sup>86</sup>.

V PKT je vnitřní informace vymezena tak, že je to „přesná informace, která se přímo nebo nepřímo týká investičního nástroje nebo jiného nástroje, 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 (dále „finanční nástroj“), jiného nástroje, který nebyl přijat k obchodování na regulovaném trhu člen-

---

<sup>84</sup> Obdobně *Bingel, A.* Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung nach Aktienplatzierungen. Berlín, Duncker a Humblot 2006, s. 207.

<sup>85</sup> Srov. ovšem *Volk, K.* Scalping strafbar? Eine Erwiderung auf Uwe H. Schneider/Burgard, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1999, č. 1. s. 68.

<sup>86</sup> *Assman, H.* in *Assmann, H. Schneider, U.* Wertpapierhandelsgesetz. 4. vydání. Köln: C. H. Beck 2006, s. 350 (§ 13, marg. pozn. č. 10). Srov. k tomu také čerstvé rozhodnutí ESD ve věci C-391/04: Rozsudek Soudního dvora (třetího senátu) ze dne 10. května 2007 (žádost o rozhodnutí o předběžné otázce Symvoulio tis Epikrateias – Řecko) – Ypourgos Oikonomikon, Proïstamenos DOY Amfissas v. Charilaos Georgakis), Úř. věst. C 140, 23. 6. 2007, s. 2, které obecně vychází z opačného přístupu než BGH. Osobně se přitom ztotožňuji se stanoviskem, že skalpování nepředstavuje formu využití vnitřní informace – důvodem ovšem není to, že nejde o vnitřní informaci, nýbrž to, že zde chybí kauzalita mezi příslušnou vnitřní informací (záměrem provést manipulaci) a jejím „využitím“. Ve výsledku tedy se závěry BGH souhlasím.

ského 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, pokud tato informace není veřejně známá a pokud by poté, co by se stala veřejně známou, mohla významně ovlivnit kurz nebo výnos tohoto finančního nástroje nebo jiného nástroje, jehož hodnota se odvozuje od tohoto finančního nástroje<sup>87</sup>.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu se terminologicky odchyluje od oficiálního českého překladu směrnice, jenž laboruje s pojmem „důvěrná“ informace<sup>88</sup>. Jde ovšem o odchylku směrem k lepšímu. Výraz „vnitřní informace“ použitý v aktuální úpravě považuji za přiléhavější. Lépe totiž reflektuje typický (ovšem *pouze* typický) obsah této informace; tedy to, že jde o skutečnosti, které jsou přímo nebo nepřímo spojeny s určitým emitentem či jeho nástrojem. Přiléhavější však neznamená zcela přiléhavý, neboť i tento výraz se jeví vzhledem k obsahu vnitřní informace jako příliš zužující<sup>89</sup>. K tomu blíže třetí oddíl této kapitoly.

Uvedené terminologické obtíže při transpozici směrnice o zneužití nejsou výsadou českého práva. Zatímco však u nás jde jen o nepřiléhavou otázku přiléhavosti označení (z pohledu právníka je totiž v podstatě jedno, jak budeme vnitřní informace označovat, jde přeci o jejich kvalitu vymezenou prostřednictvím skutečných designátů<sup>90</sup>), může to jinde zna-

---

<sup>87</sup> V čl. 1 odst. I směrnice je vnitřní informace (*inside information*) vymezena takto: „*Inside information* shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments“.

<sup>88</sup> Podobně jako dříve zákon o cenných papírech v § 81 a v dalších navazujících ustanoveních.

<sup>89</sup> Stejně *Pelikánová, I., Čech, P.* Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 4. Autoři pak navrhují pojem „privilegované informace“.

<sup>90</sup> Pojem sám o sobě nic netvrdí a nelze mu přiznat hodnotu pravdivosti či nepravdivosti, měl by však co nejlépe odrážet skutečnost. Na právní úpravě a její aplikaci by se v zásadě nezměnilo nic, i kdybychom místo pojmu „vnitřní informace“ zvolili enigmatický název „in-

menat výrazný významový posun s dopadem na výklad klíčových pojmů právní úpravy.

Tak např. v německé verzi směrnice najdeme pojem „Insider-Information“, zatímco transpoziční norma ve WpHG zvolila nejprve pojem „Insiderfakt“<sup>91</sup>. Přesnější výraz z evropské směrnice byl přejat až v rámci novel WpHG,<sup>91</sup> a to poté, co pojem „skutečnost“ zásadně ovlivnil výklady podávané v odborné literatuře ve vztahu k preciznosti informace. Podobně ve Velké Británii není použit „směrnice“ výraz „inside information“, ale snad až zbytečně konkrétní pojem „unpublished price sensitive information“. Takto novátorsky našťestí náš zákonodárce nepostupoval.

Vnitřní informaci nelze ztotožňovat s obchodním tajemstvím (§ 17 ObchZ)<sup>92</sup> nebo s důvěrnými informacemi poskytnutými při jednání o uzavření smlouvy ve smyslu § 271 ObchZ. Vnitřní informace podle § 124 PKT je, jak bude zřejmé i z následujícího výkladu, koncipována zcela jinak, což odráží i odlišná terminologie.

Přesto platí, že jedna informace může naplnit znaky více institutů. Je tedy možný event. i souběh vnitřní informace s obchodním tajemstvím. Z toho může povstat také kolize mezi zájmem podnikatele na utajení informace a zájmem trhu na přístupu k informaci. Tato otázka, jak se pokusím prokázat na jiném místě<sup>93</sup>, ovšem není zdaleka tak žhavá, jak by se na první pohled zdálo.

---

formace X“. Jako odraz skutečnosti by však měl mizivou hodnotu; pojem by měl být alespoň vodítkem pro určení svých designátů.

<sup>91</sup> Skrze tzv. Anlegerschutzverbesserungsgesetz ze dne 28. října 2004, Bundesgesetzblatt I, s. 2630 (dále jen „AnSVG“).

<sup>92</sup> Samozřejmě to nelze vyloučit. Obchodním tajemstvím je souhrn veškerých skutečností obchodní, výrobní či technické povahy související s podnikem, které mají skutečnou nebo alespoň potenciální materiální či nemateriální hodnotu, nejsou v příslušných obchodních kruzích běžně dostupné, mají být podle vůle podnikatele utajeny a podnikatel odpovídajícím způsobem jejich utajení zajišťuje. Je tedy z povahy věci vždy bezprostředně vázáno na podnik emitenta. Jinak řečeno, sám vznik obchodního tajemství je vázán na provozování podniku (srov. Štenglová, I., in Štenglová, I., Drápal, L., Púry, F., Korbel, F. Obchodní tajemství. Praha: Linde, 2005, s. 17).

<sup>93</sup> Srov. kapitolu 6. oddíl 3.

Rovnítko mezi vnitřní informací a obchodním tajemstvím ovšem bude platit toliko v některých případech. O obchodní tajemství nemusí jít již proto, že vnitřní informace se váže toliko na investiční nástroje nebo jejich emitenty (pokud byl příslušný nástroj přijat k obchodování na regulovaném trhu členského státu EU nebo o jehož přijetí k obchodování na regulovaném trhu bylo požádáno), případně jiné relevantní skutečnosti významné pro jejich kurz. Stejně tak důvěrné informace dle úpravy v obchodním zákoníku<sup>94</sup> mohou sice současně naplnit znaky vnitřní informace podle zákona o kapitálovém trhu, nebude to však pravidlem.

### 2.3 PRECIZNOST INFORMACE

Podle § 124 odst. 1 PKT má být vnitřní informace přesná. Prováděcí vyhláška<sup>95</sup> k PKT se pak uvedený pojem pokouší kvalitativně konkretizovat tak, že obsahem přesné informace by měla být „skutečnost, která nastala nebo skutečnost, kterou lze v budoucnu důvodně očekávat“. Informace má být dále natolik určitá, aby „na jejím základě bylo možné učinit závěr o vlivu skutečnosti na kurz příslušného investičního nástroje nebo jeho derivátu“.

Oproti původní úpravě<sup>96</sup> přináší vyhláška podle mého názoru více světla do nejasné definice vnitřní informace. Česká úprava v souladu s evropskou předlohou<sup>97</sup> vztahuje nyní přesnost informace jednoznačně směrem k závěru o vlivu informace na kurzu. Určitost informace má tedy být v korelaci

---

<sup>94</sup> Srov. § 271 ObchZ.

<sup>95</sup> Srov. § 2 odst. 1 písm. a) vyhlášky č. 536/2004 Sb., kterou se provádí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu.

<sup>96</sup> Z doprovodných materiálů k evropské směrnici 89/592/EHS nebylo ještě zcela zřejmé, co má tento příznak každé vnitřní informace znamenat. V průběhu prací na směrnici došlo k úpravě textu, který původně vyžadoval u vnitřní informace „dostatečnou přesnost“, v tom směru, že „postačí“, je-li vnitřní informace přesná („*information of precise nature*“, „*eine präzise Information*“). Důvody této změny byly patrně v myšlence, že pojem „dostatečná přesnost“ je na roveň pojmu „trochu těhotná“; informace prostě přesná je či není. Česká úprava vycházející z uvedené směrnice pracovala pouze s holým pojmem „informace“.

<sup>97</sup> Čl. I odst. 1 směrnice 2003/124/ES.

s určitostí vývoje kurzu relevantního finančního nástroje nebo jeho derivátu po publikaci vnitřní informace. I po tomto vhodném zpřesnění ovšem zůstává celá řada otázek a nejasností.

### 2.3.1 Konkrétní informace

Do jisté míry lze dostatečnou záruku přesnosti informace spatřovat v tom, že jsou pojmány jako informace, jejichž náplní jsou „skutečnosti“, tj. verifikovatelné a důkazu přístupné události a stavy vnějšího světa. Lze argumentovat tím, že skutečnost není přesná či nepřesná, případně více či méně „skutečnější“, *skutečnost prostě je*.

Navíc musí jít o informace, které poté, co se stanou veřejně známé, mohou významně ovlivnit kurz. Nulová reakce trhu např. na neurčité pověsti je tak automaticky vylučuje z okruhu vnitřních informací. Je proto otázkou, zda je vůbec nutné klást na vnitřní informace požadavek „přesnosti“ (když přece pouze přesné informace bude schopen trh vyhodnotit jako informace s kurzotvornou relevancí).

Všeobecně je požadavek preciznosti vnitřní informace odůvodňován tak, že jím má být zabráněno tomu, abychom pod vnitřní informace subsumovali např. pověsti (*rumours*), spekulace a fámy<sup>98</sup>, jakož i skutečnosti, jež dosud nevykazují dostatečně vysokou míru pravděpodobnosti či dokonce jistoty, že dojdou naplnění<sup>99</sup>.

Taková informace můžeme v souladu s obecnou teorií informací označit za „negativní informace“, neboť směřují spíše k informační degradaci a příjemce informace je jimi veden směrem k opaku informace, tj. k neurčitosti<sup>100</sup>.

---

<sup>98</sup> Srov. např. *Grundmann, W.* Neuregelung des Insiderhandelsverbotes, *Zeitschrift für Kreditwesen*, 1992, č. 1, s. 13. K tomu také rozhodnutí VGH ze dne 16. 3. 1998 – 8 TZ 98/98 (*Gerüchte als Insidertatsachen*) publikováno s poznámkami *H.-D. Assmanna* v časopise *Die Aktiengesellschaft*, 1998, č. 9, s. 436–441.

<sup>99</sup> *Čech, P., Pelikánová, I.* Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). *Právo a podnikání*, 2002, č. 11, s. 4.

<sup>100</sup> Volně podle *Ursul, A.D.* Metodologické aspekty informace. Praha: Academia, 1975, s. 125.

Uvedený cíl je patrný i z odůvodnění návrhu směrnice 89/592/EHS<sup>101</sup> a plyne také z dokumentů CESRu k prováděcí směrnici 124/2003<sup>102</sup>.

Z praktického pohledu se však zákonodárce uvedeným odůvodněním poněkud „vloupává do otevřených dveří“. Je víceméně v povaze všech pověstí, spekulací a pomluv, že se tvoří a šíří v rámci kolektivního vědomí, a to asi stejným způsobem jako vtipy. Jsou tedy povětšinou již z povahy věci veřejné, tudíž jim chybí jiná zásadní vlastnost každé vnitřní informace - neveřejnost.

Nikdy však nelze vyloučit opak (zvláště u spekulací) a v tomto ohledu je proto záměr evropského normotvůrce vyloučit ryze subjektivní prvky chvályhodný. Burzovní fámy a spekulace představují přirozenou součást každého kapitálového trhu. Pokud bychom je považovali za vnitřní informace, byla by taková úprava silně kontraproduktivní, resp. zcela neúčelná právě pro efemérnost a labilitu svého objektu. Je nutné vést pomyslnou hraniční čáru mezi využitím vnitřní informace a pouhou (přípustnou) spekulací, jež se zakládá toliko na intuici či kuloárových řečech.

Navíc vzhledem k tomu, že vnitřní informace má emitent neprodleně publikovat<sup>103</sup> (125 odst. 1 PKT), bylo by velmi ošidné legitimovat tímto způsobem tvrzení typu „jedna paní povídala“ a vyžadovat dokonce od povinných osob, aby takové „zaručené“ zprávy publikovaly. Lze očekávat, že by to vedlo k enormní volatilitě kurzů, jakož i ke znejistění investorské veřejnosti. Nehledě k tomu, že by se v množství takto šířených pseudoinformací nutně ztrácely či devalvovaly ty relevantní, tj. skutečně vnitřní informace.

Zařazení pověstí a jiných nejistých prvků pod vnitřní informaci je částí německé literatury odůvodňováno tím, že vnitřní informace má být „skutečností“ (německé právo neužívalo<sup>104</sup> při vymezení pojmu vnitřní informace pojem „informace“, nýbrž „skutečnost“ (*Tatsache*)). Situace však nemusí být tak jednoznačná.

---

<sup>101</sup> Srov. odůvodnění návrhu z roku 1987, KOM (111) ze dne 21. května 1987, s. 5.

<sup>102</sup> CESR's Adice on Level 2 implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, s. 8, srov. [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

<sup>103</sup> Srov. § 125 odst. 1 PKT.

<sup>104</sup> A to až do novely WpHG provedené AnSVG.

Pověsti a spekulace mohou za určitých okolností být velice exaktním činitelem, který se bude vykazovat značným dopadem na vývoj kurzu. Bude totiž třeba rozlišovat mezi samotným obsahem (jádro) informace a dalším okolnostmi, které ji doprovázejí, zejména informačním zdrojem<sup>105</sup>. Z tohoto důvodu také Assmann případně rozlišuje mezi pověstmi o informacích („*Gerüchte über Tatsachen*“) a pověstmi jako skutečnostmi („*Gerüchte als Tatsachen*“) <sup>106</sup>. V prvním případě je pověst „nosičem“ – ovšem velmi nespolehlivým – informace, ve druhém případě je významná sama existence pověsti.

Demonstrováno na příkladu: údaj, který sám o sobě nemá žádnou kurzotvornou relevanci (např. pověst, že „*podnik jde ke dnu*“), spadá pod informace, které nelze považovat ze přesné. Jinak tomu bude v případě, kdy takový údaj sdělí vlivný reprezentant společnosti. Ve spojení s ním získává zřejmě tato „pověst“ povahu přesné vnitřní informace; její podstatou je znepokojivý fakt, že takovou pověst sdělil právě vlivný reprezentant společnosti<sup>107</sup>. Nepřesná spekulace či pověst zůstává samozřejmě i tak nepřesnou, ve spojení s nositelem však mění svou povahu<sup>108</sup> („*předseda představenstva ABC řekl, že jeho podnik jde ke dnu*“) <sup>109</sup>.

<sup>105</sup> Kotásek, J. in Kotásek, J., Pokorná, J. Raban, P. a kol. Kurz obchodního práva. Právo cenných papírů. C. H. Beck: Praha, 2005, s. 177.

<sup>106</sup> Assmann, H. Gerüchte als Insidertatsachen. Die Aktiengesellschaft, 1998, č. 9, s. 438–440.

<sup>107</sup> K tomu také rozhodnutí VGH ze dne 16. 3. 1998 – 8 TZ 98/98 (Gerüchte als Insidertatsachen) publikováno s poznámkami H.-D. Assmanna v časopise Die Aktiengesellschaft, 1998, č. 9, s. 436–441.

<sup>108</sup> Dobrým příkladem z české praxe je rozhodnutí KPC/6/2002, dostupné mj. na stránkách ČNB.

<sup>109</sup> Pozoruhodnou poznámku má k tomu ovšem Cramer, P. Die geplante Insiderregelung in der Praxis, Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 1994, č. 3 s. 333, který k tomu uvádí následující: „*Zwar wird teilweise gesagt, dass nicht die Prognose als solche, sondern die innere Überzeugung ihrer Richtigkeit die Tatsache sei, die vorgespielt werde. Dies ist aber ein Taschenspielertrick. In Wahrheit kommt es nämlich darauf an, wie sicher die Prognose selbst ist. Nur wenn sie von einem Sachverständigen aufgestellt wird, kann sie auch wie eine Tatsache behandelt werden. Es ist eben z.B. ein Unterschied, ob ein Facharzt über den mutmaßlichen Krankheitsverlauf Auskunft gibt oder ein blutiger Laie. Diese Beispiele zeigen, dass es durchhaus möglich ist, den Tatsachenbegriff auszudehnen, und zwar insoweit, dass er die Information, sofern ein sachliches Substrat zugrunde liegt, mit umfasst*“.



Není tak vyloučeno „kvalifikovat jako přesnou informaci samotný úsudek určité osoby, jež je podle zákona povolána k tomu, aby na základě konkrétních skutečností zhodnotila stav určitého předmětu nebo určitou situaci. Informací pro účely úpravy zákazu je potom nejen skutečnost, že úsudek existuje, nýbrž také údaje o jeho obsahu“<sup>110</sup> (srov. k tomu ovšem bod 1. 2. tohoto oddílu).

Přesnost informace má být dále dostatečná k tomu, aby na jejím základě bylo možné učinit závěr o vlivu skutečnosti na kurz příslušného investičního nástroje nebo od něho odvozeného derivátu. Obecný význam slova „přesný“ by přitom mohl svádet k příliš ambiciózním požadavkům na kritéria klasifikace vnitřních informací<sup>111</sup>. Přesný je totiž totéž co jasný, exaktní či konkrétní.

Z právní úpravy však nelze dovodit, že informace musela být exaktní, určitost je žádána jen do té míry, aby postačila pro určitý závěr o vývoji kurzu relevantního nástroje či odvozeného derivátu (tj. o dopadech informace na trh). Za přesnou (a pro vývoj kurzů obvykle pozitivní) informaci ve smyslu § 124 odst. 1 PKT tak budeme samozřejmě považovat např. údaj o tom, že bude propuštěno „cca pět tisíc zaměstnanců“. Pro vývoj kurzu zde totiž nebude relevantní přesné číslo o počtu propuštěných; proto i tato informace samozřejmě splňuje podmínku preciznosti jako předpokladu každé vnitřní informace<sup>112</sup>.

Názory, rady, hodnocení, instrukce, doporučení a tipy nemusí obsahovat žádné skutečnosti, natožpak zahrnovat vnitřní informace. Ovšem podobně jako je tomu u pověstí apod., může být sama okolnost, že někdo směrem k jinému vyjádřil názor, podal radu či doporučení, samozřejmě skutečností tvořící obsah vnitřní informace. Pokud např. člen představenstva doporučí svým blízkým koupit akcie společnosti (aniž by přitom uvedl důvody, proč

---

<sup>110</sup> Čech, P., Pelikánová, I. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 5.

<sup>111</sup> Britská právní úprava proto trvá na tom, že informace musí být buď „*precise*“ nebo „*specific*“. Druhým uvedeným kritériem snižuje ambice „preciznosti“ informace (cit dle Ferrarini, G.A. The European Market Abuse Directive. Common Law. Market Review, Vol. 41, č. 3, s. 719).

<sup>112</sup> Srov. také rozhodnutí KCP/1/2001, dostupné na stránkách [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz).

by tak měli učinit), může být i tato událost sama o sobě skutečností, která se může stát předmětem vnitřní informace.

Právní úprava však nemá stavět překážky výzkumu a kreativitě. Podle směrnice o zneužití by proto výzkum a odhady odvozené z veřejně dostupných údajů neměly být považovány za vnitřní informace, a jakákoli operace provedená na základě takového výzkumu nebo odhadů nemá být kvalifikována jako obchodování zasvěcených osob (srov. bod 31 preambule směrnice o zneužití). Výslovně normováno to však potom ve směrnici není, a obdobné pravidlo patrně proto chybí i v PKT (na rozdíl např. od německé úpravy, která v tomto směru neopomněla reflektovat i preambuli)<sup>113</sup>.

K uvedenému závěru lze samozřejmě dospět výkladem, který by měl být konformní se směrnicí a jejími cíli. Bylo by ostatně absurdní dovozovat, že výzkumem založeným na běžně dostupných informacích vznikají nové informace, které automaticky mají vnitřní charakter. Domnívám se, že nově vytvořená informace ztrácí (příp. nezískává) vnitřní povahu již pouhou možností (byť je třeba díky výsadnímu intelektuálnímu postavení a erudici analytika jen hypotetická) dospět k určitým závěrům na základě veřejně dostupných informací<sup>114</sup>.

Finanční analytici, novináři, ratingové agentury<sup>115</sup>, auditoři, nezávislí znalci či jednotliví investoři, kteří dospějí k určitému závěru na základě veřejně dostupných dat, nevytvářejí vnitřní informaci, a to i kdyby nové poznatky byly veřejnosti neznámé a kurzově relevantní. Podmínkou ovšem je, že při své analýze nevyužili vnitřní informaci; případná kombinace s „povolnými“ informacemi samozřejmě nemůže výsledek právně aprobovat,

---

<sup>113</sup> Na rozdíl např. od německého WpHG, který v § 13 odst. 2 normuje následující: „*Eine Bewertung, die ausschließlich aufgrund öffentlich bekannten Tatsachen erstellt wird, ist keine Insiderinformation, selbst wenn sie den Kurs von Insiderpapieren erheblich beeinflussen kann*“.

<sup>114</sup> Podobně Čech, P., Pelikánová, I. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 5.

<sup>115</sup> Srov. § 193 PKT.

zahrnutí vnitřní informace do jinak veřejně dostupných podkladů není přípustné.<sup>116</sup>

I přes „nedovolený vstup“ vnitřní informace do podkladů analýzy však výsledek sám o sobě vnitřní informací zpravidla nebude. Jednání na základě výše uvedené analýzy (např. na základě využití odhadů ratingové agentury) tak v zásadě nepředstavuje porušení zákazu využití vnitřní informace; k němu by mohlo ovšem dojít na straně tvůrců analýzy.

Podobně jako u pověstí však i zde musíme rozlišit dvě samostatné skutečnosti: výsledek výzkumu (odhad), který by sám o sobě neměl vytvořit vnitřní informaci, a způsob jeho samotného využití. Ve druhém případě si totiž lze teoreticky představit situaci, kdy může dojít k využití vnitřní informace. Typicky odhad nezávislého renomovaného analytika určený k publikaci, který fatálně změní názírání investorů na příslušný investiční nástroj, unikne před svým uveřejněním<sup>117</sup>. Vnitřní informací je tu pak skutečnost, že odhad s určitým významným obsahem existuje a bude publikován. Vnitřní informací však v tomto případě nejsou informace obsažené v samotném odhadu.

Pokud bude výsledkem výzkumu tzv. investiční doporučení, tj. informace a stanoviska alespoň potenciálně určená pro veřejnost, bude třeba respektovat příslušná pravidla pro jejich tvorbu a prezentaci (srov. § 126 odst. 6 PKT a navazující vyhlášku<sup>118</sup>).

Vnitřní informace musí vykazovat adekvátní míru preciznosti: musí jít o důkazů přístupnou a ověřitelnou informaci. Jednoznačnější je to samo-

---

<sup>116</sup> Obdobně Čech, P., Pelikánová, I. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 18, kteří k tomu uvádí následující: „Z důrazu na veřejně dostupné informace jako výlučný vstup obdobných analýz lze však na druhé straně dovodit, že zákaz obchodování s využitím důvěrné informace (autoři vychází z původního § 81 CenP, pozn. JK) poruší i ten, kdo jedná nikoliv na základě samostatné důvěrné informace, nýbrž společně analyzuje veřejně dostupné a důvěrné informace s tím, že teprve tato kombinace umožní závěr o očekávaném kurzovém pohybu, jakmile se zbylá část informací stane veřejně dostupnou a zmíněná mozaika se doplní pro všechny investory“.

<sup>117</sup> Podobně Assmann, H. Schneider, U. Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2003, s. 296 (Rdn. 74).

<sup>118</sup> Vyhláška č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení. Této oblasti se budu blíže věnovat v publikaci zaměřené na manipulaci s kurzem.

zřejmě u informací týkajících se minulosti. Učebnicovým příkladem je např. objev nových a vydatných nalezišť ropy nebo plynu, který bez dalšího je samozřejmě způsobilý být předmětem vnitřní informace dle § 124 odst. 1 PKT.

Otázky však vzbuzuje zařazení „budoucích skutečností“ mezi možné předměty vnitřní informace. Dle naší definiční vyhlášky je obsahem přesné informace i *skutečnost, kterou lze v budoucnu důvodně očekávat*. Může jít tedy o okolnost, která je ještě nejistá a nemusí dokonce nikdy nastat. U těchto událostí tak má záležet toliko na rozumné míře pravděpodobnosti<sup>119</sup>, stoprocentní jistota není samozřejmě vyžadována. Informace o připravované nabídce převzetí nebo vytěsnění akcionářů (nuceného výkupu akcií) naplňuje znaky přesné informace, ač dosud nejsou, a to často ani svým bezprostředním aktérům, jasné konkrétní podmínky těchto operací.

Podobně tomu bude u rozhodovacích procesů, které nutně probíhají v různých krocích (tak např. spojení podléhající souhlasu Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže). V takových případech mohou příslušná jednotlivá rozhodnutí v rámci společnosti i státních orgánů představovat skutečnosti tvořící obsah jednotlivých vnitřních informací, které budou čím dál více pravděpodobnější, čím více se budou blížit konečnému rozhodnutí.

V literatuře se setkáme s názorem, podle něhož u budoucích událostí není podstatná jejich preciznost, nýbrž otázka, zda této události přiznává trh nějaký význam (tj. jestli má zatím nerealizovaný projekt kurzotvornou relevanci)<sup>120</sup>. Taková „nesnesitelně lehká argumentace“ ovšem není dvakrát koncepční. Zbytečně odvádí pozornost k jinému definičnímu znaku vnitřní

---

<sup>119</sup> „Okolnosti podléhající ze zákona nebo podle stanov rozhodnutí nebo schválení orgány společnosti například naplní znaky důvěrné informace, jen bude-li velmi pravděpodobné, že budou příslušnými orgány schváleny. Na druhé straně ale důvěrnou povahu informace nevyklučuje absence stanoviska valné hromady, i když je ho podle zákona či stanov třeba. Jestliže tedy představenstvo rozhodne o určitém podnikatelském záměru, bude třeba s informací nakládat jako s důvěrnou, přestože záměr ještě neschválila valná hromada. Samotnou důvěrnou informací by potom představovala skutečnost, že valná hromada záměr v hlasování přijala, popř. odmítla“ (podle Čech, P., Pelikánová, I. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 5).

<sup>120</sup> Takto např. Elster, N. Europäisches Kapitalmarktrecht. Recht des Sekundärmarktes. München: C. H. Beck 2002, s. 70.

informace – kurzové relevanci<sup>121</sup>, kterou samozřejmě je třeba zkoumat, ovšem samostatně. Opačný postup by vedl k pojmovému zmatení a degradaci ostatních znaků vnitřní informace.

Příslušný pravděpodobnostní úsudek učiníme podobně jako závěr o kurzotvorné relevanci vnitřní informace na základě prognózy z pohledu *ex ante*. Rozhodující tedy budou okolnosti, ze kterých vycházela nebo mohla vycházet zasvěcená osoba při své transakci; skutečný výsledek nebude hrát roli.

Klíčovým designátem informace, která je relevantní z pohledu právní úpravy ochrany vnitřních informací a jednání zasvěcenců, je neveřejnost. Obecně známé informace jsou již dávno interpretovány a vyhodnoceny. Nalezly již svůj odraz v aktuální ceně obchodovaných nástrojů a neumožňují proto zasvěcencům žádný (nedovolený) prospěch.

Definice vnitřní informace v § 124 PKT je nutně obecná a nedává kritérium, podle kterého bychom mohli určit, koho máme považovat za veřejnost a kdy se má informace pro ni stát známou. Odpověď nám neposkytne ani prováděcí vyhláška č. 234/2009 Sb., která jinak obsahuje (srov. § 2) podrobnější a přínosné vymezení pojmu vnitřní informace.

## 2.4 REFERENČNÍ SKUPINA

V prvé řadě bude potřeba určit referenční skupinu, podle které budeme publicitu informace posuzovat. V literatuře se setkáme s nejrůznějšími stanovisky. Zatímco část autorů vyžaduje širokou obecnou publicitu v masmédiích<sup>122</sup>, jiným autorům postačuje veřejnost, která je cílovým odběratelem obvyklých informačních zdrojů pro investory a některým dokonce jakákoliv publikace v materiálním smyslu, byť je určena toliko odborné veřejnos-

---

<sup>121</sup> Nesprávně proto i *Ferrarini, G.A.* The European Market Abuse Directive. Common Law. Market Review, Vol. 41, č. 3, s.719.

<sup>122</sup> *Siebold, H.Ch.* Das neue Insiderrecht. Berlín: Erich Schmidt Verlag 1994, s. 107.

ti. Stanovení referenční skupiny je přitom - ostatně jako i v jiných oblastech práva<sup>123</sup> – klíčové.

Při úzkém vymezení této skupiny (pokud např. budeme za veřejnost považovat jen burziány či osoby přítomné např. na valné hromadě či tiskové konferenci) hrozí nebezpečí, že se pouze rozšíří okruh zasvěcených osob – na vybrané osoby mimo sféru emitenta – a profit z informační asymetrie se pouze – legálně, protože informace je přece již „veřejná“ – rozmělní mezi více osob. Při příliš širokém záběru, pokud budeme veřejnost pojímat jako všeobecné společenství lidí, by k „uveřejnění“ důvěrné informace nedošlo pravděpodobně nikdy a jednání založená na příslušných informacích by stále podléhala zákazu. To je samozřejmě nemožné, vždy totiž bude existovat skupina lidí, která tuto informaci nezíská, popř. ji nebude vnímat jako relevantní.

Z ekonomického pohledu bude z pohledu zasvěcené osoby informace veřejná tehdy, pokud jejím využitím již nemůže dosáhnout žádných zvláštních výhod na trhu oproti jiným účastníkům<sup>124</sup>. Vzhledem k rychlosti, v jaké dochází k zpracování informace do kurzu, je každé zbytečné prodlení (např. tím, že budeme žádat uveřejnění mezi širokou veřejností) umělé a nabourává efektivnost kapitálového trhu, jemuž je imanentní stálá mobilizace likvidity. Každý obchod, který by se realizoval např. po zveřejnění mezi (zatím jen) investorskou veřejností, by tak byl vystaven podezření, že za ním stojí využití vnitřní informace. Jinak řečeno, příliš ambiciózní nároky na „veřejnost informace“ by se mohla ve výsledku jevit jako kontraproduktivní a fakticky by se jimi zaváděla povinná a neefektivní obchodní pauza.

Většina členských států disponuje obecným ustanovením jako PKT; přesnější v tomto směru byl např. britský *Company Securities (Insider Dealing) Act* z roku 1985<sup>125</sup>, ve kterém najdeme pokus o detailnější řešení: jako referenční skupina se bere okruh současných i potenciálních majitelů tohoto

---

<sup>123</sup> Vzpomeňme např. koncept „průměrného spotřebitele“ v soutěžním právu.

<sup>124</sup> Samozřejmě za předpokladu, že jsou jinak splněny další znaky vnitřní informace (preciznost, působilost ovlivnit kurz atd.).

<sup>125</sup> Text zákona publikovaný na [www.iosco.uk](http://www.iosco.uk).

cenného papíru, tedy všeobecné investorské publikum<sup>126</sup>. Toto pojetí považuji za správné, odpovídá totiž primárnímu účelu ochrany vnitřních informací.

Uveřejnění tedy neznamená předání informace nějakému blíže nevyomezenému okruhu individuálně určených osob (absurdní příklad: startujícím účastníkům závodu v orientačním běhu); musí jít o uveřejnění oborové v tom smyslu, že se s dostatečným efektem zaměřilo na (alespoň potenciální) investorské publikum.<sup>127</sup> Reakce pravidelných účastníků kapitálového trhu je potom zárukou, že informace se téměř okamžitě odrazí v kurzu nebo jiné ceně nástroje kapitálového trhu. Stanovisko bývalé Komise pro cenné papíry<sup>128</sup> potvrzuje, že přitom není nutné, aby se informace dostala ke všem těmto účastníkům kapitálového trhu.

S citovaným stanoviskem KCP se ztotožňuji a lze jej podpůrně podpořit také historickým vývojem uvedeného předpisu v rámci evropského práva. Pojem „neveřejná informace“ nebyl původně obsažen v návrzích směrnice 89/592/EHS. V prvním návrhu této směrnice vycházel čl. 6 z pojmu „nikoliv všeobecně známá informace“<sup>129</sup>, pozdější modifikovaný návrh pak žádal již jen „veřejnosti nepřístupné nebo informace, kterými veřejnost nedisponuje“<sup>130</sup>. V pozměněné druhé verzi již tedy nebyl kladen důraz na obecný okruh informovaných, rozhodující má být již pouhá možnost percepce informací, tj. přístupu k nim.

---

<sup>126</sup> Jako hlavní referenční skupina je zde vedena skupina (i potenciálních) investorů. „*Unpublished price sensitive information*“ je podle sec. 10 „*information which is not generally known to those persons who are accustomed or would be likely to deal in those securities but which would if it were generally known to them be likely materially to affect the price of those securities*“. Citováno podle *Altendorfer, Ch. Insidergeschäfte. Rechtsgrundlagen und Sanktionen*. Vídeň: Orac, 1992, s. 61.

<sup>127</sup> Ještě užší vymezení referenční skupiny nalezneme v německé doktríně, podle které postačuje uveřejnění informace publikace profesionálům – obchodníkům s cennými papíry a institucionálním investorům. Německá literatura – vycházeje i z důvodové zprávy k WpHG – hovoří o tzv. *Bereichsöffentlichkeit*. K tomu velmi kriticky *Elster, N. Europäisches Kapitalmarktrecht. Recht des Sekundärmarktes*. Mnichov: C. H. Beck 2002, s. 74 – 77.

<sup>128</sup> K němu viz dále.

<sup>129</sup> Úřední list č. C 153/8 ze dne 11. června 1987, s. 8.

<sup>130</sup> Úřední list č. C 277/13 ze dne 27. 10. 1988, s. 13.

Provázanost kapitálových trhů, souběžné kótace apod. vedou ovšem k dalším otázkám. V odborné literatuře věnované problematice vnitřních informací je oprávněně poukazováno na skutečnost, že v době globálních trhů může být sporné, zda půjde o neveřejnou informaci i tehdy, jestliže již byla publikována na velkých trzích v zahraničí, zatímco v tuzemsku k uveřejnění prozatím nedošlo. Tato otázka míří vlastně na nároky, které budeme klást na referenční skupinu (tj. potenciální investorskou veřejnost) ohledně vnímání informací ze světa. Jinak řečeno, máme veřejnost či neveřejnost informace posuzovat pouze podle tuzemského prostředí? Nebo máme předpokládat (vyžadovat), že si uvedení investoři opatří informace i v cizině?

Odpověď pravděpodobně nemůže být paušální a věc podle mého názoru nelze uzavřít jinak (byť nepřilíš uspokojivě), že bude záležet na okolnostech případu a zejména na aktuálních oprávněných požadavcích na referenční skupinu (jež se samozřejmě mohou a zcela jistě budou vyvíjet pod vlivem moderních technologií).

Vyomezíme-li jako referenční skupinu okruh potenciálních investorů, jistě se vyskytnou situace, kdy informace díky svému „globálnímu charakteru“ a informační vyspělosti referenční skupiny nemusí být publikována v ČR, a přesto bude u nás již považována za veřejnou.

Vnitřní informace zaniká uveřejněním. Objevují se názory, že k odstranění „zasvěcenské kvality“ vnitřní informace pak postačí pouhé zpřístupnění informace relevantnímu okruhu veřejnosti. Jen zdánlivě tomu napovídá i text směrnice o zneužití, když důvěrnou informaci – na rozdíl od jednoznačné úpravy naší – definuje v čl. 1 jako „*information which has not been made public*“, tj. informace, která nebyla uveřejněna<sup>131</sup>. Výhodou tohoto pojetí je v mnoha případech poměrně jasná časová hranice, od které již informace není vnitřní - např. bezprostředně po oznámení na tiskové konferenci. Zastánci tohoto řešení také zdůrazňují právní jistotu zasvěcenců, kteří jsou pak zpravidla schopni zcela přesně určit, kdy již informace nemá povahu vnitřní informace.

---

<sup>131</sup> Srov. *Tippach, S. U.* Das Insider-Handelsverbot und die besonderen Rechtspflichten der Banken. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt, 1995, s. 84.



Tento přístup má ovšem již na první pohled svá úskalí a absolutně nepřijatelné konsekvence. Představme si např. členy představenstva, kteří bezprostředně po tiskové konferenci nebo dokonce přímo během této konference, na které právě publikovali důvěrné informace, iniciují nákup či prodej příslušných cenných papírů (tento postup je v anglicky psané literatuře označován jako „*beating the news*“<sup>132</sup>). Pro referenční skupinu, jejíž členové se zpravidla neúčastní tiskových konferencí a jsou odkázáni na sekundární informační zdroje, by to znamenalo značné znevýhodnění oproti přímým účastníkům konference<sup>133</sup>.

Vycházím proto z požadavku, že mezi uveřejněním informace a obchodem zasvěcence musí nutně uběhnout určitá lhůta (byť sebekratší), aby byl trh schopen danou informaci absorbovat a vyhodnotit.<sup>134</sup> Od zasvěcenců se vyžaduje, aby upustili od využití informace či jejího předání nejen do doby oznámení důvěrné informace, ale ještě i po určitou lhůtu po tomto oznámení tak, aby investoři měli čas na zpracování a vyhodnocení informace („*reasonable waiting period*“)<sup>135</sup>.

---

<sup>132</sup> Viz např. *Bainbridge, S.M. Corporation Law and Economics*, New York 2002, s. 552.

<sup>133</sup> Viz blíže *Hopt, K. J., Will M. R. Europäisches Insiderrecht*. Stuttgart: Ferdinand Enke Verlag, 1973, s. 66.

<sup>134</sup> Ilustrativní je v tomto směru učebnicový případ *Texas Gulf*, který se odehrál ve Spojených státech a jehož rozbor nechybí v žádné z knih věnovaných problematice obchodování zasvěcenců (srov. např. *Hamilton, R. W. Cases and Materials on Corporations*, 4. vydání, St. Paul: West Publishing, 1990, s. 100; *Conard/Knauss/Siegel Enterprise organization*, 4. vydání, New York: Foundation Press, 1987, s. 894; *Solomon/Schwartz/Bauman. Corporations, Law and Policy*. St. Paul: West Publishing, 1988, s. 1216). Společnost *Texas Gulf Sulphur Company* prováděla průzkumnou těžbu v Kanadě. Na jednom z míst narazila v listopadu roku 1963 na bohaté naleziště mědi a zinku. Pozitivní výsledky průzkumů společnost utajovala a zprávy, které pronikaly na veřejnost, popírala jako příliš optimistické a nepodložené. Teprve na jedné z pozdějších tiskových konferencí reprezentanti optimistické zprávy o velkém nálezů potvrdili. V daném kontextu bylo zajímavé jednání dvou členů představenstva, kteří okamžitě poté, co byla informace prezentována novinářům, podali příslušné příkazy k nákupu cenných papírů *Texas Gulf Sulphur*. Jejich příkazy následovaly v několika málo minutách po uveřejnění informace, takže novináři neměli možnost předat informaci dále. Podle soudu tím informace ještě neztratila svou kvalitu zasvěcenecké informace.

<sup>135</sup> Tímto způsobem je třeba vykládat i evropskou směrnici, „*information which has not been made public*“ samozřejmě nesměřuje k pouhé činnosti, nýbrž až k jejímu reálnému výsledku.

Zavedení určitých paušálních lhůt<sup>136</sup> přitom není na místě. Pro zasvěcenec podléhající naší úpravě by totiž podobné lhůty mohly mít jenom podpůrný a orientační význam. Skutečnost, že informace opustila sféru emitenta (byla předána tisku, televizi, BCPP, RM-S), nemůže postačovat sama o sobě k tomu, abychom ji bez dalšího považovali za veřejnou. Oborová veřejnost se musí s informací skutečně seznámit. Např. *American Stock Exchange* (AMEX) počítá se lhůtou 24 hodin, ve které by zasvěcenci ještě neměli obchodovat s dotčenými instrumenty, aby měl trh možnost informaci zpracovat a vyhodnotit (doktrína „*absorb and evaluate*“) <sup>137</sup>. Výhodou paušálního řešení je právní jistota zasvěcenců, vykoupená ovšem vynucenou pauzou v obchodování s daným titulem <sup>138</sup>. Z ekonomického pohledu je navíc tato oběť velmi pravděpodobně zbytečná a tedy spíše pro efekt pro laickou veřejnost - fungující trh totiž vstřebává nové informace extrémně rychle. Např. studie Patella a Wolfsona provedená v roce 1984(!) prokazuje, že nové informace se odrazí v kurzu finančního nástroje během pěti až deseti minut <sup>139</sup>. Návrhy na určení podobných lhůt se čas od času – bez úspěchu – objevují např. v německé literatuře zejména ve vztahu k burziánům; po právu však byly zamítnuty <sup>140</sup>.

Uveřejněním vnitřní informace zaniká; stane se totiž veřejnou. Jakým způsobem bude publikována, bude v podstatě irelevantní (nemáme-li na mysli povinné uveřejnění vnitřní informace emitentem podle § 125 odst. 1 PKT), ovšem bude třeba zohledňovat možnosti průměrného investora a také nutnou prodlevu, která se bude lišit podle zvolených komunikačních

---

<sup>136</sup> Stejně jako pevných a nutných způsobů publikace (např. vždy v konkrétních novinách).

<sup>137</sup> K tomu např. *Hamilton, R. W.* Cases and Materials on Corporations. 4. vydání. St. Paul: West Publishing, 1990, s. 1009.

<sup>138</sup> Tu však podle B. Grunewaldové musíme akceptovat, má-li být zachována důvěra ostatních účastníků trhu (*Grunewald, B.* Neue Regeln zum Insiderhandel. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 1990, č. 2, s. 132.

<sup>139</sup> *Patell, J. M., Wolfson, M. A.* The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements, *Journal of Financial Economics*, 1984, č. 13, s. 223an.

<sup>140</sup> Opačně u nás *Novomý, D.* Problematika insider trading v USA, [www.epravo.cz](http://www.epravo.cz), evidenční číslo 35366; zde ale ani tak nejde o otázku veřejnosti, ale spíše otázku dosahu zákazu využití vnitřních informací.

prostředků<sup>141</sup>. V našem právu je v tomto ohledu jasno. Ust. § 124 odst. 1 písm. a) PKT je jednoznačné: vnitřní informace „není veřejně známá“. Samotná aktivita emitenta tak podle mého není rozhodující, rozhodující až je její výsledný efekt, tj. percepce referenční skupiny<sup>142</sup>.

Dle publikovaného stanoviska Komise č. 3/2003 ke způsobu uveřejnění kurzotvorné informace ze dne 5. června 2001 lze informaci považovat za veřejně známou, jestliže k ní má přístup relativně široký okruh relevantních investorů na kapitálovém trhu. Jak již bylo uvedeno, není přitom nutné, aby se informace dostala ke všem účastníkům kapitálového trhu; takový požadavek by byl s ohledem na jejich počet a často rozdílnou angažovanost ve vyhledávání kurzotvorných informací nereálný. Podle Komise přitom nelze připustit zvýhodnění profesionálních (zejména institucionálních) investorů<sup>143</sup>.

Stanovisko KCP potvrzuje relativní zúžení referenční skupiny pro stanovení veřejnosti vnitřní informace.

---

<sup>141</sup> Situace ovšem většinou není tak dramatická, vyspělý trh vstřebává většinu informací mimořádně rychle.

<sup>142</sup> Velmi zajímavé řešení je obsaženo v australském zákoně o obchodních společnostech z roku 2001, cit podle *Čech, P., Pelikánová, I. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 6*). Informace si ponechává svůj vnitřní charakter i navzdory jejímu uveřejnění požadovaným způsobem, dokud neuplyne lhůta nezbytná k tomu, aby se s ní seznámili relevantní investoři. Délka zpoždění se bude odvíjet zejména od formy zpřístupnění informace. Čl. 1001C odst. 2 písm. b) výše uvedeného zákona definuje informaci jako všeobecně dostupnou, jestliže byla sdělena způsobem, který na ni pravděpodobně upozorní osoby obvykle investující do cenných papírů, jejichž cena nebo hodnota může být informací dotčena, a jestliže od okamžiku sdělení uplynula rozumná lhůta, aby se informace mohla rozšířit mezi těmito osobami.

<sup>143</sup> Stanovisko je publikováno na webových stránkách ČNB ([www.sec.cz](http://www.sec.cz), případ. [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)), v tištěné podobě in *Čech, P., Pelikánová, I. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 21*.

## 2.5 VZTAH INFORMACE K EMITENTOVÍ, JEHO NÁSTROJŮM A REGULOVANÉMU TRHU

Vnitřní informace se dále musí přímo nebo nepřímo týkat investičního nástroje nebo jiného nástroje, 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 (tj. "finanční nástroj"), 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.

Na základě výše uvedené legální definice lze tedy usoudit, že informace má být relevantní buď pro a) tzv. finanční nástroj, b) jakýkoliv nástroj, který nebyl přijat k obchodování na regulovaném trhu, ale má hodnotovou vazbu na finanční nástroj, a nebo c) přímo pro emitenta.

Právní úprava zavádí pro účely právní úpravy ochrany vnitřních informací pojem „finanční nástroj“<sup>144</sup>. Jde svým způsobem o superpojem, neboť zahrnuje v sobě vybrané investiční nástroje a deriváty, které mají své vlastní prvky *definiens*.

Definice finančního nástroje je explicitní a čistě nominální. Jejím cílem bylo především zpřehlednit právní úpravu. V opačném případě by byl zákonodárce nucen při popisu dotčených nástrojů používat vždy odkaz na „investiční nástroje 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“. Zavedení pojmu „finanční nástroj“ tedy značně odlehčuje text právní úpravy a zpřehledňuje jej.

Finanční nástroj je současně buď nástroj přijatý k obchodování na regulovaném trhu členského státu Evropské unie, nebo nástroj, o jehož přijetí

---

<sup>144</sup> Aktuální znění PKT je výsledkem technické novely (zák. č. 56/2006). Původní úprava v PKT používala pojem „investiční nástroje“, které dále přepřenovala.

k obchodování na tomto trhu bylo požádáno. Dohledu ČNB tak budou podléhat i jednání zasvěcených osob provedená na našem území, pokud se týkají finančních nástrojů přijatých k obchodování na regulovaném trhu některého z členských států EU<sup>145</sup>.

Právní úprava ochrany vnitřních informací se po technické novele PKT vztahuje nejen na nástroje přijaté k obchodování na evropských regulovaných trzích, ale také na nástroje povahy derivátu, jehož podkladovým aktivem je finanční nástroj, aniž by si „zadaly“ s regulovaným trhem členského státu EU. Řešení odpovídá čl. 9 směrnice o zneužití.

Vnitřní informace se může dále týkat samotného emitenta finančního nástroje. Obvykle půjde o informace z jeho vlastního provozu (nález bohatých nalezišť surovin, neúspěch v klíčovém sporu o ochrannou známku značné hodnoty, přidělení významné státní zakázky atp.), není to však podmínkou. Rozlišovat mezi vnitřními informacemi, které se přímo týkají emitenta, a ostatními má ovšem svůj význam; nikoliv ovšem definiční, ale pro účely povinnosti publikovat vnitřní informace.

Vztah informace k emitentovi obvykle implikuje rovněž dopad na instrumenty, jež emitoval, a obráceně; oba uvedené okruhy se vzájemně podmiňují<sup>146</sup>. Zprostředkovaný vliv informací o emitentovi na kurz nebo cenu nástroje je bez debat. V obráceném gardu si teoreticky lze představit situaci, kdy tento „výměník“ fungovat nebude: příkladem může být informace o tom, že byl podán příkaz k nákupu balíku akcií emitenta za cenu výrazně převyšující aktuální kurz.

Předmětem vnitřní informace mohou být i takové skutečnosti, které nevyplývají pouze z provozu emitenta, ale i relevantních vnějších okolností (půjde např. o plán nabídky převzetí, jejímž cílem je emitent) a obecných tržních poměrů.

Je velmi sporné, jak daleko při zahrnování externích událostí můžeme jít a zda máme také události politické či vojenské chápat jako „jiné“ skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny finančního nástroje nebo jeho

---

<sup>145</sup> Srov. k tomu také čl. 10 směrnice o zneužití.

<sup>146</sup> Pelikánová, I., Čech, P. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 8.

výnosu. Jejich kurzotvorný potenciál je bez debat: vítězství strany „Zelených“ ve volbách jistě nepřispěje k růstu akcií provozovatele jaderné elektrárny a povede spíše k jejich poklesu, naopak zahájení vojenského konfliktu může „podpořit“ nástroje kapitálového trhu emitované zbrojařskými společnostmi.

Vymezení čtvrtého okruhu vnitřních informací jako „jiných skutečností významných pro vývoj kurzu či jiné ceny takového finančního nástroje nebo jeho výnosu“ vzbuzuje určité pochybnosti<sup>147</sup>. Např. úprava německá<sup>148</sup> nebo slovenská<sup>149</sup> si bez ní vystačí a směrnice o zneužití nic takového nepředpokládá.

Není divu. U všech „jiných skutečností“ s kurzovou relevancí totiž vždy dovodíme, že naplňují znaky některé z předchozích skupin, tj. buď se týkají emitenta anebo jeho nástrojů. Tyto „jiné skutečnosti“ podle mého názoru nelze chápat ani jako generální klauzuli. Neřeší totiž bezprostřední objekt informace (emitent, nástroj), nýbrž na její kvalitu, tj. vliv na kurz nebo cenu. Tu musí mít ale splňovat každá vnitřní informace obecně.

Vymezení čtvrtého okruhu vnitřních informací v § 124 odst. 1 PKT je tak podle mého názoru vadné. Nemá oporu ve směrnici o zneužití, neobstojí z komparativního pohledu a z věcného pohledu představuje neúčelný balast, který zbytečně předjímá znak vnitřní informace normovaný v PKT o řádek níže.

## 2.6 VÝZNAMNÝ KURZOTVORNÝ POTENCIÁL

Cestou postupného zužování okruhu relevantních informací se konečně dostáváme k poslednímu, nejméně ostrému a také nejobtížněji vymežitelnému znaku vnitřní informace: významnému kurzotvornému potenciálu.

---

<sup>147</sup> Součástí legální definice vnitřní informace je od 1. ledna 2001 (srov. § 81 ve znění před účinností novely provedené zák. č. 362/2001 Sb.).

<sup>148</sup> Srov. § 13 odst. 1 WpHG.

<sup>149</sup> Srov. § 132 odst. 1 slovCenp.

Z § 124 odst. 1 PKT vyplývá, že vnitřní informace musí mít alespoň potenciál významně ovlivnit kurz nebo výnos nástroje. Prováděcí vyhláška pak tuto informaci upřesňuje tak, že jde o informaci, „o které lze předpokládat, že by ji rozumný investor vzal v úvahu při investičním rozhodování“<sup>150</sup>.

Úprava nepovažuje za relevantní takové informace, které sice nejsou veřejné, ale jejich uveřejnění by mělo pouze bagatelní vliv na kurz či cenu dotčených instrumentů. Z více důvodů je třeba vynětí méně podstatných informací uvítat. Zaslíbená osoba často disponuje řadou neveřejných informací, u nichž lze ale jen stěží odhadovat dopady na kurz příslušného nástroje obchodovaných na veřejném trhu.

Bez limitujícího příznaku „významnosti“ by zejména pro podnikové zaslíbené<sup>151</sup> bylo prakticky nemožné obchodovat s instrumenty svého zaměstnavatele-emitenta, a to i v případě, kdy by případný výnos ze zaslíbené transakce byl zcela pominutelný. Riziko postihu by fakticky vedlo k vytěsnění podnikových zaslíbených z obchodů s relevantními nástroji, což by ovšem bylo kontraproduktivní (a mj. by to mohlo být překážkou odměnám ve formě akciových opcí apod.).

Nepříjemné dopady by příliš extenzivní pojetí mělo i na emitenty, kteří jsou povinni oznamovat každou vnitřní informaci, která se jich týká (srov. § 125 odst. 1 PKT). Bez omezení publikovaných informací by se jejich internetové stránky zaplnily nevýznamnými informacemi, v nichž by se „utopily“ ty podstatné.

Kritérium „významnosti“ ovšem nelze chápat v tom směru, že by se jím automaticky vylučovaly např. transakce zaslíbených osob, které přinesly minimální prospěch. Otázka skutečného vývoje kurzu není v této souvislosti relevantní, byť ji nelze podcenit (viz k tomu dále).

Ze všech znaků vnitřní informace představuje významný kurzotvorný potenciál nejhůře aplikovatelné kritérium. Přitom ale bude v řadě případů

---

<sup>150</sup> Prováděcí směrnice je v tomto ohledu přesnějš: jde o takovou informaci, kterou by „rozumný investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí.“ (srov. čl. I odst. 2 směrnice 2003/124/ES).

<sup>151</sup> K tomu srov. kapitolu č. 4, oddíl 2. 2. písm. a.

tím znakem, na kterém se budou „lámat“ aprobované a zakázané postupy zasvěcených osob<sup>152</sup>. Je proto třeba věnovat mu odpovídající pozornost.

PKT vymezuje vnitřní informaci jako informaci, která by mohla poté, co by se stala veřejnou, „významně ovlivnit kurz nebo výnos“<sup>153</sup> finančního nástroje“. Z formulace „mohla významně ovlivnit kurz nebo výnos“ je patrné, že za vnitřní budeme považovat i ty informace, které se pouze potenciálně mohly odrazit v kurzu. Není tedy významné, jestli k této změně po uveřejnění informace skutečně dojde.

Nenaplnění kurzotvorného potenciálu nutně neznamená, že informace takový vliv neměla a tento zákaz neplatil<sup>154</sup> (třebaže právě následný pohyb kurzu může být ve většině případů relativně spolehlivou indicií kurzotvorného vlivu informace)<sup>155</sup>.

Je totiž možné, a v praxi nikoliv neobvyklé, že původní kurzotvorný potenciál bude neutralizován nebo dokonce úplně vytěsňen jinými významný-

---

<sup>152</sup> Obdobně *Fischer, J.* Insiderrecht und Kapitalmarktkommunikation. Berlín: Duncker a Humblot, 2006, s. 118.

<sup>153</sup> Dále budu pro přehlednost hovořit pouze o „kurzu“.

<sup>154</sup> *Pelikánová, I., Čech, P.* Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11, s. 10. Viz také *Fürhoff, J.* Kapitalmarktrechtliche Ad-hoc Publizität zur Vermeidung von Insiderkriminalität, Frankfurt nad Mohanem: Peter Lang, 2000, s. 185.

<sup>155</sup> Ve starší literatuře se ojediněle setkáme s pojetím, že pojem „významný vliv na kurz“ musíme interpretovat empiricky, tj. jako skutečnou změnu po publikaci. Vnitřní informace byla vnitřní pouze tehdy, jestliže po svém uveřejnění měla relevantní vliv na kurz příslušného nástroje. S tímto pojetím se setkáme např. u *Claussena (Claussen, C. P.* Neues zur kommenden Insidergesetzgebung, (díl druhý), Zeitschrift für Bankrecht und Bankwesen, 1992, č. 4, s. 278), podle něhož lze za významnou změnu u akcií považovat 15%(!) odchylku od kurzu po uveřejnění informace. Později citovaný autor poněkud „slevil“, a to na 10%, aniž by se tím odklonil od svého pojetí budovaného na faktickém vývoji kurzu. Relevantní změna pak vlastně retroaktivně (z pohledu výkladu) učinila z informace vnitřní informaci. Jak jsem již uvedl, může být změna kurzu po uveřejnění vnitřní informace určitým indikátorem toho, že informace měla vnitřní kvalitu. Orientace na skutečný vývoj ovšem pomíjí výše uvedené „neutralizace“ vnitřní informace a koncepci nedovoleného využití vnitřních informací jako ohrožovacího deliktu. Stejně závěry dovozuje dlouhodobě judikatura v USA, srov. např. případ *Elkind v. Liggett and Myers, Inc.*, dostupný s podrobným komentářem na adrese: <http://www.law2.byu.edu/lawreview/archives/1981/2/han.pdf>.



mi událostmi<sup>156</sup> globálního charakteru (všeobecný trend na trhu) a k realizaci prospěchu na straně zasvěcené osoby tak nedojde<sup>157</sup>. Postačí tedy, jestliže v době příslušné transakce bylo možno s vysokou pravděpodobností vycházet z toho, že v případě uveřejnění se informace významně odrazí v kurzu.

Zjištění kurzotvorné relevance vnitřní informace bude učiněno na základě dodatečného objektivního testu, „zpětné prognózy“, která zohlední všechny okolnosti případu z pohledu rozumného investora a okamžik příslušné transakce. Tato prognóza bude tedy provedena z pohledu *ex-ante*. Zdůrazňuje to i preambule prováděcí směrnice 2003/124/ES podle níž otázka, zda by mohl rozumný investor vzít při investičním rozhodnutí v úvahu konkrétní informaci, má být hodnocena na základě informací dostupných *ex ante*<sup>158</sup>.

Bude přitom nutné zhodnotit předpokládané dopady informací, a to zejména s ohledem na souhrn souvisejících činností dotyčného emitenta, spolehlivost zdroje informací a jiné tržní proměnné (volatilita kurzů, specifika příslušné branže nástrojů apod.). Informace získané až následně (skutečný vývoj kurzu po uveřejnění informace) nelze vykládat v neprospěch toho, kdo došel k rozumným závěrům o nezávadnosti transakce na základě informací dostupných před její realizací.

Tím se ovšem otevírá další sporná oblast. Z pohledu jaké referenční skupiny bychom měli výše uvedené zhodnocení významnosti vlivu informace provést? Obecnou odpověď dává prováděcí směrnice 2003/124/ES, která mluví na „rozumného investora“.

Ze tří normativních modelů, které při stanovení rozhodujícího referenčního zasvěcence teoreticky přicházely v úvahu (rozumný/profesionální/informovaný investor), vyšla jako vítězná varianta první. Model „profesionálního investora“ by kladl na rozhodnou skupinu příliš vysoké nároky; neodpovídá také profilu typického potenciálního narušitele zákazů zasvěcenec-

---

<sup>156</sup> Elster, N. Europäisches Kapitalmarktrecht. Recht des Sekundärmarktes. Mnichov: C. H. Beck, 2002, s. 81.

<sup>157</sup> Zde je ovšem třeba dodat, že šetření ze strany ČNB obvykle předpokládá neobvyklou obchodní aktivitu, takže v mlze hektického vývoje skryté transakce zasvěcenců mohou uniknout pozornosti.

<sup>158</sup> Srov. bod 2 preambule prováděcí směrnice.

kých postupů - tj. primárním a zasvěceným osobám<sup>159</sup>. „Informovaný investor“ potom nevypovídá nic o kvalitě rozhodnutí. Informace sdělená nezalé a nezkušené osobě totiž jen stěžejí vyvolá nějakou investiční odezvu. I přes to zůstává model „rozumného zasvěcence“ určitou normativní nálepkou, jejíž obsah bude v budoucnu upřesňován na konkrétních případech.

Informace může významně ovlivnit kurz tehdy, jestliže by byla zahrnuta do investičního rozhodnutí rozumného investora. Znamená to tedy, že informace musí mít v očích racionálního investora takovou hodnotu, aby jej motivovala k transakci, která bude z jeho pohledu (i po odečtení transakčních nákladů, nikoliv ale rizik postihu) přínosná.

Z pohledu právní komparatistiky představuje akcent na „rozumného investora“ určitý „návrat ke kořenům“. Orientace na informace, které by pro rozumného investora představovaly podnět pro transakci, představuje totiž určitou modifikaci tzv. *reasonable investor test* vytvořeného v USA pro určení kvality každé kurzotvorné informace (*material information*).

Zárodek tohoto konceptu byl formulován v případě TSC Industries, Inc. v. Norway, Inc.<sup>160</sup>. Soud zde posuzoval kurzotvornost vnitřní informace podle toho, jestli existuje vysoká míra pravděpodobnosti, že by rozumný investor tuto skutečnost považoval za významnou pro své rozhodnutí. Tento standard byl poté převzat do úpravy v 10b-5<sup>161</sup>.

Naše úprava (v PKT ani v prováděcí vyhlášce) a ani evropská směrnice nepředpokládají zavedení exaktních procentuálních hranic, byť jsou někdy praxí v zájmu právní jistoty účastníků kapitálového trhu požadovány<sup>162</sup>. Fixaci rozhodujících podílů nepovažují za vhodnou a ani za možné: už jenom proto, že se budou lišit jednotlivé trhy s investičními nástroji a jejich seg-

<sup>159</sup> V tomto ohledu může normativní model „profesionálního investora“ obstát toliko ve srovnání s emitenty, kteří jsou adresáti povinnosti publikovat vnitřní informace.

<sup>160</sup> Srov. např. *Heminway, J. M.* Materiality guidance in the context of insider trading: call for action, dostupný na internetu zde:

<http://www.wcl.american.edu/journal/lawrev/52/heminway.pdf?rd=1>.

<sup>161</sup> Srov. kapitulu druhou, oddíl 1. 1.

<sup>162</sup> V zahraniční literatuře je někdy navrhována hranice 5% (blíže k tomu např. *Steinhauer, C.* Insiderhandelsverbot und Ad-hoc Publizität. Baden-Baden: Nomos, 1999, s. 40–43), jindy je argumentováno pro sofistikovanější řešení, které rozlišuje jednotlivé cenné papíry a segmenty trhu (5% pro akcie, 1,5% pro dluhopisy, 10% pro opce).

menty, jakož i volatilita jednotlivých instrumentů. Z dokumentů CESR vyplývá, že i tato varianta byla původně zvažována, byla však právě z uvedených důvodů odmítnuta.

S tímto přístupem se zcela ztotožňuji. Pokud se totiž argumentuje právní jistotou, může být výsledkem zavedení paušálních kvantitativních kritérií pravý opak. Pro zasvěcence může být dokonce obtížnější odhadnout, zda jeho informace může v budoucnu vyvolat vyšší než přesně stanovené procentuální kurzové změny; zatímco budoucí nespecifikovaná významná změna mu umožní intuitivní odhad dopadu vnitřní informace na trh.

Totéž platí pro soud, který bude takový případ posuzovat, nehledě na obtíže, které vyvolají dva podobné případy lišící se o pouhé desetiny procenta (tak např. při zavedení hranice 5% pro akcie dospěje soud v jednom případě k závěru, že kurzový potenciál činil aprobovaných 4,9% a ve druhém případě již „zakázaných“ 5,1%).

Pojem „významná změna kurzu“ patří tudíž k záměrně či alespoň vědomě<sup>163</sup> neostrým termínům, se kterými se běžně setkáváme v hospodářském právu. Je především na praxi, aby tento pojem blíže vymezila<sup>164</sup>, a to za použití *ex ante* prognózy provedené z pohledu racionálního investora (viz výše).

Z důvodů uvedených výše musíme odmítnout snahy o vypracování taxativních katalogů vnitřních informací<sup>165</sup>, žádný sofistikovanější přehled nemůže pamatovat na všechny varianty. Navíc platí, že určitá skutečnost se může u jednoho emitenta projevit neutrálně, bez vlivu na vývoj kurzu, a stejná skutečnost bude u jiného emitenta „informační třaskavinou“ vedoucí k prudkým výkyvům.

Systematizace a uspořádání typických vnitřních informací ovšem může mít svůj orientační význam, a to zejména pro emitenta v rámci plnění povinnosti uveřejnit vnitřní informaci. Poučný může být přehled kurzově rele-

---

<sup>163</sup> Srov. např. *Tröhlitzsch, T.* Bericht über die Diskussion. FS Beusch, 1993, s. 401.

<sup>164</sup> K praxi německého dozorového orgánu (dříve BAWE, dnes BAFIN) srov. např. *Süßmann, R.* Insiderhandel – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel. Die Aktiengesellschaft, 1997, č. 2, s. 64.

<sup>165</sup> Takto např. *Tippach, S. U.* Das Insider-Handelsverbot und die besonderen Rechtspflichten der Banken. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt, 1995, s. 148.

vantních okolností, který vypracoval BaFin ve své metodice pro emity<sup>166</sup>.

V demonstrativním výčtu německý orgán dohledu vyjmenovává události a situace, které jsou zpravidla kurzově relevantní. Jde například o: zcižení klíčových složek podniku, podnikové kombinace, uzavření smluv o převodu zisku a ovládacích smluv, dispozice s významnými účastmi na jiných společnostech, nabídky převzetí, významné změny v hospodářských výsledcích, změny v dividendách, nadcházející platební neschopnost, předdlužení, podezření na manipulace s bilancí, mimořádné výdaje (např. po velkých škodách či kriminálních manipulacích), platební neschopnost významných dlužníků, uzavření, změna nebo ukončení významných smluv, restrukturalizační opatření s významným vlivem na budoucí obchodní činnost, významné právní spory, překvapivé změny v klíčových pozicích emitenta (předseda představenstva či dozorčí rady, překvapivé odstoupení zakladatele společnosti), nečekaná výměna auditora, žádost o delisting, snížení nebo zvýšení mezd nebo rozhodnutí představenstva o tom, že bude využito zmocnění valné hromady k realizaci zpětného odkupu.

---

<sup>166</sup> Tzv. Emittentenleitfaden, s. 23 a 43. Manuál je dostupný např. zde: [http://www.bafin.de/schreiben/89\\_2005/emittentenleitfaden.pdf](http://www.bafin.de/schreiben/89_2005/emittentenleitfaden.pdf).

### **3 VYNUCENÁ PUBLIKACE VNITŘNÍCH INFORMACÍ**

#### **3.1 CÍLE PRÁVNÍ ÚPRAVY INFORMAČNÍCH POVINNOSTÍ EMITENTA**

Koncept informačních povinností emitenta původně souvisel s organizačními opatřeními burz, které měly zájem obchodovat nástroje dostatečně kvalitních emitentů. Přehled o hospodářské a finanční situaci emitenta byl proto jedním z předpokladů kótace jeho cenných papírů.

Účel právní úpravy informačních povinností se však brzy obrátil směrem k zájmům široké investorské veřejnosti. Jedním ze zásadních předpokladů fungování kapitálového trhu je včasná a přesná informovanost investorů o všech skutečnostech podstatných pro jejich investiční či desinvestiční rozhodování. Investoři alokují volné finanční prostředky do investičních nástrojů s cílem dosáhnout výnos s ohledem na ekonomickou situaci emitenta, segmentu trhu či celé ekonomiky.

Přitom ovšem průběžně revidují již uskutečněná investiční rozhodnutí a zvažují investiční rozhodnutí budoucí. Činí tak však pouze, jestliže mají důvěru v cenotvornou funkci trhu a důvěru ve skutečnost, že osoby zasvěcené nezneužívají v jejich neprospěch informační asymetrie, kterou každý kapitálový trh pojmově trpí. Mají být proto o všech skutečnostech, které by mohly mít vliv na ocenění již realizované nebo zamýšlené investice, včas a dostatečným způsobem informováni<sup>167</sup>.

Transakce s nástroji za kurzy, které nejsou výsledkem vnímání všech významných informací o hospodářském a finančním stavu emitenta, je třeba z hlediska řádného obchodování s dotčenými nástroji považovat za nepřijatelné a potenciálně nebezpečné. Prostor bez informací je plný entropie a neuspořádanosti; je otevřený nejrůznějším úvahám a spekulacím. Přeros-

---

<sup>167</sup> Srov. také stanovisko KCP č. 1/2001, dostupné na stránkách České národní banky.

te-li entropie určitou mez, může poškodit méně informované a odborně nedostatečně zdatné investory a ve svém důsledku může narušit důvěru v kapitálový trh a do určité míry též výkonnost celé ekonomiky<sup>168</sup>. Dostatečný přísun informací veřejnosti proto posiluje integritu trhu a přispívá k růstu důvěry investorů<sup>169</sup>.

Odbourání informačních asymetrií mezi emitentem hledajícím zdroje financování a investorem proto představuje důležitou podmínku efektivního fungování kapitálového trhu. Jedině informovaný trh může plnit funkce efektivního zprostředkovatele mezi poptávkou po kapitálu a jeho nabídkou<sup>170</sup>.

Investoři nepředstavují homogenní skupinu, která by sledovala jednotné cíle a disponovala stejnými znalostmi. Na kapitálovém trhu se setkáváme s divergentními zájmy, investičními strategiemi a znalostmi. Investorem může být malý akcionář, člen představenstva emitenta finančních nástrojů nebo profesionální investor. Publikční předpisy by přitom měly vytvořit dostatečnou transparentnost pro všechny druhy investorů, a to nejen obsahovými požadavky kladenými na sdělované informace, ale také stanovením formálních způsobů publikace významných informací.

Uveřejnění relevantních informací nezajišťuje toliko transparentní trh a řádnou tvorbu kurzů. Působí také jako ideální prevence před nedovoleným využitím vnitřních informací. Zužuje okruh potenciálních zasvěcenců a omezuje také dobu, v níž může dojít ke zneužití informace.

Publikací ztrácejí relevantní informace svou hodnotu. Informační povinnost emitenta je proto vědomě upravena jako nástroj boje proti nedovolenému využívání vnitřních informací a představuje korelát přímých opatření v podobě zákazu zasvěceneckých transakcí („*sunlight is the best disinfectant*“)<sup>171</sup>.

---

<sup>168</sup> Stanovisko KCP č. 3/2001, dostupné na stránkách České národní banky.

<sup>169</sup> Srov. bod 24 směrnice o zneužití.

<sup>170</sup> Srov. stanovisko KCP č. 24/2001.

<sup>171</sup> Čunderlík, L. Potreba právnej regulácie insider ochodov in *Bejček, J.* (ed.). *Regulace, deregulace, autoregulace*. Sborník z konference. Brno: Právnická fakulta MU, 2006, s. 176.

Jak je patrné, pozitivní efekty informací (transparentnost trhu, prevence před nedovoleným využitím vnitřních informací) se mohou projevit jenom v případě, že jsou informace srozumitelným a nenákladným způsobem zpřístupněny veřejnosti.

Podle způsobu uveřejnění informací lze informační povinnosti emitenta obecně rozdělit do dvou okruhů: periodického a průběžného. V prvním případě dostává veřejnost informace ve formě uceleného a fixovaného souboru informací k předem určenému datu, a to buď před přijetím na trh (prospekt<sup>172</sup>), nebo po něm (výroční a pololetní zpráva<sup>173</sup>). Průběžná složka informační povinnosti je naproti tomu dynamická a zajišťuje informování investorů aktuálně, podle toho, kdy informace vznikají.

První okruh informačních povinností je z podstaty věci statický a pro zajištění transparentnosti trhu a účinné prevence před nedovoleným využitím vnitřních informací jen pramálo vhodný. Zejména u výroční a pololetní zprávy je svázán „historickou pamětí“, tj. funkcí, kterou oba informační zdroje primárně plnily a stále plní ve společném právu obecně: ochranou věřitelů. Nebude schopen poskytnout investorovi kontinuální přísun informací, které jsou potřebné každou minutu každé hodiny každého obchodního dne na kapitálovém trhu.

Tyto funkce může zajistit druhá dynamická složka informačních povinností emitenta: průběžná informační povinnost nastupující *ad-hoc*. Průběžná informační povinnost je v současné době upravena ve formě nuceného uveřejnění vnitřních informací, a to v souladu s požadavky směrnice o zneužití (srov. čl. 6 směrnice). Předtím ovšem prošla určitou genezí, které se budu přehledně věnovat v následujícím oddílu.

Předchůdcem průběžné informační povinnosti v podobě publikace vnitřních informací byla právní úprava v zákoně o cenných papírech. Ustanovení § 80c odst. 2 písm. b) CenP<sup>174</sup> ukládalo emitentovi registrovaných<sup>175</sup> akcií uveřejňovat „podstatné změny, které nejsou veřejně známé a které se tý-

---

<sup>172</sup> Srov. § 36 an. PKT.

<sup>173</sup> Srov. § 118 an. PKT.

<sup>174</sup> Ve znění do 30. dubna 2004.

<sup>175</sup> V současném kontextu jim odpovídají kótované cenné papíry.

kají hospodářské, zejména finanční situace emitenta nebo jiných skutečností, které mohou vyvolat významnou změnu kurzu jím vydaného cenného papíru nebo zhoršit schopnost emitenta plnit závazky z cenného papíru“. Tehdejší CenP tímto ustanovením transponoval do českého práva čl. 68 směrnice č. 2001/34/EHS<sup>176</sup> (jejímž předchůdcem byla tzv. kotační směrnice 79/279/EHS<sup>177</sup>).

Obecně formulované znění doplňoval demonstrativní katalog skutečností podléhajících průběžné informační povinnosti<sup>178</sup>. U emitenta registrovaných dluhopisů byl emitent povinen uveřejňovat informace o veškerých přijatých půjčkách nebo úvěrech a zejména zárukách a jiných zajištěních poskytnutých v souvislosti s nimi a o dalších skutečnostech, které mohou podstatně ovlivnit jeho schopnost plnit závazky vyplývající z jím vydaných dluhopisů<sup>179</sup>.

Oproti současné úpravě průběžné informační povinnosti je na první pohled patrné zúžení povinnosti publikovat informace ad-hoc v minulé úpravě. CenP předně omezoval okruh povinných emitentů na emitenty registrovaných akcií a registrovaných dluhopisů<sup>180</sup>. Další rozdíly plynou z rozdílného pojetí vnitřní informace v současném PKT<sup>181</sup>. Nejzávažnější rozdíly souvisí se vztahem povinně publikované informace k emitentovi (blíže k tomu bezprostředně navazující výklad).

Úprava publikačních povinností byla následně předmětem regulace v § 125 odst. 1 PKT. V mezidobí již bylo citované ustanovení novelizová-

---

<sup>176</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být uveřejněny (Úř. věst. L 184, 6. 7. 2001, s. 1). Citovaný článek směrnice byl zrušen směrnicí o zneužití.

<sup>177</sup> Směrnice 79/279/EHS ze dne 5. 3. 1979 o koordinaci podmínek pro přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů (Úř. věst. L 66, 16. 3. 1979, s. 21).

<sup>178</sup> Srov. § 80c odst. 2 písm. a) CenP v rozhodném znění.

<sup>179</sup> Šlo o transpozici čl. 81 odst. 1 směrnice č. 2001/34/ES.

<sup>180</sup> Což vedlo k potřebě rozšiřujících výkladů, ve veřejném právu ovšem dosti ošidným. Srov. blíže *Pelikánová, I., Čech, P.* Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru. *Právo a podnikání*, 2002, č. 4–5 (příloha), s. 32 a 37.

<sup>181</sup> Srov. k tomu kapitolu 5.



no<sup>182</sup>. Podstatou změny byla úprava předmětu uveřejňovaných informací. Zatímco původní znění žádalo publikaci každé vnitřní informace bez jakýchkoliv limitů, aktuální úprava ukládá emitentovi povinnost publikovat „každou vnitřní informaci, která se ho přímo týká“.

Publikační povinnost nestíhá ty emitenty, kteří o přijetí svého finančního nástroje na regulovaný trh nežádali ani s přijetím nesouhlasili. Zdálo by se, že přijetí finančního nástroje v rozporu s vůlí emitenta bude pro většinu organizátorů regulovaných trhů neakceptovatelné, a tudíž se uvedená výjimka příliš často nepoužije. Existují ovšem segmenty veřejných trhů, které nevyžadují souhlas emitenta. Za příklad nám může posloužit tzv. *Einbeziehung*<sup>183</sup> na řízený trh v SRN (Geregelter Markt), které se podle §§ 49 odst. 1 a 56 odst. 1 německého zákona o burze provádí na žádost účastníka obchodu a souhlas emitenta se nevyžaduje<sup>184</sup>.

S trochou nadsázky můžeme konstatovat, že právní rubrika celé naší úpravy (tj. § 124 an. PKT) je se svým názvem „ochrana vnitřních informací“ přespříliš eufemistická. Právní úprava se totiž staví k vnitřním informacím spíše nepřátelsky a místo o jejich ochranu usiluje (alespoň u těch, které se přímo týkají emitenta) o jejich zničení vynucenou publikací. *Cum grano salis* jde o stejnou situaci, jako kdyby výrobce kondomů označil svůj výrobek za „přípravek k ochraně spermií“. V PKT uvedenou rubriku „ochranu vnitřních informací“ jsem si i s tímto vědomím vybral k názvu celé publikace; „ochranu“ samozřejmě třeba interpretovat tak, že bezprostředním cílem právním právní úpravy je náležitá manipulace s vnitřními informacemi od jejich vzniku až do jejich (brzkého a kýženého) zániku.

---

<sup>182</sup> Novela provedená zák. č. 56/2006 Sb. s účinností od 8. března 2006.

<sup>183</sup> Uvedený proces neformální kotace překládám jako „vtažení“.

<sup>184</sup> *Sethe, R.* in *Assmann, H. Schneider, U.* Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2005, 4. vydání, s. 694.

## 3.2 OBSAHOVÉ A FORMÁLNÍ POŽADAVKY PUBLIKACE

### 3.2.1 Uveřejňovaný obsah

Emitent finančního nástroje je povinen uveřejnit neprodleně způsobem umožňujícím dálkový přístup každou vnitřní informaci, která se ho přímo týká. V souladu s čl. 6 směrnice o zneužití (a i její předchůdkyní v této oblasti) tedy nebude publikována každá vnitřní informace, nýbrž pouze ta, která má bezprostřední vztah k emitentovi („*directly concerns the said issuers*“).

Bez limitující vazby na sféru emitenta bychom po něm žádali téměř nemožné: musel by publikovat i řadu vnitřních informací, které pochází z externích zdrojů (jde třeba o obecné tržní údaje, informace statistických úřadů, aktivity konkurence apod.).

Výsledkem by byla značná právní nejistota na straně emitenta, protože u řady informací by si emitent zatím nebyl jistý (jde přeci o „vzdálené“ informace), zda jsou veřejné či nikoliv. Výsledek by tak nakonec mohl být kontraproduktivní: emitenti by z obavy z postihu publikovali řadu zbytečných informací, v nichž by se nakonec ztratily relevantní informace.

Nejistoty ostatně zůstává dost. Se zavedením omezujícího atributu „příмого vztahu k emitentovi“ totiž PKT „nedodal“ dalšího zpřesnění, která zná např. úprava v německém WpHG. Ta za případy přímého vztahu k emitentovi považuje zejména okolnosti, „*die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind*“, tj. ty, ke kterým došlo v oblasti jeho činnosti<sup>185</sup>.

Ovšem ani podle německé úpravy nerozhoduje, jestli informace přichází zvnějšku nebo zevnitř. Hranice mezi „neoznamovanou“ (myšleno publikační povinností nezakládající vnitřní informací) vnitřní informací a informací, která musí být zpřístupněna, není totiž hranicí mezi vnitřní sférou emitenta a okolím. Je tedy irelevantní, jestli jde o informaci „kognitivní“, kterou emitent jen pasivně přijímá zvnějšku, nebo o informaci, kterou můžeme označit za „voluntativní“, tj. informaci, na jejíž tvorbě se emitent aktivně

---

<sup>185</sup> Srov. § 15 odst. 1 věta druhá WpHG.

podílí. Obě mohou tvořit informaci, která se „přímo týká emitenta“. Příkladem může být neúspěch emitenta v klíčovém soudním sporu; na informaci se emitent žádným způsobem nepodílí a (pomineme-li aktivitu právních zástupců v průběhu soudního sporu) netvoří ji. Výsledek sporu se jej ovšem bezprostředně týká a příslušná informace musí být publikována. Publikovaná informace musí být srozumitelná a nezkršená. Tento požadavek nemá pouze obsahový význam; za zkršenou totiž můžeme považovat i takovou informaci, která je podána v balíku velkého množství redundantních informací a v tomto informačním šumu se stává pro čtenáře „neviditelnou“, resp. je možné ji odkrýt toliko s vynaložením nepřiměřeného úsilí.

### 3.2.2 *Formální požadavky na uveřejnění povinně uveřejňované informace*

Prováděcí vyhláška stanoví formální podmínky uveřejnění informace (srov. § 19 an. o formě a způsobu uveřejňování povinně uveřejňované informace). Z pohledu teorie a výkladových možností je na těchto aspektech sotva něco zajímavého; vyhláška zde představuje toliko technický manuál pro emitenta. Rozlišit můžeme primární a sekundární formy publikace. Obě směřují k tomu, aby bylo zajištěno archivované uveřejnění vnitřní informace, která je v terminologii vyhlášky jednou z tzv. povinně uveřejňovaných informací.

#### a. Primární publikace

Hlavní publikaci představuje zpřístupnění vnitřní informace na internetových stránkách emitenta. Příslušná internetová adresa musí být předně snadno k nalezení podle obchodní firmy nebo názvu emitenta: neměla by být skryta na nižších úrovních apod. Tento požadavek působí poněkud úsměvně, jen těžko si lze představit emitenta, který nebude mít doménu alespoň národní úrovně, nebo který bude své internetové stránky kamuflovat zavádějícím označením.

Přístup k internetovým stránkám zpřístupňujícím obsah vnitřní informace musí být bezplatný; forma by měla odpovídat běžným formátům a být vhodná ke stažení - preferovanou formou dle prováděcí vyhlášky je formát

„Portable document format“. Emitent je povinen odlišit vnitřní informaci od svých obchodních a propagačních informací tak, aby s nimi nemohla být zaměněna (§ 19 vyhlášky). Uveřejňovaná vnitřní informace musí být tímto způsobem dostupná nepřetržitě od uveřejnění alespoň po dobu 5 let, či po celou dobu obchodování finančního nástroje na regulovaném trhu se sídlem v členském státě EU (je-li tato doba kratší pěti let)

#### b. Sekundární publikace (§ 20 odst. 2 vyhlášky)

Kromě hlavní publikační povinnosti formou zpřístupnění vnitřní informace na internetových stránkách emitenta je emitent povinen zajistit „vedlejší“ uveřejnění na „finančním internetovém portálu“, který se zabývá šířením informací vztahujících se ke kapitálovému trhu a je hromadně a pravidelně navštěvován. Příslušné servery uveřejňuje Česká národní banka ve svém Věstníku. Prováděcí vyhláška nabízí emitentovi další alternativu: uveřejnění informace jako zprávy informační agentury, která se zabývá šířením informací s relevancí pro kapitálový trh (přehled je opět zveřejněn na stránkách orgánu dohledu).

Dle mnohomluvného textu vyhlášky emitent nebo jiná povinná osoba zasílá správci internetového portálu nebo agentuře povinně uveřejňovanou informaci způsobem, který je „bezpečný, minimalizuje riziko poškození údajů a neoprávněného přístupu a poskytuje jistotu, pokud jde o zdroj povinně uveřejňované informace“. Emitent nebo jiná povinná osoba dále zajistí co nejrychlejší nápravu jakéhokoli selhání nebo přerušování zasílání povinně uveřejňované informace. Emitent nebo jiná povinná osoba neodpovídá za systémové chyby ani nedostatky internetového portálu nebo agentury, jimž byla povinně uveřejňovaná informace zaslána.

#### 3.2.3 *Zasílání vnitřní informace České národní bance a organizátorovi trhu*

Zpřístupnění vnitřní informace na internetových stránkách není z pohledu emitenta jedinou povinnou manipulací s vnitřní informací. Vnitřní infor-

maci (resp. „odraz její minulosti“<sup>186</sup>) zasílá emitent orgánu dohledu, a to cestou elektronické pošty<sup>187</sup>.

ČNB prozatím takto shromážděné informace, na rozdíl např. od tzv. manažerských obchodů, sama nepublikuje, což je předmětem kritiky v odborné literatuře<sup>188</sup>.

### 3.3 ODKLAD UVEŘEJNĚNÍ VNITŘNÍ INFORMACE

Emitent, který má za povinnost uveřejnit vnitřní informaci, jež se jej přímo týká, může za určitých podmínek odložit její publikaci. Odklad může znamenat, že se emitent publikaci vnitřní informace nakonec úplně vyhne, vnitřní informace totiž může v mezidobí zaniknout a tím odpadne i povinnost ji publikovat. Aprobované důvody odkladu (viz níže) ovšem naznačují, že emitentova výsada nebude trvat dlouho a v řadě případů v praxi půjde jen o velmi krátký odklad povinnosti.

Odklad publikace je možný toliko za kumulativního splnění tří podmínek: a) musí k němu být závažné důvody, b) neuveřejněním informace nesmí být veřejnost klamána a c) emitent je schopen zajistit důvěrnost této informace. Bližší podrobnosti stanovila v souladu se zmocňujícím ustanove-

---

<sup>186</sup> V mezidobí se již totiž mohla veřejnost seznámit s vnitřní informací na internetových stránkách emitenta a informace tak ztratila svůj vnitřní charakter. Pokud by měl emitent volit mezi publikací na svých stránkách a zasláním e-mailu, měl by dát přednost první z variant.

<sup>187</sup> Informace se zasílá na adresu ČNB neprodleně poté, co se o ní emitent dozvěděl; v poloze zprávy elektronické pošty předmět je přitom uváděn text „emitentinfo“. Zprávu obsahující vnitřní informaci opatří emitent zaručeným elektronickým podpisem založeným na kvalifikovaném certifikátu vydaném akreditovaným poskytovatelem certifikačních služeb.

<sup>188</sup> *Novotný, D.* Problematika insider trading v USA, [www.epravo.cz](http://www.epravo.cz), evidenční číslo 35366. Citovaný autor navrhuje následující: „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“.

ním § 125 odst. 7 PKT prováděcí vyhláška č. 234/2009 Sb.<sup>189</sup>, a to na základě požadavků<sup>190</sup> směrnice Komise 2003/124/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice 2003/6/ES, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem.

Výjimka formulovaná PKT je výsledkem transpozice čl. 6 odst. 2 směrnice o zneužití, za jehož relativně liberální znění vděčíme akceptovanému německému protinávru<sup>191</sup>. Povinnost informovat o odkladu orgán dohledu směrnice nestanoví, výslovně ale členským státům takové řešení umožňuje<sup>192</sup>. PKT v souladu s tím ukládá emitentovi, aby odložení uveřejnění vnitřní informace s uvedením důvodů odkladu a sdělením obsahu informace neprodleně oznámil ČNB.

Řešení v zákoně o cenných papírech upravující v minulosti obdobnou průběžnou informační povinnost emitentů, tzv. ad-hoc publicitu<sup>193</sup> (srov. § 80c odst. 2 CenP ve znění do 30. dubna 2004<sup>194</sup>) také znalo výjimku z povinnosti uveřejnit cenově citlivé informace.

O výjimce rozhodovala tehdejší Komise pro cenné papíry ve správním řízení. KCP podle § 80c odst. 2 písm. c) CenP mohla udělit výjimku z průběžné informační povinnosti, jestli by uveřejnění informace bylo v rozporu s veřejným zájmem nebo by mohlo významně poškodit emitenta. Ustanovení umožňovala nalézt určitý kompromis mezi zájmy emitenta na utajení řady citlivých informací a zájmy investorské veřejnosti na co možná největším přehledu o situaci emitenta. Byla tak určitým korektivem široce formulované průběžné informační povinnosti emitentů akcií a dluhopisů.

Zvolené řešení však nebylo ideální, a to z více důvodů. Komise musela o věci, kde mohlo jít doslova o hodiny, rozhodovat ve správním řízení. Na-

---

<sup>189</sup> Dříve tuto oblast upravovala vyhl. č. 536/2004 Sb.

<sup>190</sup> V některých případech jdou ovšem požadavky naší vyhlášky nad rámec směrnice (viz dále).

<sup>191</sup> *Sven H. Schneider*, Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität. Betriebsberater, 2005, č. 17, s. 897.

<sup>192</sup> Srov. čl. 6 odst. 2 věta druhá směrnice o zneužití.

<sup>193</sup> Viz k tomu výše oddíl 1. této kapitoly.

<sup>194</sup> Pokud nebude uvedeno jinak, bude dále citován CenP v tomto znění.

víc byl sporný suspenzivní efekt návrhu<sup>195</sup>: nebylo úplně zřejmé, zda emitent neporušuje během řízení svou informační povinnost<sup>196</sup>.

Přijetím PKT byla tato koncepce, stejně jako např. v Německu<sup>197</sup>, opuštěna ve prospěch deregulace a přenosu rozhodnutí na samotného emitenta. Rozhodnutí o výjimce z publikační povinnosti již neleží v rukou orgánů dohledu, nýbrž je přenecháno příslušným orgánům emitenta. Emitent tak na vlastní odpovědnost posuzuje naplnění předpokladů pro řádný odklad publikace vnitřní informace.

Předmětem jeho rozhodnutí může být ovšem toliko vnitřní informace publikovaná podle § 125 odst. 1 PKT. Půjde-li o publikaci vynucenou ve vazbě na sdělení třetí osobě, nebude žádná forma odkladu přípustná<sup>198</sup>.

### 3.3.1 Oznámení odkladu České národní bance

O odložení publikace vnitřní informace musí emitent neprodleně informovat Českou národní banku. Součástí oznámení je sdělení důvodů, o které se rozhodnutí o odkladu opíralo, a dále také samotná vnitřní informace. Obrázek vnitřní informace umožňuje orgánu dohledu ověřit správnost úsudku emitenta a případně rozhodnout o opatření k nápravě.

Oznámení se realizuje elektronickou poštou na formuláři dle vzoru předepsaného vyhláškou. Vyhláška v souladu se zmocňovacím ustanovením PKT od emitenta vyžaduje, aby uvedl, jaká opatření přijal, aby mohl informaci okamžitě uveřejnit poté, co odpadnou důvody odkladu. Současně emitent uvádí i opatření přijatá k tomu, aby byla zajištěna důvěrnost informace.

Jak jsem již uvedl, na oznámení orgánu dohledu přitom směrnice o zneužití netrvá. Úprava německá tuto povinnost vědomě nezavedla, a to přede-

---

<sup>195</sup> Srov. *Pelikánová, I., Čech, P.* Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru. *Právo a podnikání*, 2002, č. 4–5 (příloha), s. 35.

<sup>196</sup> Německá praxe v tomto ohledu vycházela ze suspenzivního efektu podání návrhu za výjimku z informační povinnosti; výjimkou byly zjevně nepodložené a nekalé návrhy; srov. blíže *Klitzing, J.* *Die Ad-hoc Publizität*. Berlín: Carl Heymanns Verlag 1999, s. 177.

<sup>197</sup> Až do novely WpHG provedené AnSVG rozhodoval o výjimce německý orgán dohledu (BaFin) obdobně jako naše Komise pro cenné papíry.

<sup>198</sup> Srov. blíže oddíl 3. 4. této kapitoly.

vším proto, aby deregulací zmírnila administrativní zátěž orgánu dohledu (BaFin). WpHG proto vyžaduje oznámení BaFin (tzv. Vorabmitteilung) až poté, co odpadnou důvody odkladu a vnitřní informace bude publikována<sup>199</sup>. V tomto oznámení pak emitent uvede i okolnosti, které umožní orgánu dohledu zpětně ověřit důvodnost odkladu. Mj. je součástí oznámení časový údaj o vzniku rozhodnutí o odkladu a datum, kdy byly průběžně ověřovány podmínky jeho oprávněnosti<sup>200</sup>.

Pokud informace, jejíž publikace byla odložena, ztratí svůj vnitřní charakter, nebude emitent ani BaFin zatěžován žádným, a to ani dodatečným, oznámením<sup>201</sup>. Německé řešení lze považovat za velmi rozumné a je škoda, že u českého zákonodárce převážily obavy z benevolentnějšího přístupu emitenta, jenž svým způsobem bude „soudcem ve své vlastní věci“.

Svou roli zde možná hrála skutečnost, že řada emitentů stále vnímá plnění informačních povinností jako nutné zlo a nikoliv jako nástroj přínosné komunikace s investory, u kterých poptává kapitál. Respekt k plnění informačních povinností možná oslabuje jejich „historická paměť“. Řada z nich se dostala na trh proti své vůli v rámci rozhodnutí o kuponové privatizaci.

### 3.3.2 Aprobovaný odklad uveřejnění

#### a) Závažené důvody

„Závažné důvody“ odkladu jsou demonstrativně vymezeny v prováděcí vyhlášce (§ 3 odst. 1 vyhlášky). Obecně půjde o takové okolnosti, na základě kterých lze dospět k závěru, že zájmy emitenta (nikoliv tedy třetích osob<sup>202</sup>) na utajení vnitřní informace převažují nad kontradiktorními zájmy

---

<sup>199</sup> Srov. k tomu blíže důvodovou zprávu k novele - AnSVG, Bundestag-Drucksache, č. 15/3174, dostupnou např. zde: <http://dip.bundestag.de/btd/15/031/1503174.pdf>.

<sup>200</sup> Srov. § 8 odst. 5 WpAIV.

<sup>201</sup> Blíže Assmann, H. in Assmann, H., Schneider, U. Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2005, 4. vydání, s. 572.

<sup>202</sup> K tomu blíže Bitter, G. Geschäftschädigende Verlautbarungen börsennotierter Aktiengesellschaften über Vertragspartner im Spannungsfeld zwischen Ad-hoc-Publizität und vertraglicher Rücksichtnahmepflicht. Wertpapiermitteilungen, 2007, č. 42, s. 1953 an.



veřejnosti na její úplné a rychlé publikaci. V praxi bude takové zjištění mnohdy značně obtížné. Ne vždy půjde o tak zřejmé případy, jako u vynálezů, patentů apod., kde emitentovi umožňuje odklad uveřejnění vnitřní informace zajistit v mezidobí absolutní ochranu svých práv (např. přihláškou příslušného patentu).

V této souvislosti považuji za dosti přeceňovanou případnou „kolizi“ povinně publikovaných vnitřních informací a obchodního tajemství (§ 17 ObchZ). Ve vztahu k obchodnímu tajemství bude totiž vnitřní informace obvykle určitou „metainformací“. Emitent, který objevil převratný výrobní postup odsolování mořské vody, nebude přece publikovat samotný výrobní postup. Uveřejňovat bude toliko informace o tom, že tento postup vyvinul<sup>203</sup>.

Nejčastěji uváděným důvodem v literatuře je sanace podniku emitenta, kterou by uveřejnění vnitřních informací mohlo ohrozit<sup>204</sup>.

Oporu pro určité zpřesnění neurčitého pojmu přináší prováděcí vyhláška, která ilustruje „závažné“ důvody dvěma příklady, aniž by tím tedy vylučovala další „nepojmenované“ závažné důvody. Není přitom překvapivé, že si upřesnění tak obecného pojmu, jakým jsou „závažné důvody“, ponechává vysokou míru obecnosti, a to i když je ilustrováno příklady. To platí i přes zdánlivý „kasuistický make-up“ vyhlášky, který bude rozebrán v následujících bodech.

Závažným důvodem, pro který emitent může odložit uveřejnění vnitřní informace, jsou dle prováděcí vyhlášky probíhající jednání a s nimi související skutečnosti, pokud by výsledek nebo řádný průběh těchto jednání mohl být uveřejněním vnitřní informace nepříznivě ovlivněn, zejména jde-li o jednání vedená za účelem dlouhodobého finančního ozdravení emitenta, jehož finanční situace je závažně a bezprostředně ohrožena.

---

<sup>203</sup> Dostí sporným příkladem bude informace o nálezů suroviny; tu lze podle Assmanna odložit, jestliže emitent ještě musí vykoupit příslušné pozemky, aby mohl zahájit těžbu. Dle Assmann, H. in Assmann, H., Schneider, U. Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2005, 4. vydání, s. 563.

<sup>204</sup> Srov. např. Fürhoff, J. Kapitamaraktertliche Ad hoc-Publizität zur Vermeidung von Insiderkriminalität. Frankfurt: Peter Lang 200, s. 204 a literaturu zde uvedenou.

Bezprostředně chráněným objektem jsou tedy „probíhající jednání“, která by mohla být (potenciál tedy postačí) publikací vnitřní informace negativně dotčena. O personálním aspektu jednání předpis mlčí. Z povahy věci bude účastníkem jednání zpravidla emitent (bude např. jednat s bankou o sanačním úvěru), ovšem podmínkou aprobační odkladu to není. Chráněna tak budou i další navazující jednání, např. mezi zmíněnou bankou a členy investičního konsorcia o celkovém financování záchranného projektu, vždy ovšem jen tehdy, pokud je to v zájmu samotného emitenta.

Výjimku obdrží pouze určitý druh jednání. Vyhláška příkladem uvádí znak tohoto preferovaného jednání: musí sledovat dlouhodobé finanční ozdravení emitenta, jehož situace je z finančního pohledu závažně a přímo ohrožena. Finanční životaschopnost přitom nelze posuzovat toliko z pohledu možného úpadku<sup>205</sup>. Odklad bude legitimní i v případech, kdy by publikace jednoznačně nevedla k úpadku, resp. ani k hrozícímu úpadku emitenta.

Druhým příkladem závažných důvodů jsou „rozhodnutí učiněná nebo smlouvy sjednané vedoucí osobou a osobou uvedenou v § 2 odst. 1 písm. b) PKT<sup>206</sup>, k jejichž účinnosti je třeba schválení jiným orgánem emitenta, jestliže by uveřejnění vnitřní informace před tímto schválením spolu se současným prohlášením, že rozhodnutí či smlouva dosud schváleny nebyly, ohrozilo správné posouzení vnitřní informace ze strany investorů“.

Ve výše uvedeném příkladu byly reflektovány zájmy emitenta, a to ochranou jemu prospěšných jednání. Za druhým příkladem stojí již snaha ochránit investorskou veřejnost, z níž může ovšem emitent profitovat nepřímo odkladem uveřejnění.

Tvůrci směrnice<sup>207</sup> si uvědomovali zavádějící potenciál informací, které ještě nejsou „konečné“ v tom smyslu, že představují pouze článek z určitého rozhodovacího procesu a mohou proto doznat rychlých změn nebo konce. Typické je to právě u vícestupňových rozhodovacích procesů, kdy je

---

<sup>205</sup> Srov. také čl. 3 odst. 1 směrnice Komise 2003/124/ES.

<sup>206</sup> Tj. osobou, která činí v rámci emitenta rozhodnutí, které může ovlivnit budoucí vývoj a podnikovou strategii emitenta, a která má přístup k vnitřním informacím.

<sup>207</sup> Srov. čl. 3 odst. 1 písm. b) směrnice Komise 2003/124/ES.

k účinnosti smluv či rozhodnutí potřeba souhlasu jiného orgánu emitenta (dozorčí rady či valné hromady), a to buď přímo ze zákona, či podle požadavků stanov.

Důvodem odkladu podle formulace ve vyhlášce ovšem není snaha narušit rozhodovací procesy v rámci emitenta, vyhláška spíše brání klamání veřejnosti<sup>208</sup>. Tvůrce předpisu tak zde jakoby „ztrácel styl“; dosavadní ustanovení vyhlášky jsou totiž formulována ve prospěch emitenta, který má zájem informaci nepublikovat a hledá legitimní důvody pro odklad. Zde se ovšem přístup obrací a tvůrce předpisu formuluje podmínky odkladu jako určitou prevenci před klamáním veřejnosti, kterou má zajistit emitent.

Činí tak tedy na nesprávném místě. V oblasti, která je určitým ústupkem emitentovi, jenž „může odložit uveřejnění“ vnitřní informace, která se jej bezprostředně týká, se najednou objevuje cizorodý prvek. Podmínky odkladu jsou formulovány tak, jako kdyby emitent uveřejnění v těchto případech ve skutečnosti odložit „musel“. Zmatení vzniklo záměnou chráněných zájmů a je třeba jej přičíst tvůrcům směrnice, kterou naše vyhláška (po jazykové stránce velmi dobře) transponuje. *Cum grano salis* tak vyhláška vlastně provádí tu část PKT, která od uveřejněné informace vyžaduje, aby byla srozumitelná a nebyla zkreslená (viz výše)<sup>209</sup>.

Kromě těchto legislativně-technických aspektů je požadavek vyhlášky sporný i věcně. Není jasné, do jaké míry bude veřejnost klamána např. údajem, že představenstvo rozhodlo uzavřít určitou smlouvu s tím, že se ještě vyžaduje dodatečný souhlas dozorčí rady, nebo valné hromady, případně dokonce obou orgánů<sup>210</sup>.

Německý BaFin v těchto případech dovozuje, že vzhledem k funkcím dozorčí rady z hlediska společného práva (kontrolní funkce vůči představenstvu) bude zpravidla možné odložit uveřejnění informace o rozhodnutí představenstva, pokud se k němu vyžaduje právě souhlas dozorčí rady.

---

<sup>208</sup> Citované ustanovení vyhlášky tak spíše navazuje (byť „obráceným způsobem“) na požadavek „neklamání veřejnosti“ v § 125 odst. 2 PKT.

<sup>209</sup> Srov. § 125 odst. 1 PKT.

<sup>210</sup> Srov. např. § 193 odst. 2 ObchZ.

Uveřejnění informace by totiž mohlo negativně ovlivnit rozhodnutí dozorčí rady<sup>211</sup>.

Naproti tomu jen výjimečně má být ale důvodem odkladu uveřejnění informace skutečnost, že o věci bude ještě rozhodovat valná hromada<sup>212</sup>, jejíž ovlivnění publikovanou informací bude méně pravděpodobné. Orgán dohledu v SRN zde korektně zdůrazňuje spíše zájmy emitenta, resp. jeho struktur, což jde ale nad rámec legálního příkladu čl. 3 odst. 1 písm. b), který míří na ochranu investorské veřejnosti.

Vrátíme-li se k tomuto regulatornímu příkladu, bude dle mého soudu třeba celou otázku posoudit podle dvou aspektů: za prvé „normativně“, tj. podle toho, jak bude běžný investor hodnotit (prozatímní) absenci rozhodnutí dalšího či dalších orgánů emitenta. Druhým aspektem bude realita, tj. konkrétní konstelace vztahů mezi představenstvem a příslušným orgánem. Jakmile bude „normativní závěr“ v kolizi se skutečností u emitenta, jeví se jako legitimní odložit publikaci informace.

Demonstrováno na příkladu: pokud lze v očích běžného investora očekávat téměř automatický souhlas dozorčí rady s rozhodnutím představenstva a přitom lze ve skutečnosti jen těžko odhadovat, jak rozhodnutí kontrolního orgánu vyzní, anebo je souhlas dokonce nepravděpodobný, může se jevit okamžitá publikace (pravděpodobně neúspěšného) rozhodnutí představenstva jako zavádějící. Budou zde tedy spíše důvody pro odklad.

## b) Zápověď klamání veřejnosti

Objektivním, tj. na vůli a možnostech emitenta relativně nezávislým kritériem aprobace odložení publikace je předpoklad, že veřejnost pozdržením nebude klamána.

S výkladem tohoto atributu povoleného odkladu vzniknou v praxi značné obtíže. Kurz finančního nástroje by měl být v ideálním případě výsled-

---

<sup>211</sup> Podobně Assmann, H. in Assmann, H., Schneider, U. Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2005, 4. vydání, s. 562.

<sup>212</sup> Emittentenleitfaden, str. 55. Manuál je dostupný např. zde: [http://www.bafin.de/schreiben/89\\_2005/emittentenleitfaden.pdf](http://www.bafin.de/schreiben/89_2005/emittentenleitfaden.pdf).

kem střetu nabídky a poptávky při dostatečné a včasné informovanosti investorů o relevantních skutečnostech souvisejících s tímto cenným papírem resp. jeho emitentem. Nejsou-li známy zásadní ukazatele nezbytné pro jeho vytváření (např. proto, že publikace vnitřní informace byla emitentem odložena), není kurz „pravdivý“, tj. neodráží všechny relevantní informace související s jeho hospodářskou a finanční situací<sup>213</sup>.

Je ovšem otázkou, zda pak lze tuto situaci považovat za „klamání veřejnosti“ ve smyslu zábrany odkladu publikace vnitřní informace. Pokud totiž bylo smyslem právní úpravy dát emitentovi možnost ze závažných důvodů odložit publikaci vnitřní informace, bude výše uvedená „klamavost“ akceptovaným důsledkem pozdržení publikace. Za „nepřijatelnou“ klamavost tak budeme považovat situace, kdy nejsou známy základní ukazatele hodnoty veřejně obchodovatelných akcií společnosti a údaje trhu přístupné zcela zjevně nevypovídají nic o skutečných poměrech emitenta. Podobně půjde o situace, kdy je dán prostor zeširoka otevřený nejrůznějším úvahám a spekulacím a uveřejnění vnitřní informace by vyřešilo tuto nejistotu, anebo dále o případy, kdy je vnitřní informace zcela v rozporu s veřejně přístupnými informacemi a její publikace bude působit doslova jako „informační bomba“.

### c) Zajištění neprodlené publikace při potenciálním narušení důvěrnosti

Emitent je dále povinen přijmout taková opatření, aby mohl, v případě, že již nebude schopen zabezpečovat důvěrnost informace, neprodleně publikovat vnitřní informaci<sup>214</sup>. Půjde tedy o technické organizační a personální řešení směřující k tomu, aby v případě ztráty kontroly nad vnitřní informací byla informace neprodleně zpřístupněna na internetových stránkách emitenta.

---

<sup>213</sup> Srov. také stanovisko KCP č. 3/2001, dostupné na internetových stránkách České národní banky.

<sup>214</sup> Vyhláška tím do českého práva transponuje čl. 3 odst. 2 písm. c) směrnice 2003/124/ES.

#### d) Protekce důvěrnosti vnitřní informace

Poslední z podmínek aprobace odkladu uveřejnění vnitřní informace je splnění požadavku na zajištění důvěrnosti vnitřní informace během jejího odkladu. Uvedený předpoklad je podle prováděcí vyhlášky splněn „v minimálním standardu“ tehdy, jestliže emitent zajistí kontrolu přístupu k informaci zavedením „účinných opatření k zabránění přístupu k vnitřní informaci jiným osobám, než které vnitřní informaci nezbytně potřebují k řádnému výkonu svých funkcí v rámci emitenta“.

Vzorem úpravy zde opět byla prováděcí směrnice Komise 2003/124/ES, která ovšem neomezuje přístup k informacím na „nezbytnou potřebu“ v rámci výkonu funkcí<sup>215</sup>. Text evropské předlohy je méně restriktivní: „...členské státy požadují, aby za účelem zajištění utajení důvěrných informací kontroloval emitent přístup k takovým informacím, a zejména aby a) zavedl účinná opatření pro zamezení přístupu k takovým informacím osobám, které je nepotřebují pro výkon své funkce v rámci emitenta“.

Omezení přístupu k vnitřní informaci na „nezbytnou potřebu“ v rámci výkonu funkce u emitenta je nejen v rozporu s prováděcí směrnicí, ale může kolidovat se zákonnou úpravou povinnosti mlčenlivosti o vnitřní informaci v § 124 odst. 5 PKT, která toto omezení nezná. Z legislativně technického pohledu tedy vyhláška oproti zákonné úpravě neobstojí. Na druhou stranu ale lze zpřísnění oproti „obecné“ povinnosti mlčenlivosti odůvodnit věcně: výjimečnou situací, v níž se uplatňuje. Týká se totiž toliko období, v němž emitent pozdržel publikaci vnitřní informace, a tedy vnitřních informací, které by jinak již byly veřejným statkem.

Omezením okruhu osob, které mají přístup k vnitřní informaci, povinnosti emitenta podle tvůrců vyhlášky nekončí. Emitent má současně podniknout opatření nezbytná k tomu, aby každá osoba s přístupem k vnitřní informaci byla poučena o povinnostech plynoucích z právních předpisů ve vztahu k vnitřní informaci a o sankcích spojených se zneužitím či neoprávněným šířením vnitřní informace.

---

<sup>215</sup> Inspirací snad byla úprava v německé WpAIV, která v § 7 pracuje se stejně ambiciózním pojmem („unerlässlich“).

To ovšem pro emitenta není nic nového; osoby s přístupem k vnitřní informaci emitenta budou totiž vedeny v seznamu dle § 125 odst. 4 PKT a poučení se jim dostává již na základě tohoto faktu dle ustanovení stejné vyhlášky. Nebylo proto třeba normovat tutéž povinnost stejnými slovy ve zvláštním případě, poučovací povinnost platí obecně. V evropském právu, které je příčinou tohoto „koptání“ tvůrce předpisu, není duplicita obou příkazů tak zřetelná. Poučení osob vedených v seznamech je upraveno ve směrnici 2004/72/ES, totéž pro případ pozdržené publikace žádá směrnice 2003/124/ES. Snad nám praxe ukáže příklady, které opakované uložení obecné poučovací povinnosti ve speciálním případě, tj. u odložení vnitřní informace, rozumně odůvodní.

### 3.3.3 Uveřejnění vnitřní informace po konzumovaném odkladu

Jak jsem již uvedl výše, úprava v PKT emitentovi povoluje toliko odklad uveřejnění vnitřní informace a dává mu tedy pouze časově limitovanou výsadu. Emitent musí uveřejnit informaci neprodleně poté, co odpadne některá z podmínek odkladu anebo bude porušena důvěrnost vnitřní informace. Předmětem této publikační povinnosti je v zásadě ta vnitřní informace, jejíž uveřejnění bylo odloženo. V mezidobí ovšem může dojít k její změně, informace přirozeně prochází kontinuálním vývojem. Je potom otázkou, zda má být publikována informace ve své původní podobě či zda je třeba publikovat aktuální stav. Formulováno otázkou: má být přehled vnitřních informací na stránkách emitenta určitým archívem vývoje vnitřní informace, nebo postačí, jestliže bude uveřejněna aktuální podoba?

Otázka není řešena jednotně. Německý BaFin ve své příručce pro emitenty<sup>216</sup> netrvá na uveřejnění původní informace, uveřejněn má být „*der aktuelle Sachstand*“<sup>217</sup>. S tímto stanoviskem se lze ztotožnit<sup>217</sup>.

---

<sup>216</sup> Emittentenleitfaden, str. 53. Manuál je dostupný např. zde:

[http://www.bafin.de/schreiben/89\\_2005/emittentenleitfaden.pdf](http://www.bafin.de/schreiben/89_2005/emittentenleitfaden.pdf).

<sup>217</sup> Ojedinele se setkáme s opačnými názory. Srov. např. *Tollkühn, O. Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2004, č. 25, s. 2220.*

Publikací archivní podoby informace by mohlo být totiž dosaženo opačného efektu, než který sleduje koncept neprodlené publikace vnitřních informací: zmatení veřejnosti neaktuálními údaji. Právní úprava nevyžaduje, aby údaje, které budou veřejnosti zpřístupněny na internetových stránkách emitenta, nějakým způsobem odrážely skutečnost, že jde o informaci, u které emitent využil publikačního odkladu.

### **3.4 PUBLIKACE VNITŘNÍ INFORMACE VÁZANÁ NA SDĚLENÍ TŘETÍM OSOBÁM**

Speciální pravidla upravují publikaci vnitřních informací ve vazbě na sdělení třetím osobám. Vynucená publikační povinnost emitenta obecně sleduje plošné a nediskriminační uveřejnění jakékoliv vnitřní informace, které se jej přímo týká. Pro případ, že by se informace dostala (či v přítomnosti právě „dostávala“) ke třetí osobě skrze reprezentanty<sup>218</sup> emitenta, ukládá předpis emitentovi souběžnou či alespoň neprodlenou následnou publikaci vnitřní informace.

Výjimka se uplatní pouze v těch případech, kdy je třetí osoba vázána povinností mlčenlivosti vyplývající z právních předpisů nebo smluvního ujednání. Na rozdíl od obecné publikační povinnosti zde úprava nepočítá s žádnou možností odkladu. Pokud emitent třeba i neúmyslně a čistou náhodou zpřístupnil informaci třetí osobě, na kterou se nevztahuje povinnost mlčenlivosti, došlo k nežádoucímu, selektivnímu rozšíření okruhu osob disponujících vnitřní informací.

Tato třetí osoba přitom nemusí být ani sekundárně zasvěcenou osobou, pokud neví anebo nemůže vědět, že informace je vnitřní. Nevztahoval by se na ni žádný ze zákazů uložených zasvěceným osobám, informace by mohla být využita vybranými investory a mohla by se dále (opět selektivně a tedy v rozporu se zájmy široké investorské veřejnosti) šířit. Bylo proto třeba za-

---

<sup>218</sup> Myšleno v širším významu tohoto slova.



jistit okamžitou nápravu v podobě souběžné nebo alespoň neprodlené dodatečné publikace vnitřní informace.

V praxi může jít o situace, kdy emitent využívá odkladu publikace vnitřní informace a v tomto období dojde k „selektivnímu“ sdělení vnitřní informace jiné osobě. Z toho také vychází prováděcí vyhláška, když v § 5 odst. 3 PKT ukládá emitentovi uveřejnit vnitřní informaci mj. také tehdy, „byla-li porušena důvěrnost vnitřní informace“<sup>219</sup>.

„Startérem“ povinnosti uveřejnit vnitřní informaci zde často bude porušení povinnosti mlčenlivosti uložené zasvěcené osobě (reprezentantovi emitenta) v § 124 odst. 4 PKT, byť třeba jen v nedbalostní podobě.

### 3.4.1 Uveřejňovaná informace

Emitent má za povinnost uveřejnit každou „vnitřní informaci“. Právní úprava se zde již nominálně neomezuje toliko na vnitřní informaci, která se ho „přímo týká“. Stejně postupuje i směrnice o zneužití, která opomíjí limitující faktor bezprostředního vztahu k emitentovi. Je otázkou, zda na základě této odchylky můžeme dovodit, že publikovány mají být veškeré vnitřní informace, tj. i ty, které se netýkají emitenta přímo.

Proti lze argumentovat systematickou publikačních povinností v PKT; povinnost publikace vázané na selektivní sdělení třetí osobě podle této koncepce představuje zvláštní případ povinnosti uveřejnit vnitřní informace dle § 125 odst. 1 PKT, od kterého se odlišuje toliko výběrovým sdělením třetí osobě (jakožto hypotézy speciální publikační normy) a nemožností odkladu.

I opačný výklad, který se zdá převažovat v německé literatuře<sup>220</sup>, má své odůvodnění. Obecná publikační povinnost je rozumně omezena na infor-

---

<sup>219</sup> „Ztrátou důvěrnosti“ nemůžeme v daném případě chápat jako její uveřejnění. V takovém případě již totiž není, co by emitent publikoval, neboť vnitřní informace by zanikla jiným způsobem než publikací emitentem. Vyhláška v souladu se zákonem mívá právě na situace selektivního zpřístupnění třetím osobám, které ale ještě nezajistily efektivní uveřejnění vnitřní informace.

<sup>220</sup> Schwintek, S. Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag 2005, s. 36; shodně (ovšem jen ve formě autoritativního tvrzení Leuering, D. Die Ad-

mace, které se přímo týkají emitenta. Nelze po něm spravedlivě žádat, aby publikoval i ty vnitřní informace, které nepocházející z jeho sféry a týkají se jej pouze zprostředkovane. Na druhou stranu, pokud se k těmto „externím“ informacím hlásí reprezentanti společnosti tím, že je selektivně intimují třetím osobám, jeví se rozšířená publikační povinnost jako oprávněná.

Za přesvědčivější považují názor, podle něhož se informační povinnost týká toliko vnitřních informací s bezprostředním vztahem k emitentovi. Cílem právní úpravy, která vychází ze svého vzoru v USA, je zabránit selektivnímu zpřístupňování vnitřních informací, typicky velkým investorům či finančním analytikům. To ovšem není důvodem k opuštění koncepce, že publikovány mají být pouze informace s bezprostředním vztahem k emitentovi, resp. k rozšíření publikačních povinností na každou vnitřní informaci.

### *3.4.2 Simultánní publikační povinnost při záměrném sdělení vnitřní informace*

Předpokladem vzniku souběžné publikační povinnosti je sdělení emitenta, osoby jednající jeho jménem či z jeho pověření, adresované třetí osobě a obsahující vnitřní informaci. Okruh těchto osob, které působí jako „katalyzátory“ publikační povinnosti emitenta, je vymezen velmi široce a zahrnuje také osoby jednající z popudu emitenta na základě i neformálního pověření. Tím odpovídá skupině osob, které jsou evidovány v seznamech vedených podle § 125 odst. 4 PKT<sup>221</sup>.

Je otázkou, jak často se budeme v praxi setkávat se souběhem sdělení třetí osobě a publikací vnitřní informace na internetových stránkách emitenta. Teoreticky si můžeme takový případ představit: Představenstvo společnosti svolá na určitý čas tiskovou konferenci, na které novinářům sdělí vnitřní informaci. Souběžně s tím na stejnou hodinu naplánuje zpřístupnění příslušných odkazů na internetových stránkách emitenta. Na tiskové konfe-

---

hoc Pflicht aufgrund der Weitergabe einer Insidertatsache. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2005, č. 1, s. 14.

<sup>221</sup> Viz blíže výklad v navazující kapitole 7, oddíl 4.1.

renci pak sdělí danou informaci a současně informuje novináře o tom, že podrobnosti jsou právě nyní přístupné také na internetu.

Pak se ovšem nabízí otázka, proč emitent neuveřejnil informaci již dříve a proč teatrálně čekal až na novinářské auditorium, zvláště když má publikovat vnitřní informaci, která se ho týká, neprodleně. Smysl pro efekt se mu zde nemusí vyplatit.

### 3.4.3 *Následná publikační povinnost u „nepředvídatelného“ poskytnutí vnitřní informace*

V předchozích odstavcích jsem se věnoval povinnosti uveřejnit vnitřní informaci simultánně při sdělení vnitřní informace, které je možno označit za záměrné.

V řadě případů ovšem může dojít k nevědomému či nechtěnému poskytnutí vnitřní informace, a to např. individuálním pochybením reprezentanta společnosti, který nedostatečně zohlednil skutečnost, že v rámci souboru určitých sdělovaných údajů se nachází i příslušná vnitřní informace. Pro tyto případy stanoví PKT dodatečnou povinnost neprodlené publikace vnitřní informace, která se nepředvídatelně dostala z jeho sféry.

Evropská směrnice o zneužití je oproti naší úpravě mnohomluvná. Podle čl. 6 odst. 2 citované směrnice pokud emitent nebo osoba jednající jeho jménem či na jeho účet sdělí důvěrnou informaci třetí osobě při běžném výkonu svého zaměstnání, povolání nebo v souvislosti s plněním svých povinností, požadují po něm členské státy úplné a účinné uveřejnění této informace, „bud' současně v případě úmyslného sdělení, nebo urychleně v případě neúmyslného sdělení“.

Půjde o situaci, kdy emitent resp. jeho reprezentant, jinému *de facto* sdělí vnitřní informaci, aniž by to zamýšlel. Může jít o dvě varianty: U prvé z nich reprezentant neví o tom, že informaci zpřístupňuje druhému; zapomeneme např. vypnout mikrofon na klopě svého saka a z intimního rozhovoru mezi dvěma reprezentanty v zákulisí tiskové konference se rázem stane věc veřejná.

Ve druhém okruhu případů sděluje reprezentant (v rozporu s objektivní povinností mlčenlivosti) určitou informaci, aniž by vůbec tušil, že tato má

vnitřní charakter. V žádném z uvedených případů nelze po emitentovi žádat simultánní publikaci; žádná korporace nedisponuje tak rychlým reakčním časem a na uvedené varianty nemůže být předem stoprocentně připravena. Úprava tak v zájmu informační rovnosti investorů žádá alespoň dodatečné uveřejnění vnitřní informace způsobem stanoveným v zákoně obecně pro publikaci vnitřních informací.

Prosakuje-li informační hráz, má být stržena. Cílem průlomu je částečné napravení protiprávního selektivního sdělení vnitřní informace třetí osobě, a to okamžitou publikací. Reparační efekt dodatečného uveřejnění se zvyšuje s rychlostí, s jakou bude emitentem informace zpřístupněna na jeho internetových stránkách.

PKT na rozdíl od směrnice nerozlišuje „záměrné“ (intentional disclosure) či „nezáměrné“ sdělení vnitřní informace (not-intentional disclosure) a nepřilíš podařeně laboruje s pojmem „předvídatelnosti“<sup>222</sup>. Při doslovném výkladu bychom mohli dospět k závěru, že i nezamýšlené sdělení, které je ovšem předvídatelné, založí (nikoliv následnou, ale okamžitou) publikační povinnost. Z pohledu emitenta je to samozřejmě nereálný požadavek<sup>223</sup>. Interpretace vedená v souladu s evropskou směrnicí bude tedy pojem „předvídat“ chápat spíše ve smyslu „plánovat“ či „zamýšlet“.

---

<sup>222</sup> Důvodem byla možná obava z toho, že by byl poskytnut základ pro subjektivní odpovědnost za správný delikt nepublikování vnitřních informací. Odpovědnost však zákon konstruuje jako objektivní, tj. bez ohledu na zavinění a na tom by nic nezměnil výraz „záměrný“ či „vědomý“ v § 125 odst. 3 PKT.

<sup>223</sup> Okamžik vzniku publikační povinnosti je totiž vázán na únik vnitřní informace, který bylo možno předvídat, a nikoliv na vědomí toho, že došlo ke sdělení informace. Emitent může předvídat řadu sdělení vnitřní informace, nemusí o nich ale vědět. „Paranoidně“ uvažující emitent by tak musel publikovat každou vnitřní informaci bez možnosti odkladu, neboť každá vnitřní informace i přes sebelepší preventivní mechanismy a péči oddělení *compliance* přeci „může uniknout“. Při tomto absurdním výkladu (kterému naštěstí brání korektiv evropské směrnice) by se emitent dostal do rozporu se zákonem automaticky při každém selektivním sdělení vnitřní informace. Únik totiž mohl předvídat, tudíž je již v prodlení s publikací informace na svých internetových stránkách.

### 3.4.4 Výjimka z povinnosti uveřejnit vnitřní informaci v souvislosti se sdělením třetí osobě

Na rozšíření okruhu zasvěcenců nemusí být nic závadného. Vnitřní informace může být např. předmětem rozhodovacích procesů v rámci emitenta a bude proto třeba předat ji dalším osobám (např. advokátům, auditorům, specialistům na *due diligence* apod.). Zcela legitimní je také „posun“ informace tvořené na nižších úrovních směrem k představenstvu; právě to přeci řídí činnost společnosti a je povoláno rozhodnout, jestli poskytnutá informace bude jako vnitřní informace týkající se přímo emitenta publikována na jeho internetových stránkách.

Z povinnosti uveřejnit vnitřní informaci ve vazbě na její sdělení normuje proto PKT velmi významnou výjimku: neškodná, tj. publikační povinnost nezakládající, budou sdělení třetím osobám, které jsou vázány „povinností mlčenlivosti vyplývající z právních předpisů nebo smluvního ujednání“.

Směrnice o zneužití je v tomto bodě opět podrobnější, povinnost publikovat vnitřní informaci podle ní nemá vzniknout, je-li „osoba, která přijímá informaci, povinna zachovávat důvěrnost, bez ohledu na to, zda tato povinnost vyplývá ze zákona, předpisů, ze zakladatelské smlouvy nebo stanov nebo z jiné smlouvy“<sup>224</sup>. Tvůrci evropské směrnice se zde nechali inspirovat úpravou v USA (tzv. Regulation Fair Disclosure z roku 2000)<sup>225</sup>.

Žádný z těchto vzorů ovšem nedává odpověď na klíčovou otázku, zda lze za takovou „třetí osobu“ přijímající informaci označit každého zasvěcence<sup>226</sup>. Toho totiž stíhá obecná povinnost mlčenlivosti dle § 124 odst. 4 písm. c) PKT. Citované ustanovení mu ukládá povinnost zachovávat mlčenlivost o vnitřní informaci, ledaže by bylo sdělení této informace součástí jeho běžné činnosti, povinnosti nebo zaměstnání.

PKT při formulaci výjimky míří na blíže neurčené „právní předpisy“ a může být sporné, zda tím míní i sám sebe (alespoň ve svém § 124 odst. 4

---

<sup>224</sup> Srov. čl. 6 odst. 3 směrnice o zneužití.

<sup>225</sup> Příkladně zdůvodnění nové právní úpravy ze strany SEC lze najít zde: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

<sup>226</sup> Úprava v USA volí uzavřený výčet těchto „třetích osob“, srov. Rule 100(b)(1) Regulation FD, dostupné např. zde: <http://www.law.uc.edu/CCL/regFD/FD100.html>.

písm. c/ PKT) nebo všechny jiné zvláštní předpisy<sup>227</sup>. Směrnice o zneužití nám zde nedává žádnou argumentační oporu a totéž platí pro citovaný *lex americana*, který byl inspirací pro Evropany.

Pro kladný závěr lze argumentovat tím, že uvedený přístup by pominul i další ustanovení PKT, která ukládají povinnost mlčenlivosti (srov. § 117 PKT). Přitakáním negativnímu náhledu by navíc vznikl paradox: sdělení osobám, které jsou k mlčenlivosti vázány „toliko“ smlouvou<sup>228</sup>, by důvodem pro uveřejnění vnitřní informace nebylo, zatímco sdělení osobě, které mlčenlivost ukládá pod hrozbou drakonických veřejnoprávních sankcí zákon (srov. § 177 PKT), by zakládalo povinnost publikovat vnitřní informaci.

Proti zahrnutí zasvěcenců mezi „třetí osoby“ lze ovšem uvést, že pak není vůbec zřejmé, na jaké situace by se vlastně výjimka měla vztahovat<sup>229</sup>. V zásadě totiž každý, kdo se dostane k vnitřní informaci, bude zasvěcencem s povinností mlčenlivosti; v daném případě bude obvykle sekundárním zasvěcencem. Nebyl by jím pouze tehdy, pokud informaci ne získal jako primární zasvěcenec a současně se v dobré víře domníval, že sdělená informace není vnitřní informací (resp. to po něm nebylo podle okolností možno žádat). V tomto případě by se adresát sdělení nestal (ani) sekundární zasvěcenou osobou a nedopadala by na něj povinnost mlčenlivosti.

Výjimka formulovaná v závěru třetího odstavce § 125 PKT komentovaného ustanovení by se tak týkala minimálního počtu případů. Informační povinnost při selektivním zpřístupňování informační povinnosti by se v praxi téměř neobjevila; zákonodárce by tak minul hlavní cíle, které zavedením této zvláštní publikační povinnosti sledoval, tj. vybudovat zábranu výběrovému zpřístupňování vnitřní informace. Zahrnutím všech zasvěcenců mezi „třetí osoby vázané povinností mlčenlivosti“ učiníme z § 125 odst. 3 PKT v podstatě mrtvý předpis.

---

<sup>227</sup> Typicky půjde o povinnost mlčenlivosti uloženou ustanovením § 26 zák. č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu.

<sup>228</sup> Která nemusí obsahovat sankční ustanovení typu smluvní pokuty.

<sup>229</sup> *Leuering, D.* Die Ad-hoc Pflicht aufgrund der Weitergabe einer Insiderfaktum. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2005, č. 1, s. 15. Obdobně *Schwintek, S.* Das Anleger-schutzverbesserungsgesetz. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag 2005, s. 37.

Nelze se ubránit pocitu, že sporná výjimka by dávala více smyslu v koncepci původní směrnice z roku 1989. Ta totiž rozlišovala mezi primárními a sekundárními zasvěceními v tom směru, že na druhou uvedenou skupinu se nevztahuje povinnost mlčenlivosti. Pro emitenta by to znamenalo jediné: vnitřní informaci by v souladu s § 125 odst. 3 povinně publikoval v případě, kdy by informace byla a) sdělena jiné osobě než primárnímu zasvěcení, b) na příjemce informace by se nevztahovala smluvní nebo zákonem uložená (zvláštními předpisy) povinnost mlčenlivosti.

V systému, který již ovšem nerozlišuje mezi oběma druhy zasvěcenců, zůstává znění výjimky záhadou. Řešení jsou možná (jak je patrné výše) dvě, obě však mají určité slabiny. Významnost celého sporu se projeví v těch situacích, kdy bude informace sdělena takové třetí osobě, která není vázána mlčenlivostí na základě zvláštních předpisů (myšleno jiného předpisu než ust. § 124 odst. 4 PKT) nebo smluvním ujednáním.

## **4. VEDENÍ SEZNAMŮ OSOB S PŘÍSTUPEM K VNITŘNÍM INFORMACÍM**

### ***4.1 SEZNAMY OSOB S PŘÍSTUPEM K VNITŘNÍM INFORMACÍM V EVROPSKÝCH SMĚRNICÍCH***

Vedení seznamů osob s přístupem k vnitřním informacím představuje relativní novinku v právní úpravě kapitálového trhu. Jak již bylo uvedeno ve stručném přehledu právní úpravy, vedení této zvláštní evidence předpokládá směrnice o zneužití trhu čl. 6 odst. 3 věta třetí. Podle něj mají členské státy vyžadovat, aby emitenti nebo osoby jednající jejich jménem nebo na jejich účet vypracovali seznam osob, které pro ně pracují, „ať už na základě pracovní smlouvy nebo bez ní“, a které mají přístup k vnitřním informacím. Emitenti a osoby jednající jejich jménem nebo na jejich účet mají tento seznam pravidelně aktualizovat a předávat příslušnému orgánu dohledu, kdykoli si jej vyžádá.

Podrobnější pravidla pro vedení evidence pak upravuje směrnice Komise 2004/72/ES, kterou se provádí směrnice o zneužití trhu. Emitenti nebo osoby jednající jejich jménem nebo na jejich účet mají vést seznamy osob, které pro ně „pracují na základě pracovní smlouvy nebo jiným způsobem a mají přístup k důvěrným informacím týkajících se přímo nebo nepřímo emitenta“. Vedení těchto seznamů je pojímáno jako nezbytné opatření k zajištění integrity trhu. Evidence potenciálních či skutečných zasloužených může sloužit emitentům a dalším povinným osobám ke kontrole toku vnitřních informací, což přináší také lepší zvládnutí jejich povinnosti mlčenlivosti. Navíc mohou tyto seznamy představovat pro příslušné orgány účinný nástroj při dohledu nad uplatňováním právních předpisů na ochranu proti zneužívání trhu. Podle tvůrců směrnice proto nezbytné, aby emitenti a příslušné orgány identifikovali vnitřní informace, ke kterým má přístup zasloužená osoba, a okamžik získání tohoto přístupu. Členské státy proto mají zajistit, aby seznamy zasloužených osob zahrnovaly všechny osoby, které mají



pravidelný nebo příležitostný přístup k vnitřním informacím týkajícím se přímo nebo nepřímo emitenta.

Dle textu směrnice mají seznamy zasvěcených osob uvádět alespoň: a) totožnost každé osoby, která má přístup k důvěrným informacím; b) důvod uvedení osoby do seznamu; c) datum vyhotovení seznamu a datum jeho aktualizace. Seznam zasvěcených osob má být také urychleně aktualizován, a) pokud dojde ke změně důvodu uvedení osoby do seznamu, b) pokud má být do seznamu doplněna nová osoba, c) pokud je třeba uvést, zda a kdy osoba zapsaná do seznamu pozbyla přístupu k příslušným informacím.

## 4.2 PŘEHLED PRÁVNÍ ÚPRAVY A JEJÍ CÍLE

Povinnost vést seznamy (potenciálně či skutečně) zasvěcených osob ukládá emitentům finančních nástrojů v českém právu § 125 odst. 4 PKT. Slovenskou obdobu najdeme v § 132c zákona č. 566/2001 Z. z., o cenných papírech a investičních službách<sup>230</sup>. V obou případech jde o zcela nové předpisy, které svým záběrem doposud neměly obdobu. České a slovenské právo v tomto ohledu není ničím výjimečné. I v daleko vyspělejších státech představuje povinnost vedení seznamů legislativní novum<sup>231</sup>. Pokud byla v minulosti normována povinnost vést seznamy zasvěcenců, týkala se obvykle obchodníků s cennými papíry a nikoliv samotných emitentů.

Na rozdíl od slovenské úpravy je ta česká o poznání stručnější. Důvod je nasnadě. PKT totiž předpokládá vydání prováděcího právního předpisu upřesňujícího podrobnější pravidla pro vedení seznamu osob, které mají

---

<sup>230</sup> Dále jen „SCenP“.

<sup>231</sup> V SRN byl příslušný předpis schválen v rámci zákona ke zlepšení ochrany investorů (*Anlegerschutz-verbesserungsgesetz*) s účinností ke dni 30. 10. 2004. Uvedený zákon novelizoval WpHG a doplnil do něj mj. ustanovení § 15b upravující seznamy zasvěcených osob (*Führung von Insiderverzeichnis*).

přístup k vnitřním informacím, včetně podrobností o tom, které osoby mají být vedeny v tomto seznamu (srov. § 126 odst. 7 PKT)<sup>232</sup>.

Předpoklad tvůrců českého PKT byl brzy naplněn, když podrobnější pravidla pro vedení seznamu emitentů přinesla prováděcí vyhláška č. 536/2004 Sb. (srov. § 7–8 citované vyhlášky<sup>233</sup>). S účinností k 1. květnu 2007 byla vyhláška novelizována, a to mj. právě v oblasti týkající se vedení seznamů osob s přístupem k vnitřním informacím<sup>234</sup>. V roce 2009 však byla vyhláška nahrazena novým předpisem stejné právní síly – vyhl. č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparenci. Nový předpis opět přinesl změny v oblasti vedení seznamů osob s přístupem k vnitřním informacím. Ust. § 125 odst. 4 PKT ukládá emitentům, aby zajistili vedení seznamů osob, které mají přístup k vnitřním informacím emitenta. Současně má emitent poskytnout seznamy bez zbytečného odkladu České národní bance v případě, že o to tento orgán dohledu požádá. Emitentovi, který nedodrží povinnost vést seznam, příp. neposkytne seznam orgánu dohledu, hrozí sankce až ve výši 10 mil. Kč<sup>235</sup>.

Emitent nově vede seznam zvláště ke každé vnitřní informaci.

Vedení seznamů představuje zvláštní povinnou vnitropodnikovou prevenci před zneužitím vnitřních informací. Vedení seznamů je tak do jisté míry chápáno jako (vynucená) součást systému dohledu nad kapitálovým trhem. S určitou nadsázkou lze říci, že zákonodárce předsunul jeden z prvků státního dohledu (a to evidenci potenciálních delikventů) přímo mezi dozorované osoby.

Na toto povinné preventivní opatření pak mohou efektivně navazovat i opatření dobrovolné a samoregulační povahy. Namátkou může jít např.

---

<sup>232</sup> Podobně postupoval německý zákonodárce, když k vydání příslušného prováděcího předpisu zmocnil ministerstvo financí, které může tuto pravomoc dále delegovat přímo na orgán dozoru BaFin.

<sup>233</sup> Dále bude v této kapitole citována jako „prováděcí vyhláška“.

<sup>234</sup> Vyhl. č. 92/2007 Sb.

<sup>235</sup> Srov. blíže § 162 odst. 4 PKT ve vazbě na § 162 odst. 8 písm. b) PKT. Nelze si odpustit poznámku o nesmyslnosti takových částek, které ve finále orgán dozoru stejně neuloží. Za příklad nám může posloužit např. úprava německá, která za nesplnění povinností vést seznamy osob s přístupem k vnitřním informacím předpokládá pokutu do výše 50.000 €, srov. § 30 WpHG),

o zpracování tzv. *restricted lists*, tj. seznamů finančních nástrojů, se kterými emitent, resp. jeho zaměstnanci z preventivních důvodů nebudou obchodovat.

Ustanovení § 125 odst. 4 PKT plní několik funkcí<sup>236</sup>. Předně plní funkci organizační. Sestavení přehledu osob s přístupem k vnitřním informacím umožňuje v rámci korporace lépe kontrolovat toky vnitřních informací a tím i efektivněji zajistit povinnost mlčenlivosti o vnitřních informacích<sup>237</sup>. Umožňuje také emitentovi seznámit primární zaslávence jako potenciální narušitele s povinnostmi stanovenými právními předpisy pro nakládání s vnitřními informacemi a příslušnými sankcemi.

Zařazení do seznamu má pro zaslávenou osobu jistě význam disciplinární a preventivní. Zápis do seznamu totiž není volnou vstupenkou do jinak zapovězené arény zasláveneckých transakcí. Poněkud nadbytečně to připomíná preambule směrnice 2004/72/ES.<sup>238</sup>

Evidence nezavazuje zaslávenou osobu primárních povinností a zákazů, které s jejím informačním privilegiem souvisí, tj. mj. zákazu využití informace a předání doporučení či povinnosti mlčenlivosti. Odstrašující efekt seznamu znásobuje skutečnost, že osoby evidované v seznamu mají také projít příslušným proškolením o dopadech protiprávního chování ve vztahu k vnitřním informacím. Právě uvedenou povinnost lze považovat za jeden z největších přínosů seznamu.

S tím souvisí i třetí zamýšlená funkce, kterou je efektivnější prosazení práva. Předpis má České národní bance umožnit efektivnější dozor nad zasláveneckými operacemi. Orgán dohledu má téměř okamžitý přístup k aktuálnímu okruhu potenciálních narušitelů.

---

<sup>236</sup> Dle *Sethe, R.* in *Assmann, H. Schneider, U.* Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2005, 3. vydání, s. 687.

<sup>237</sup> Srov. § 124 odst. 4 písm. c) PKT.

<sup>238</sup> V bodu 6 se mj. uvádí, že „přístup osob uvedených na seznamu k důvěrným informacím týkajícím se přímo nebo nepřímo emitenta nijak neovlivňuje jejich povinnost zdržet se obchodování zaslávených osob na základě jakékoli důvěrné informace podle definice směrnice 2003/6/ES“.

### 4.3 POVINNÉ OSOBY

Povinnost vést seznam se dle české právní úpravy vztahuje na emitenty investičního nástroje nebo jiného nástroje, 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.

V případě, že k přijetí finančního nástroje došlo bez žádosti či s nesouhlasem emitenta, je emitent povinnosti vést seznamy ze zákona zproštěn. Jinak, než předpokládají evropské směrnice (směrnice o zneužití trhu<sup>239</sup>), omezuje česká právní úprava povinnost k vedení seznamů pouze na emitenty. Evropská úprava ale předpokládá, že mezi osoby povinné k vedení seznamů budou patřit i osoby jednající jménem emitenta nebo na jejich účet. V anglickém znění jde o „*person acting on their behalf or for their account*“<sup>240</sup>.

Je sporné, zda tedy české právo dostalo požadavkům směrnice. Lze dospět i k závěru, že směrnice byla nesprávně transponována, přičemž zdrojem je spíše jazykové nedorozumění. Neprovedení transpozice může spočívat v nesprávné interpretaci směrnice. Tvůrci předpisu patrně<sup>241</sup> vyšli ze (zdánlivé) nadbytečnosti uvedeného textu, který jakoby potvrzoval jen možnost, že by seznam mohl vést pro emitenta v rámci poskytování služeb např. jeho advokát<sup>242</sup>, resp. jakákoliv jiná pověřená osoba. Explicitní zmínka pak možná tvůrci českého transpozičního předpisu přišla nadbytečná. Tak tomu podle mého názoru není.

Nezdařená transpozice má nicméně jeden pozitivní efekt. Ušetřili jsme si (alespoň prozatím, než nakonec vyhovíme požadavku komunitárního prá-

<sup>239</sup> Směrnice 2004/72/ES se již zaměřuje toliko na obsah seznamu a povinné osoby neřeší.

<sup>240</sup> Ve francouzském znění „*des personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci*“.

<sup>241</sup> V důvodové zprávě není odklon od směrnice jakkoli reflektován. Na druhé straně pokus o nápravu novelou prováděcí vyhlášky (vyhl. č. 92/2007 Sb.), svědčí spíše pro závěr, že jde o nedopatření. K tomu viz dále.

<sup>242</sup> I při této interpretaci by ovšem zůstával nemyslný odkaz na komisionáře, kteří pouze jednají na účet emitenta a seznamy by tak vedli svým jménem.

va), nejasnosti vyvolané osobní působností příslušné normy. Znění ve směrnici je totiž dosti vágní a působí značné výkladové obtíže<sup>243</sup>.

Osoby jednající jménem nebo na účet emitenta mají podle mého názoru vést svou vlastní evidenci, kterou označují jako sekundární. Výčet povinných subjektů v PKT není alternativní nýbrž kumulativní<sup>244</sup>. V praxi zemí, které transponovaly směrnice lépe, než tak učinila Česká republika, se vyskytnou případy, kdy určitý subjekt povede více seznamů, jeden primární a teoreticky i více sekundárních. Z primární evidence orgán dohledu získá přehled o osobách s přístupem k vnitřní informaci samotného emitenta; takto např. banka povede seznam svých zaměstnanců a dalších dotčených osob. Současně však stejná banka povede sekundární evidenci svých zaměstnanců (příp. dalších relevantních osob), kteří např. vykonávají poradenství u určitého emitenta finančních nástrojů.

Tvůrci německého § 15b WpHG povinné subjekty normovali konformně se směrnici („...*Emittenten nach § 15 Abs. 1 Satz 1 oder Satz 2 und in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen...*“). Podobně slovenská úprava v § 132c odst. 1 CenP stanoví následující: „*Emitent alebo osoby konajúce v jeho mene alebo na jeho účet sú povinné zostaviť a viesť zoznam osôb pracujúcich pre nich na základe pracovnoprávneho vzťahu alebo iného právneho vzťahu, ktoré majú prístup k dôverným informáciám. Emitenti a osoby konajúce v ich mene alebo na ich účet sú*

---

<sup>243</sup> Srov. např. *Seidle, R., Waldeck, W. M.* Die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen unter dem Blickwinkel der informationellen Selbstbestimmung. Wertpapiermitteilungen, 2005, č. 19 s. 869an.

<sup>244</sup> Uvedený nedostatek jakoby si zákonodárce dodatečně uvědomil, když vyhláška po novele požaduje, aby v seznamech osob byli uvedeni ti, kdož vykonávají pro emitenta činnost na základě smlouvy, zejména poskytující emitentovi poradenské či právní služby a dále (ve znění doplněné právě novelou vyhlášky) osoby, které jsou zaměstnanci nebo jinými osobami, které mají u výše uvedené osoby přístup k vnitřním informacím. Uvedené řešení tedy jakoby přesouvá problém vzniklý nezahrnutím dalších osob (myšleno do výčtu subjektů povinných vedením seznamu) na emitenta, který má evidovat i zaměstnance případně jiné osoby s přístupem k vnitřním informacím. Funkce sekundárních seznamů ovšem nemůže zcela převzít primární seznam, a to již z důvodů personálních. Z dlouhodobého pohledu je tedy toto provizorní řešení neudržitelné, když bude třeba rozšířit výčet povinných subjektů.

*povinné tento zoznam aktualizovať.*“ Evidenci tak podle obou úprav<sup>245</sup> mají vést i další osoby jednající v zájmu emitenta; tvůrci obou předpisů se na rozdíl od svého českého protějšku nespokojili pouze s existencí primárního seznamu.

Ve světle výše uvedeného lze tedy konstatovat, že česká úprava v PKT patrně nepředstavuje plnou transpozici evropské směrnice o zneužití trhu. Nezařazení osob jednajících jménem či na účet emitenta znamená, že seznamy zatím nepovedou osoby, které nejsou v pracovním vztahu vůči emitentovi, ale jednají v jeho zájmu např. na základě mandátních a komisionářských smluv<sup>246</sup> a v souvislosti s touto činností se k nim dostávají vnitřní informace.

Jak jsem již uvedl výše, absence úpravy sekundárních seznamů je ale velkou příležitostí pro českého zákonodárce. Formulace ve směrnici totiž není jednoznačná a mnohé otázky, které jsou diskutovány v ostatních zemích EU, bychom si mohli ušetřit citlivější a promyšlenější úpravou. Leccos by tedy zákonodárce mohl napravit při (dodatečné) transpozici. Výkladové obtíže zemí, které transponovaly směrnici v naznačeném směru, nám přitom mohou posloužit jako určitý negativní vzor.

Jaké „ozvěny negativní budoucnosti“ nám tedy skýtá např. pohled na německou úpravu a její interpretaci? Výše jsem uvedl, že povinnost normovaná ustanovením § 15b WpHG míří kromě emitentů také na osoby, které jednají pro emitenty „*in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung*“, tj. v jeho pověření nebo na jeho účet. Tím automaticky vypadávají např. soudy, orgány činné v trestním řízení apod., neboť u nich nelze dovodit jednání v zájmu emitenta.

---

<sup>245</sup> Na tuto skutečnost však slovenský zákonodárce jakoby zapomněl, když formuloval ust. § 132c odst. 4 zákona o cenných papírech. Podle citovaného ustanovení „*zoznam podľa odseku 1 je emitent povinný uchovávať počas piatich rokov tak, aby bolo možné spätne určiť všetky zápisy a aktualizácie za obdobie posledných piatich rokov od poslednej aktualizácie*“. Na osoby jednající jménem nebo na účet emitenta se při formulaci archivní povinnosti jaksi pozapomnělo.

<sup>246</sup> Při výkladu evropské směrnice bychom se samozřejmě neměli omezovat na pojmenované smluvní typy.

Při pozitivním vymezení německý BaFin v jednom ze svých materiálů hovoří jednoduše o poskytovatelích služeb (*Dienstleister*), což je ovšem velmi široký okruh subjektů. Neurčitost právní úpravy (resp. závěrů jejich autentických vykladačů) je předmětem kritiky.

Předně je třeba vyjít z toho, že nepůjde pouze o osoby působící na základě mandátních či komisionářských smluv. Takový paušální závěr by byl velmi unáhlený a často i nesprávný. Ne každá osoba, která působí pro emitenta na základě uvedených smluvních typů, je automaticky povinna vést sekundární seznam osob s přístupem k vnitřním informacím. A platí to i naopak, neboť osoby působící pro emitenta na základě jiných vztahů mezi povinné subjekty patřit budou. Možnost získat vnitřní informaci totiž není vázána na činnost v rámci určitých smluvních typů, ale obecně na vztah emitenta a osoby, která mu poskytuje službu.

Jestliže je záměrem zákona prevence využití vnitřních informací, je na místě restriktivní výklad v tom směru, že vést evidenci budou pouze ty osoby jednající jménem nebo na účet emitenta, které na základě své činnosti typicky získávají přístup k vnitřním informacím a působí (buď výlučně anebo také) ve prospěch emitenta.

Ilustrativní v tomto ohledu může být pohled např. do německé praxe, příp. odborné literatury. Jako příklady osob, které povedou svoji vlastní sekundární evidenci, jsou uváděni advokát, daňový poradce emitenta nebo notář<sup>247</sup> a dále pak např. tiskárna (pokud tiskne např. prospekty akcií emitenta) či překladatelská agentura (pokud překládá např. důvěrné návrhy

---

<sup>247</sup> Ke zvláštní situaci došlo u auditorů (*Wirtschaftsprüfer*). Tvůrci novely WpHG je totiž vyloučili z okruhu povinných osob. Podle důvodové zprávy tím mělo být učiněno zadost čl. 12 odst. 3 směrnice o zneužití, která stanoví, že „tento článek se použije, aniž jsou dotčeny vnitrostátní právní předpisy o profesním tajemství“. S tímto odůvodněním bychom ovšem museli obdobně postupovat např. i u advokátů a zbavit je břemena vést sekundární seznamy osob s přístupem k vnitřním informacím. V každém případě platí výjimka pouze v případě, kdy auditor působí při ověření účetní závěrky (*Abschlussprüfung*), tj. na bázi obdobné naší smlouvě o kontrolní činnosti. Je-li však – v zájmu emitenta – auditorem poskytována jiná činnost, např. poradenství, výjimka neplatí a auditor je povinen vést svůj vlastní seznam (*Sethe, R. in Assmann, H. Schneider, U. Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2005, 4. vydání, s. 699; shodně Schneider, U. H., Buttlar, J. Die Führung von Insider-Verzeichnissen: Neue Compliance-Pflichten für Emittenten. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2004, č. 35, s. 1624).*

smluv apod.). Naopak vést seznamy nebudou dodavatelé a odběratelé, u kterých obecně nemůžeme dovodit, že jednají v zájmu emitenta.

Spory panují u bank a osob, jejichž předmětem podnikání je hodnocení kvality investičního nástroje nebo účastníka kapitálového trhu, tj. ratingových agentur. Schneider s Buttlerem<sup>248</sup> neřadí financující bankovní ústavy mezi osoby povinné vést sekundární seznamy, pokud nejednají v zájmu emitenta. To nebude sporné např. u vztahů z běžného účtu, jenž je běžným bankovním obchodem, ve kterém banka realizuje své vlastní zájmy. Stejně tak tomu bude u ratingové agentury, která hodnotí emitenta na základě zadání třetí osoby, třeba potenciálního investora (tzv. *unsoliciting rating*).

Budou ovšem situace, kdy např. banka rozsahem svých služeb překročí rozsah běžných bankovních operací a bude působit v zájmu emitenta přímo v jeho sféře. Mezi takové služby bude patřit např. již několikrát zmiňované poradenství. U ratingové agentury by pak šlo např. o vnitřní rating objednaný samotným emitentem.

Někde uprostřed mezi oběma příklady se ale nachází úvěrový obchod. Formálně jde o běžnou obchodní operaci banky a také německý orgán dohledu (BAFIN) konstatuje, ovšem bez bližší argumentace, že samotný úvěrový obchod s emitentem nezakládá bance povinnost vést seznamy ve smyslu § 15b WpHG. Uvedený závěr nemusí znít dvakrát přesvědčivě: banka se totiž v rámci prověřování úvěruschopnosti emitenta může dostat k citlivým informacím.

Na druhou stranu můžeme v českém právu konstatovat, že pokud se týká prověřování klienta, jde o postup, který banka činí ve svém vlastním zájmu. Nejde tedy o činnost pro emitenta, což by banku mohlo vylučovat z okruhu subjektů povinných vést seznam<sup>249</sup>. V praxi ovšem lze očekávat spíše opatrný přístup banky, která seznam v pochybnostech povede.

---

<sup>248</sup> Schneider, U. H., Buttler, J. Die Führung von Insider-Verzeichnissen: Neue Compliance-Pflichten für Emittenten. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2004, č. 35, s. 1624.

<sup>249</sup> Srov. také ust. § 7 písm. d) prováděcí vyhlášky, které by se pro tyto účely mělo jevit jako postačující.



## 4.4 VEDENÍ SEZNAMŮ

### 4.4.1 Zapisované osoby

V seznamu mají být uvedeny všechny osoby (fyzické i právnické<sup>250</sup>), které mají přístup k vnitřním informacím emitenta a současně jsou a) orgány, resp. členy orgánů emitenta, b) jeho zaměstnanci, c) vykonávají pro emitenta činnost na základě kontraktu (jak exemplárně uvádí vyhláška, půjde typicky o osoby poskytující emitentovi poradenské či právní služby) a d) jsou zaměstnanci nebo jinými osobami, které mají u osoby sub c) přístup k vnitřní informaci.

Posledně jmenovaný okruh osob zavedla již novela dřívější vyhlášky<sup>251</sup> pak zavedla s účinností od 1. května 2007 povinnost evidovat i osoby, které u posledně uvedené skupiny mají přístup k vnitřním informacím; v dikci vyhlášky „...jsou zaměstnanci nebo jinými osobami, které mají u osoby podle písm. c) přístup k vnitřním informacím“. Stejnou povinnost pak převzala i aktuální vyhláška č. 234/2009 Sb. Tato změna částečně zmírňuje transpoziční nedostatek spočívající v omezení povinných subjektů na emitenty, když seznamy zatím nemusí vést osoby jednající jeho jménem či na jeho účet, a částečně tím přenáší vedení žádoucího sekundárního seznamu na emitenta. Na druhou stranu faktické vedení sekundárního seznamu samotným emitentem bude mít nutně určité nevýhody a nedostatky. Bez potřebné součinnosti osoby, která u emitenta vykonává „činnost na základě smlouvy“ (a která není *de lege lata* osobou povinnou vést vlastní sekundární seznam), nebude evidence odrážet realitu. Jistě lze mít za to, že např. většinu zaměstnanců poradenské společnosti emitent sám pozná v rámci jejich činnosti přímo u něj. V rámci komplexního poradenství mohou být angažováni pro emitenta „neviditelní“ specialisté. Bez příslušné kooperace, tj. ohlášení, sdělujícího jejich identitu a další nutné údaje, se emitent o jejich existenci, jakož i o jejich přístupu k vnitřní informaci, nemusí nikdy dozvě-

---

<sup>250</sup> Díky tomu bude mít ČNB přehled (poté, co bude transponována směrnice o zneužití trhu) o osobách, které by měly vést své vlastní sekundární seznamy.

<sup>251</sup> Vyhl. č. 92/2007 Sb.

dět. V seznamu je proto, a to nikoliv vlastní vinou, pomine<sup>252</sup>. Je pak otázka, zda můžeme vůbec tento závadný stav přičítat emitentovi, který učinil vše proto, aby seznam zahrnoval i tyto externí subjekty.

#### 4.4.2 Vedené údaje

Okruh údajů evidovaných v seznamu stanoví vyhláška formou odkazu na formulář, jehož struktura je uvedena v příloze č. 12 vyhlášky. Z obsahu formuláře pak zjišťujeme následující: Elektronický formulář obsahuje zejména a) jedinečnou identifikaci informace, případně jedinečnou identifikaci původní informace a obsah a důvody oprav, b) identifikaci osoby emitenta, c) stručný název vnitřní informace, ke které je seznam veden, d) jedinečnou identifikaci vnitřní informace, ke které je seznam veden, e) datum, kdy byla zaslána České národní bance vnitřní informace nebo oznámení o odkladu uveřejnění vnitřní informace, f) datum, ke kterému je seznam sestaven, identifikaci osoby, která má přístup k vnitřní informaci, g) důvod uvedení této osoby v seznamu, datum a čas získání přístupu k vnitřní informaci, h) identifikaci osoby, pro kterou osoba, která má přístup k vnitřní informaci, provádí svou činnost, případně ch) informace o tom, že se jedná o aktualizaci seznamu a datum a důvod aktualizace, doplňující informace a identifikaci kontaktní osoby.

Všechny uvedené údaje představují jakési minimum (srov. dikci „seznam obsahuje zejména...“). Bude tak na emitentovi, zda se souhlasem subjektu údajů<sup>253</sup> připojí i další informace, které uzná za vhodné. Jak jsem již uvedl výše, vyhláška nově požaduje uvedení konkrétní vnitřní informace, nikoli pouze jejich okruhu, jako tomu bylo dříve. Odpadají tak diskuse nad tím, jak dále členit seznam podle druhu evidovaných vnitřních informací - prvotní klasifikace bude dána dle konkrétních evidovaných informací. Vzhledem k tomu, že seznam bude povinně veden elektronicky, nebude orientace v takto vedených databázích nijak složitá.

---

<sup>252</sup> Obdobně potíže řeší německá úprava u poučovací povinnosti, kde zákonodárce rovněž opomenul osoby jednající jménem nebo na účet emitenta (viz k tomu dále).

<sup>253</sup> Srov. § 5 odst. 2 zák. č. 101/2001 Sb., o ochraně osobních údajů.

#### 4.4.3 Způsob vedení seznamu, jeho aktualizace a archivace

Na rozdíl od jiných právních řádů nepřipouští česká úprava vedení seznamu v listinné podobě; přípustná je pouze ta elektronická. Pro takové omezení jsou racionální důvody, v praxi se přednostně oznamuje elektronicky. Databáze je nutně dynamická, jinak by ztratila při jakékoliv změně svůj smysl. Emitent je povinen bez zbytečného odkladu provést aktualizaci seznamu, dojde-li ke změně evidovaných údajů, má-li být na seznam doplněna další osoba, či jestliže některá z osob uvedených v seznamu ztratí status osoby s přístupem k vnitřním informacím. Aktualizace se tedy provádí *ad hoc*, podle toho, kdy nastane některá z výše uvedených skutečností.

Nepostačí periodicky prováděná aktualizace (samozřejmě pokud není ona perioda jednodenní, což snad nebude pravidlem). Není také třeba evidovat banality typu dovolené zapisované osoby či její krátkou nemoc<sup>254</sup>. Seznam uchovává emitent alespoň po dobu pěti let od jeho vytvoření, resp. pět let od každé jeho aktualizace<sup>255</sup>. Uvedená lhůta se jeví jako zcela dostatečná.

### 4.5 POUČOVACÍ POVINNOST

Prováděcí evropská směrnice ukládá v čl. 6 členským státům zajistit, aby „osoby, které sestavují seznamy zasvěcených osob, přijaly nezbytná opatření, aby každá osoba uvedená v seznamech a mající přístup k důvěrným informacím znala právní a správní povinnosti, které pro ni vyplývají, a byla vyrozuměna o sankcích spojených se zneužitím nebo nedovoleným oběhem těchto informací“.

Česká úprava má v tomto ohledu k dokonalosti daleko. Nelze vůbec hovořit o tom, že by uvedené ustanovení směrnice bylo transponováno do čes-

---

<sup>254</sup> Ostatně ani tyto okolnosti nebrání příslušným osobám zneužít vnitřní informace.

<sup>255</sup> Srov. čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/72/ES.

kého práva. Z ne zcela zřejmých důvodů totiž PKT o této zvláštní poučovací povinnosti neuvádí nic a celou věc tak přenechává prováděcí vyhlášce<sup>256</sup>.

Zmocňovací ustanovení § 125 odst. 7 CenP ovšem vydání takové vyhlášky nepředpokládá. Vyhláška pak stanoví sama o osobě práva a povinnosti a nemůže proto projít testem souladnosti se zásadou ukládání povinností pouze na základě zákona, jak je obsažena v čl. 2 odst. 3 a zejména v čl. 4 odst. 1 Listiny. Závěr je pak zřejmý; poučovací povinnost osob vedených v seznamech se v českém právu jeví jako fakticky nevyhmatelná a s jejím nesplněním není spojena žádná sankce. Spolu s nedostatečným určením okruhu osob povinných vést seznam osob s přístupem k vnitřním informacím, tak jde o druhý transpoziční prohřešek. Poučovací povinnost musí být *de lege ferenda* normována přímo v PKT. Je škoda, že toto nedoplnění nenapravila technická novela PKT v roce 2009.

Tato změna by podle mého názoru měla proběhnout současně s rozšířením povinných subjektů o osoby jednající jménem či na účet emitenta. I oni tedy budou povinni vést své vlastní (sekundární) seznamy a osoby v nich evidované budou povinni poučit ve stejném rozsahu jako emitent<sup>257</sup>.

Školení by mělo zapisované subjekty seznámit s povinnostmi, které vyplývají z jejich přístupu k vnitřním informacím, a také s důsledky případného protiprávního chování. O konkrétním způsobu takového proškolení nestanoví vyhláška nic zvláštního. Netrvá např. na písemném potvrzení evidovaných osob o proběhnutším semináři. Nevyžaduje se ani opakování či aktualizace poskytnutých informací (a to ani při významné změně právní

---

<sup>256</sup> Ust. § 8 odst. 6 ukládá vyhláška emitentovi, aby zajistil, že osoby uvedené v seznamu budou „seznámeny s povinnostmi stanovenými touto vyhláškou nebo jinými právními předpisy pro nakládání s vnitřními informacemi a sankcemi, které právní předpisy spojují se zneužitím nebo neoprávněným rozšiřováním vnitřních informací“.

<sup>257</sup> K zajímavé situaci došlo v SRN, když redakční chybou byly tyto osoby opomenuty při stanovení poučovací povinnosti (*Aufklärungspflicht*). BaFin se to snažil napravit tím, že ukládá tuto povinnost emitentovi, což je ovšem velmi sporné a oprávněně vyvolává kritiku (Sethé, R. in Assman, H. Schneider, U. Wertpapierhandelsgesetz. Köln: C. H. Beck 2005, 4. vydání, s. 713). Delegací poučovací povinnosti na emitenta je sice dosaženo žádoucího účinku, ovšem čl. 5 odst. 5 směrnice 2004/72/ES předpokládá poučení ze strany emitenta i osob jednajících jeho jménem či na jeho účet. Z důvodů uvedených výše je navíc tento přenos poučovací povinnosti nevhodný.

úpravy). Poučení musí být poskytnuto každé evidované osobě při jejím zápisu do seznamu. Pokud v mezidobí došlo k výmazu určité osoby ze seznamu a poté k jejímu opětovnému zápisu (jde např. o osobu s nepravdělným přístupem k vnitřním informacím či o osobu, která vystřídala v rámci emitenta několik oddělení s různým přístupem k vnitřní informaci), není již potřeba znovu plnit poučovací povinnost.

Podpůrný školící manuál pro evidované osoby vydal např. německý BaFin. Výsledek je ovšem spíše odstrašující, neboť materiál je v podstatě jen shrnutím právní úpravy a pro neprávnický je tak jen těžko stravitelný. Vzorový materiál tak působí spíše jako odstrašující příklad.

#### **4.6 NÁKLADY NA VEDENÍ SEZNAMŮ A PŘEHODNOCENÍ PRÁVNÍ ÚPRAVY**

Bohužel ze strany tvůrců evropské předlohy nebyly předloženy žádné analýzy kalkulující alespoň odhadem náklady spojené s vedením seznamů a plněním souvisejících povinností, ať již ze strany emitentů, nebo jiných povinných osob. Stejně tak neexistuje odhad přínosů seznamů, optimistické očekávání bazíruje pouze na intuitivním odhadu. Je zřejmé, že vedení evidence spojené s vnitřními informacemi způsobí dodatečné a nezanedbatelné výdaje. Třebaže nepůjde o astronomické částky a jistě nepůjde o náklad, který by byl pro emitenta motivem pro opuštění trhu (*delisting*), nelze je podceňovat.

Seznamy nejsou statické, ale je třeba je udržovat a pravidelně aktualizovat. K jejich vedení bude zapotřebí kvalifikované pracovní síly. Svě si vyžádá i splnění výše uvedené poučovací povinnosti. Osoby, jež vedou seznamy, jsou povinny seznámit evidované osoby s povinnostmi stanovenými právními předpisy pro nakládání s vnitřními informacemi a sankcemi, které právní předpisy spojují se zneužitím nebo neoprávněným rozšiřováním vnitřních informací. Ne všechny členské státy postupovaly jako český zákonodárce, který vinou vadné transpozice provozovatele seznamů této informační povinnosti prozatím ušetřil.

V seznamu bude figurovat, zvláště u větších společností, značné množství osob. Bývá sice někdy argumentováno tím, že každá vnitřní informace musí být publikována (srov. § 125 odst. 1 PKT), takže se tím okruh evidovaných osob značně sníží. Tuto argumentaci nelze považovat za přesvědčivou. Okolnost, že vnitřní informace byla v souladu s právní úpravou okamžitě uveřejněna, ještě neznamená, že nemusely být evidovány osoby, které získaly k této informaci přístup (i ve velmi krátkém mezidobí teoreticky mohly realizovat obchod s dotčeným finančním nástrojem). Navíc vnitřní informace evidované v seznamu mohou být vymezeny obecněji a do budoucna jako specifikovaný okruh informací.

Vedení seznamů představují další byrokratickou zátěž emitentů. Zda tyto náklady můžeme od povinných osob oprávněně žádat a zda tedy nepřevažují negativa právní úpravy nad pozitivy, bude otázkou budoucího vývoje. Případné přehodnocení povinnosti vést seznamy by samozřejmě muselo proběhnout na evropské úrovni. Ideálním odůvodněním současného řešení může být např. větší úspěšnost orgánu dohledu při odhalování zneužití vnitřních informací na kapitálovém trhu.

## ZÁVĚRY

1. Transakce s nástroji za kurzy, které nejsou výsledkem vnímání všech významných informací o hospodářském a finančním stavu emitenta, je třeba z hlediska řádného obchodování s dotčenými nástroji považovat za nepřijatelné. Prostor bez relevantních informací je plný entropie. Přeroste-li tato neurčitost určitou mez, může poškodit méně informované investory a ve svém důsledku narušit důvěru v kapitálový trh. Dostatečný přísun informací veřejnosti posiluje integritu trhu.

Uveřejnění relevantních informací však nezajišťuje toliko transparentní trh a řádnou tvorbu kurzů. Působí také jako ideální prevence před nedovoleným využitím vnitřních informací. Zužuje okruh potenciálních zavsvecců a omezuje dobu, během níž může dojít ke zneužití informace. Uvedené pozitivní efekty informací (transparentnost trhu, prevence před nedovoleným využitím vnitřních informací) se mohou projevit jenom v případě, že jsou informace srozumitelným a nenákladným způsobem zpřístupněny veřejnosti.

Periodická publicita nebude nikdy schopna poskytnout investorovi kontinuální přísun informací, který by byl efektivní prevencí před využitím vnitřních informací. To může zajistit průběžná informační povinnost nastupující *ad-hoc*.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu proto ukládá emitentovi finančního nástroje, aby neprodleně a způsobem umožňujícím dálkový přístup uveřejnil každou vnitřní informaci, která se ho přímo týká. V souladu s čl. 6 směrnice o zneužití tedy nebude publikována každá vnitřní informace, nýbrž pouze ta, která má bezprostřední vztah k emitentovi.

Formální podmínky uveřejnění informace stanoví prováděcí vyhláška. Rozlišuje primární a sekundární formy publikace. Hlavní publikaci představuje zpřístupnění vnitřní informace na internetových stránkách emitenta. Emitent je dále povinen zajistit „vedlejší“ uveřejnění na finančním serveru, který aprobuje ve svém Věstníku orgán dohledu. Vyhláška nabízí emitentovi alternativu k sekundární publikaci: publikace prostřednictvím informační agentury (viz blíže § 20 vyhlášky).

Emitent, který má za povinnost uveřejnit vnitřní informaci, jež se jej přímo týká, může za určitých podmínek odložit její publikaci. Odklad je možný toliko za kumulativního splnění tří podmínek: a) musí k němu být závažné důvody, b) neuveřejněním informace nesmí být veřejnost klamána a c) emitent je schopen zajistit důvěrnost této informace. O odkladu na rozdíl od minulé úpravy rozhoduje samotný emitent. Orgán dohledu je o odkladu toliko informován.

„Závažné důvody“ pro odklad nejsou v zákoně ani v prováděcí vyhlášce přímo definovány. Obecně půjde o takové okolnosti, na základě nichž lze dospět k závěru, že zájmy emitenta na utajení vnitřní informace převažují nad kontradiktorními zájmy veřejnosti na její úplné a rychlé publikaci.

Jisté zpřesnění přináší prováděcí vyhláška, která ilustruje „závažné“ důvody dvěma příklady (probíhající jednání směřující zpravidla k sanaci emitenta, víceúrovňové rozhodovací procesy), aniž by tím tedy vylučovala další „nepojmenované“ závažné důvody.

Druhým příkladem závažných důvodů jsou „rozhodnutí učiněná nebo smlouvy sjednané vedoucím zaměstnancem nebo orgánem emitenta, k jejichž účinnosti je třeba schválení jiným orgánem emitenta, jestliže by uveřejnění vnitřní informace před tímto schválením spolu se současným prohlášením, že rozhodnutí či smlouva dosud schváleny nebyly, ohrozilo správné posouzení vnitřní informace ze strany investorů“.

Tvůrce předpisu zde formuluje podmínky odkladu jako určitou prevenci před klamáním veřejnosti, kterou má zajistit emitent. V oblasti, která je určitým ústupkem emitentovi, jenž „může odložit uveřejnění“ vnitřní informace, která se jej bezprostředně týká, se tím objevuje cizorodý prvek: ochrana zájmů veřejnosti.

Požadavek vyhlášky je sporný i věcně. Celou otázku bude nutno posoudit podle dvou aspektů: podle toho, jak bude běžný investor hodnotit (prozatímní) absenci rozhodnutí dalšího či dalších orgánů emitenta, a podle konstelace vztahů mezi představenstvem a příslušným orgánem.

Objektivní podmínkou odložení publikace je dále předpoklad, že veřejnost pozdržením nebude klamána. Při odložení publikace vnitřní informace ovšem kurz nikdy není odrazem všech relevantních informací – chybí ty vnitřní. Pokud ovšem bylo smyslem právní úpravy dát emitentovi možnost ze závažných důvodů odložit publikaci vnitřní informace, bude výše uve-



dená „klamavost“ akceptovaným důsledkem pozdržení publikace a kritéria klamavosti bude třeba hledat jinde.

Při odkladu publikace vnitřní informace je emitent povinen zajistit kontrolu přístupu k informaci zavedením „účinných opatření k zabránění přístupu k vnitřní informaci jiným osobám, než které vnitřní informaci nezbytně potřebují k řádnému výkonu svých funkcí v rámci emitenta“. Požadavek na omezení přístupu k vnitřní informaci na „nezbytnou potřebu“ v rámci výkonu funkce u emitenta je v rozporu s prováděcí směrnicí a může kolidovat se zákonnou úpravou povinnosti mlčenlivosti o vnitřní informaci v § 124 odst. 5 PKT.

Emitent má současně podniknout opatření nezbytná k tomu, aby každá osoba s přístupem k vnitřní informaci byla poučena o povinnostech plynoucích z právních předpisů ve vztahu k vnitřní informaci a o sankcích spojených se zneužitím či neoprávněným šířením vnitřní informace. Osoby s přístupem k vnitřní informaci emitenta jsou ovšem vedeny v seznamu dle § 125 odst. 4 PKT a poučení se jim dostává již na základě tohoto faktu. Citovaná povinnost se tak jeví jako duplicitní.

Emitent je povinen uveřejnit informaci neprodleně poté, co odpadne některá z podmínek odkladu anebo bude porušena důvěrnost vnitřní informace. V mezidobí ovšem může dojít k její změně. Ztotožňuji se se stanoviskem, že publikována má být aktuální informace; publikací archivních verzí informace by mohla být veřejnost klamána.

Speciální pravidla upravují publikaci vnitřních informací ve vazbě na sdělení třetím osobám. Pro případ, že by se informace dostala ke třetí osobě skrze reprezentanty emitenta, ukládá předpis emitentovi souběžnou či alespoň neprodlenou následnou publikaci vnitřní informace. Výjimka se uplatní v těch případech, kdy je třetí osoba vázána povinností mlčenlivosti vyplývající z právních předpisů nebo smluvního ujednání.

Právní úprava se zde již nominálně neomezuje toliko na vnitřní informaci, která se ho „přímo týká“. Stejně postupuje i směrnice o zneužití, která opomíjí limitující faktor bezprostředního vztahu k emitentovi. Je otázkou, zda na základě této odchylky můžeme dovodit, že publikovány mají být veškeré vnitřní informace, tj. i ty, které se netýkají emitenta přímo. Za přesvědčivější považuji názor, podle něhož se informační povinnost týká toliko vnitřních informací s bezprostředním vztahem k emitentovi.

V praxi může dojít k nevědomému či nechtěnému poskytnutí vnitřní informace. Pro tyto případy stanoví PKT dodatečnou povinnost neprodlené publikace vnitřní informace, která se nepředvídatelně dostala z jeho sféry. PKT na rozdíl od směrnice nerozlišuje „záměrné“ (intentional disclosure) či „nezáměrné“ sdělení vnitřní informace (not-intentional disclosure) a laboruje s pojmem „předvídatelnosti“. Interpretace vedená v souladu s evropskou směrnicí by proto měla pojem „předvídat“ chápat spíše ve smyslu „plánovat“ či „zamýšlet“.

Z povinnosti uveřejnit vnitřní informaci ve vazbě na její sdělení normuje PKT velmi významnou výjimku: publikační povinnost nezakládají sdělení třetím osobám, které jsou vázány „povinností mlčenlivosti vyplývající z právních předpisů nebo smluvního ujednání“. Je sporné, zda lze za takovou „třetí osobu“ přijímající informaci označit každého zasvěcence. Toho totiž stíhá obecná povinnost mlčenlivosti dle § 124 odst. 4 písm. c) PKT. Pro kladný závěr lze argumentovat tím, že uvedený přístup by pominul i další ustanovení PKT, která ukládají povinnost mlčenlivosti.

Proti zahrnutí zasvěcenců mezi „třetí osoby“ lze naopak uvést, že pak není vůbec zřejmé, na jaké situace by se vlastně výjimka měla vztahovat. V zásadě totiž každý, kdo se dostane k vnitřní informaci, bude zasvěcencem s povinností mlčenlivosti. Sporná výjimka by dávala více smyslu v koncepci původní směrnice z roku 1989, která rozlišovala mezi primárními a sekundárními zasvěcenci (na druhou uvedenou skupinu se nevztahovala povinnost mlčenlivosti).

2. PKT se při vymezení vnitřní informace terminologicky odchyluje od oficiálního českého překladu směrnice; ten laboruje s pojmem „důvěrná“ informace. Výraz „vnitřní informace“ lépe reflektuje typický obsah této informace; tedy to, že jde o skutečnosti, které jsou přímo nebo nepřímo spojeny s určitým emitentem či jeho nástrojem. Vnitřní informaci nelze ztotožňovat s obchodním tajemstvím nebo s důvěrnými informacemi poskytnutými při jednání o uzavření smlouvy ve smyslu § 271 ObchZ; souběhy jsou ovšem možné.

Podle § 124 odst. 1 PKT má být vnitřní informace přesná. Do jisté míry lze dostatečnou záruku přesnosti informací spatřovat v tom, že jsou pojímány jako informace, jejichž obsahem jsou „skutečnosti“, tj. verifikovatelné

a důkazu přístupné události a stavy vnějšího světa. Z právní úpravy nelze dovodit, že by informace měla být zcela exaktní, určitost je žádána jen do té míry, aby stačila pro určitý závěr o vývoji kurzu relevantního nástroje či odvozeného derivátu (tj. o dopadech informace na trh). Výzkum a odhady odvozené z veřejně dostupných údajů nejsou přitom považovány za vnitřní informace. Nově vytvořená informace ztrácí (příp. nezískává) vnitřní povahu již pouhou možností dospět k určitým závěrům na základě veřejně dostupných informací. Dle prováděcí vyhlášky je obsahem přesné informace také skutečnost, kterou lze v budoucnu důvodně očekávat. Může jít tedy o okolnost, která je ještě nejistá a nemusí dokonce nikdy nastat. U těchto událostí má záležet toliko na rozumné míře pravděpodobnosti. Podobně tomu bude u rozhodovacích procesů, které nutně probíhají postupně v různých krocích.

Klíčovým designátem vnitřní informace je neveřejnost. Právní úprava neposkytuje explicitní kritérium, podle kterého bychom mohli určit, koho máme považovat za veřejnost a kdy se má informace pro ni stát známou. Z ekonomického pohledu bude informace veřejná tehdy, pokud jejím využitím již nemůže zasvěcená osoba dosáhnout žádných zvláštních výhod na trhu oproti jiným účastníkům. Jako referenční skupinu pro „uveřejnění“ bychom proto měli brát okruh současných i potenciálních majitelů tohoto cenného papíru, tj. všeobecné investorské publikum. V případě, že informace byla uveřejněna, měla by mezi zpřístupněním informace veřejnosti a případným obchodem zasvěcence uběhnout určitá lhůta, v níž bude trh schopen danou informaci absorbovat a vyhodnotit. Zavedení určitých paušálních lhůt přitom není na místě. Pro zasvěcence podléhající naší úpravě by podobné lhůty mohly mít jenom podpůrný a orientační význam.

Vnitřní informace se dále musí přímo nebo nepřímo týkat tzv. finančního nástroje, který je resortně vymezen pro oblast ochrany vnitřních informací. Vnitřní informace má být relevantní buď pro a) tzv. finanční nástroj, b) jakýkoliv nástroj, který nebyl přijat k obchodování na regulovaném trhu, ale má hodnotovou vazbu na finanční nástroj anebo c) přímo pro emitenta. Předmětem vnitřní informace mohou být i takové skutečnosti, které nevyplývají pouze z provozu emitenta, ale i z relevantních vnějších okolností. Je velmi sporné, jak daleko při zahrnování externích událostí můžeme jít a zda máme také např. události politické či vojenské chápat jako „jiné“ skuteč-

nosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny finančního nástroje nebo jeho výnosu.

Nejméně ostrým znakem vnitřní informace je její významný kurzotvorný potenciál. Podle prováděcí vyhlášky má jít o informaci, „o které lze předpokládat, že by ji rozumný investor vzal v úvahu při investičním rozhodování“. Úprava nepovažuje za relevantní takové informace, které sice nejsou veřejné, ale jejichž uveřejnění by mělo pouze bagatelní vliv na kurz či cenu dotčených instrumentů.

Kritérium „významnosti“ ovšem nelze chápat v tom směru, že by se jím automaticky vylučovaly např. transakce zasvěcených osob, které přinesly minimální prospěch. Otázka skutečného vývoje kurzu není v této souvislosti relevantní. Za vnitřní budeme považovat i ty informace, které se pouze potenciálně mohly odrazit v kurzu. Jestli k této změně po uveřejnění informace skutečně dojde, není významné.

Zjištění kurzotvorné relevance vnitřní informace bude učiněno na základě dodatečného objektivního testu, „zpětné prognózy“, která zohlední všechny okolnosti případu z pohledu rozumného investora a okamžiku příslušné transakce. Bude přitom třeba zhodnotit předpokládané dopady informací, a to zejména s ohledem na souhrn souvisejících činností dotčeného emitenta, spolehlivost zdroje informací a jiné tržní proměnné (volatilita kurzů, specifika příslušné branže nástrojů apod.).

Informace může významně ovlivnit kurz tehdy, jestliže by byla zahrnuta do investičního rozhodnutí rozumného investora. Vnitřní informace musí mít v očích racionálního investora takovou hodnotu, aby jej motivovala k transakci, která bude z jeho pohledu (i po odečtení transakčních nákladů, nikoliv ale rizik postihu) přínosná. Naše úprava (v PKT ani v prováděcí vyhlášce) a ani evropská směrnice nepředpokládají zavedení pevných procentuálních hranic.

Pojem „významná změna kurzu“ patří k záměrně či alespoň vědomě neostrým termínům, se kterými se běžně setkáváme v hospodářském právu. Je především na praxi, aby tento pojem blíže vymezila, a to za použití *ex ante* prognózy provedené z pohledu racionálního investora. Snahy o vypracování závazných a taxativních katalogů vnitřních informací je třeba odmítnout. Žádný přehled nemůže pamatovat na všechny možné případy.

3. Další povinností emitenta, které úzce souvisí s ochranou vnitřních informací je povinností vést seznamy osob s přístupem k vnitřním informacím. Podrobnější pravidla pro vedení seznamu emitentů přinesla prováděcí vyhláška. Ustanovení těchto předpisů představují mj. transpozici evropské směrnice o zneužití trhu (2003/6/ES), resp. její prováděcí směrnice Komise (2004/72/ES).

Obě evropské směrnice předpokládají, že emitenti nebo osoby jednající jejich jménem nebo na jejich účet vypracují seznam osob, které pro ně vykonávají určitou činnost a které u ní mají přístup k vnitřním informacím. Vedení těchto seznamů je tvůrci směrnic pojímáno jako nezbytné opatření k zajištění integrity kapitálového trhu a také jako účinný nástroj při dohledu nad uplatňováním právních předpisů na ochranu proti zneužívání vnitřních informací.

Vedení seznamů představuje zvláštní povinnou vnitropodnikovou prevenci před zneužitím důvěrných informací, když svým způsobem předsunuje dohled do sféry emitenta. Emitent je povinen seznam poskytnout ČNB, kdykoliv o to tento orgán dohledu požádá. Z organizačního hlediska umožňuje sestavení seznamu lépe kontrolovat toky vnitřních informací a tím i efektivněji zajistit povinnost mlčenlivosti o vnitřních informacích. Plní i funkci disciplinární, když zařazení do seznamu potenciálních narušitelů zákazu vnitřních informací činí z vedených osob první podezřelé osoby ze zneužití vnitřních informací. Seznam alespoň formálně umožňuje České národní bance lépe dozorovat zasvěcenské operace.

Povinnost vést seznam se dle úpravy v PKT vztahuje pouze na emitenty investičního nástroje nebo jiného nástroje, 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. V případě, že k přijetí finančního nástroje došlo bez žádosti či s nesouhlasem emitenta, je emitent této povinnosti zproštěn.

V rozporu s evropskými směrnicemi česká právní úprava neukládá povinnost vedení seznamů i osobám jednajícím jménem emitenta nebo na jeho účet. Tyto osoby však podle *acqui* mají vést svou vlastní – „sekundární“ – evidenci. Úprava v PKT tím nepředstavuje plnou transpozici evropské směrnice o zneužití trhu, resp. její prováděcí směrnice a je tak horkým kandidátem na změnu.

V seznamu vedené osoby jsou vymezeny vztahem k vnitřní informaci a současně svým statutem. Evidovány budou všechny osoby, které mají přístup (pravidelný či příležitostný) k vnitřním informacím emitenta. Kromě orgánů, resp. členů orgánů emitenta a jeho zaměstnanců budou v seznamu vedeny osoby, které vykonávají pro emitenta jinou činnost na základě smlouvy (např. poradenskou či právní službu), a také osoby, které u posledně uvedené skupiny mají přístup k vnitřním informacím.

Vyhláška tím částečně a nesystémově přenesla na emitenty vedení potřebného „sekundárního“ seznamu. To však podle evropských směrnic náleží třetím osobám jednajícím jménem či na účet emitenta. Nevýhodou českého řešení je přílišná závislost na komunikaci a součinnosti třetích osob, které u emitenta vykonávají činnost na smluvní bázi. V seznamu mohou být i přes intenzivní snahu emitenta pominuty osoby, které třeba i pravidelně získají přístup k vnitřním informacím.

Seznam musí být povinně veden v elektronické podobě. Na rozdíl od dřívější úpravy již obsahuje vždy konkrétní vnitřní informaci. Uvedené informace představují minimální obsahový standard seznamu. Základem seznamu může být abecední přehled relevantních osob doplněný dalšími vyžadovanými údaji. V úvahu však přichází podrobnější členění seznamů, a to buď podle charakteru vnitřních informací, nebo podle organizačního členění emitenta.

Emitent je povinen bez zbytečného odkladu provést aktualizaci seznamu, dojde-li ke změně evidovaných údajů, má-li být na seznam doplněna další osoba, či jestliže některá z osob uvedených v seznamu ztratí status osoby s přístupem k vnitřním informacím. Aktualizace se provádí ad-hoc, podle toho, kdy nastane některá z výše uvedených skutečností. Seznam uchovává emitent alespoň po dobu pěti let od jeho vytvoření, resp. pět let od každé jeho aktualizace. Evropská směrnice předpokládá, že osoby vedené v seznamu budou seznámeny s povinnostmi stanovenými právními předpisy pro nakládání s vnitřními informacemi a příslušnými sankcemi. Uvedené ustanovení směrnice bylo do českého práva transponováno pouze vyhláškou a není sankcionováno. De lege ferenda je proto třeba uvažovat o příslušné změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Ze strany tvůrců evropské předlohy ani ze strany ČNB nebyly zatím předloženy žádné kalkulace týkající se nákladů na vedení seznamů a jejich faktického přínosu

pro potírání nedovoleného využití vnitřních informací. S vedením evidence budou pro povinné osoby spojeny nezanedbatelné výdaje a byrokratická zátěž, jejichž oprávněnost a smysl ukáže až další vývoj.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### 1. Knižní literatura

1. *Altendorfer, Ch.* Insidergeschäfte. Rechtsgrundlagen und Sanktionen. Vídeň: Orac, 1992
2. *Assmann, H. Schneider, U.* Wertpapierhandelsgesetz. 4. vydání. Köln: C. H. Beck 2006
3. *Bainbridge, S. M.* Corporation Law and Economics, New York, 2002
4. *Becker, J.* Das neue Wertpapierhandelsgesetz. Berlin: Erich Schmidt Verlag, 1995
5. *Bingel, A.* Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung nach Aktienplatzierungen. Berlín, Duncker a Humblot, 2006
6. *Boguszak a kol.* Právní principy. Praha: Vydavatelství 999, 1999
7. *Claussen, C. P.* Bank- und Börsenrecht. Mnichov: C. H. Beck, 1996
8. *Capuro, R.* Information. Ein Beitrag zur etymologischen und ideengeschichtlichen Begründung des Informationsbegriff. Mnichov: Saur, 1978
9. *Clark, R. C.* Firemní právo. Praha: Victoria Publishing, 1993
10. *Dědič, J. a kol.* Právo cenných papírů a kapitálového trhu. Praha: Prospektrum, 1999
11. *Dědič, J., Čech, P. a kol.* Obchodní zákoník. Komentář. Díl III., 2. vydání, Polygon, Praha, 2006
12. *Dědič, J., Čech, P.* Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo? Praha: Polygon, 2004
13. *Dědič, J., Pauly, J.* Cenné papíry. Praha: Prospektrum, 1994
14. *Dědič, J., Štenglová, I.* Zákon o cenných papírech. Komentář. Praha: C. H. Beck, 1997
15. *Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, K.* Akciové společnosti. 6. vydání. Praha: C. H. Beck, 2007



16. Černá S.. Obchodní právo, Akciová společnost, 3. díl. Praha: ASPI, 2006
17. Eggert, Ch. Aktienoptionen für Führungskräfte. Baden-Baden: Nomos Verlag, 2004
18. Eichelberger, J. Scalping - ein Insiderdelikt, Wertpapiermitteilungen, 2003, č. 44
19. Fiedler, H., Ulrich, H. (ed.) Information als Wirtschaftsgut. Kolín: Verlag Dr. Otto Schmidt 1996
20. Eliáš, K. Kurs obchodního práva. Úvodní a obecná část. Soutěžní právo. 1. Vydání. Praha: C. H. Beck, 1995
21. Fischer, J. Insiderrecht und Kapitalmarktkommunikation. Berlín: Duncker a Humblot, 2006
22. Dingeldey, T. Insider Handel und Strafrecht. Köln, 1983
23. Eliáš, K. Akciová společnost. Systematický výklad obecného akciového práva se zřetelem k jeho reformě.. Praha: Linde, 2000
24. Elster, N. Europäisches Kapitalmarktrecht. Recht des Sekundärmarktes. Mnichov: C. H. Beck, 2002
25. Fürhoff, J. Kapitalmarktrechtliche Ad-hoc Publizität zur Vermeidung von Insiderkriminalität, Frankfurt nad Mohanem: Peter Lang, 2000
26. Gasser, U. Kausalität und Zurechnung von Informationen als Rechtsproblem. Mnichov: C.H. Beck, 2002
27. Hamilton, R.W. Cases and Materials on Corporations, 4. vydání, St. Paul: West Publishing, 1990
28. Hazen, H. Securities Regulations. 5. vydání. West Law School, 2006
29. Heinze, S. Europäisches Kapitalmarktrecht. Mnichov: C. H. Beck, 1999
30. Hopt, K., Wymeersch, E. European Insider Dealing. Londýn: Lexis, Law and Practice, 1991
31. Hopt, K., Will, M.R. Europäisches Insiderrecht. Stuttgart, 1973
32. König, J. G. Börse. Aktien und Akteure. Frankfurt nad Mohanem, Suhrkamp, 2002
33. Klitzing, J. Die Ad-hoc Publizität. Berlín: Carl Heymanns Verlag 1999

34. *Knapp, V.* Vědecká propedeutika pro právníky. Praha: Eurolex Bohemia, 2003
35. *Kostolany, A.* Der große Kostolany. Börsenseminar – Börsenpsychologie. Die besten Geldgesichten. Mnichov: Ulstein Verlag, 2000
36. *Kotásek, J. Pokorná, J. Raban, P.* a kol. Kurz obchodního práva. Právo cenných papírů. C. H. Beck: Praha 2005
37. *Krauel, W.* Insiderhandel. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1999
38. *Kühn, Z., Bobek, M., Polčák, R. (ed.).* Judikatura a právní argumentace. Praha: Auditorium, 2007
39. *Lahmann, K.* Insiderhandel. Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas. Berlín: Duncker Humblot, 1994
40. *Laueremann, H. U.* Gesellschafts- und zivilrechtliche Aspekte börslichen Insiderhandels. Frankfurt: Peter Lang, 2003
41. *Manne, H. G.* Insider trading and the Stock Market. New York: The Free Press, 1966
42. *Mleziva, E.* Diktatura informací. Plzeň: A. Čeněk, 2004
43. *Moloney, N.* EC Securities Regulation. Oxford: Oxford University Press, 2002
44. *Musílek, P.* Finanční trhy: instrumenty, instituce a management. Praha: VŠE 1996
45. *Pavlát, V.* Kapitálové trhy a burzy ve světě. Praha: Grada, 1992
46. *Rieger, L.* Burzovní lexikon. Praha: Victoria Publishing, 1991
47. *Siebold, H. Ch.* Das neue Insiderrecht. Berlín: Erich Schmidt Verlag 1994
48. *Schmidt, P.* Insider trading. Maßnahmen zur Vermeidung bei US-Banken. Ludwigsburg: Verlag Wissenschaft und Praxis, 1995
49. *Schwark, E.* a kol. Kapitalmarktrechts-Kommentar. 3. vydání. Mnichov: C. H. Beck, 2004
50. *Schwintek, S.* Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag 2005
51. *Solomon/Schwartz/Bauman.* Corporations, Law and Policy. St. Paul: West Publishing, 1988

52. *Steinhauer, C.* Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1999
53. *Štenglová, I., Drápal, L., Púry, F., Korbel, F.* Obchodní tajemství. Praha: Linde, 2005
54. *Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M.*: Obchodní zákoník. Komentář, 10. vydání, C. H. Beck, Praha, 2005
55. *Rau, M.* Directors' Dealings am deutschen Aktienmarkt. Wiesbaden: DUV, 2004
56. *Ursul, A.D.* Metodologické aspekty informace. Praha: Academia, 1975
57. *Tippach, S. U.* Das Insider-Handelsverbot und die besonderen Rechtspflichten der Banken. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt, 1995
58. *Waschkeit, I.* Marktmanipulation am Kapitalmarkt. Baden-Baden: Nomos Verlag, 2007

## 2. Časopisecká literatura a sborníkové příspěvky

1. *Agrawal, A. Mandelker, G. N.* Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decision, *Journal of Finance*, 1987, č. 42
2. *Albers, M.* Information als neue Dimension im Recht. *Rechtstheorie*, 2002, č. 1, roč. 33
3. *Assmann, H.* Gerüchte als Insidertatsachen. *Die Aktiengesellschaft*, 1998, č. 9
4. *Assman, H. D.* Das künftige deutsche Insiderrecht. *Die Aktiengesellschaft*, 1994, č. 6
5. *Bejček, J.* Existenciální ochrana konkurence. Brno: Právnická fakulta MU 1996
6. *Bejček, J.* Regulace a trh in *Bejček, J. (ed.)*. Sborník příspěvků z V. konference Katedry obchodního práva „Regulace, deregulace, autoregulace“. Brno: Právnická fakulta MU, 2007
7. *Benner-Heinacher, J. S.* Kolidiert die Auskunftspflicht des Vorstands mit dem Insidergesetz? *Der Betrieb*, 1995, č. 15
8. *Bettis, C. Vickrey, D. Vickrey, D. W.* Mimickers of Corporate Insiders who make Large – Volume Trades, *Financial Analysts Journal*, č. 5

9. *Bitter, G.* Geschäftschädigende Verlautbarungen börsennotierter Aktiengesellschaften über Vertragspartner im Spannungsfeld zwischen Ad-hoc-Publizität und vertraglicher Rücksichtnahmepflicht. Wertpapiermitteilungen, 2007, č. 42
10. *Brandl, E. Hohensinner, E.* Die neue Richtlinie über Insider- Geschäfte und Marktmanipulation. Österreichisches Bank – Archiv, 2003, č. 9
11. *Bromberg, A.* Corporate Information: Texas Gulf Sulphur and its Implications, Soutwestern Law Journal, 1968, Vol. 22
12. *Claussen, C. P.* Neues zur kommenden Insiderregelung in der Praxis. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 1992, č. 3
13. *Comstock, I.* Fenomén zvaný INSIDER TRADING. <http://www.businessinfo.cz>. stav k 20. 12. 2005
14. *Cox, J.* Choices. Paving the Road Toward a „Definition“ of Insider Trading, Alabama Law Review, Vol. 39, 1988
15. *Cramer, P.* Die geplante Insiderregelung in der Praxis, Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 1994, č. 3
16. *Čech, P.* Nařízení Evropské komise o podmínkách přípustného nabývání vlastních akcií a stabilizace kurzu. Právní rozhledy, 2004, č. 9
17. *Čech, P., Pavela, L.* Nabývání vlastních akcií akciovou společností. Právní rádce, 2006, č. 10
18. *Čunderlík, L.* Potreba právnej regulácie insider ochodov in *Bejček, J.* (ed.). Regulace, deregulace, autoregulace. Sborník z konference. Brno: Právnická fakulta MU, 2006
19. *Davis, R. B.* The Bonding Effects of Directors´ Statutory Wage Liability: An Interactive Corporate Governance Explanation, Law and Policy, Vol. 24, 2002, č. 4
20. *Demsetz, H.* The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, Journal of Financial Economy, 1983, Vol. 26
21. *Dědič, J., Čech, P.* Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řady vad vyžadují jejich rychlou novelizaci, Právní zpravodaj, 2004, č. 6
22. *Dooley, M. P.* Enforcement of Insider Trading Restrictions, Virginia Law Review, vol. 66, 1980

23. *Eichele, H.* Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als Primärsider. Wertpapiermitteilungen, 1997, č. 11
24. *Easterbrook, F. H.* Insider trading. Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, Supreme Court Review, 1981, č. 11
25. *Erkens, M.* Directors' Dealings nach neuem WpHG. Der Konzern, 2005, č. 1
26. *v. Falkenhausen, J. F.* Die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb einer Rechtsanwalts-, Wirtschaftsprüfer- oder Steuerberatersozietät. Betriebsberater, 2004, č. 4
27. *Ferrarini, G. A.* The European Market Abuse Directive. Common Law Market Review, ročník 41, č. 3
28. *Fleischer, H.* Directors' Dealings. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2002, č. 8
29. *Fürhoff, J.* Insiderrechtliche Behandlung von Aktienoptionsprogrammen und Management Buy-Outs. Die Aktiengesellschaft, 1998, č. 2
30. *Gilson, R. J., Kraakman, R. H.* The Mechanism of Market Efficiency. Vanderbilt Law Review, vol. 70, 1984, č. 4
31. *Grunewald, B.* Neue Regeln zum Insiderhandel. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 1990, č. 2
32. *Grundmann, W.* Neuregelung des Insiderhandelsverbotes, Zeitschrift für Kreditwesen, 1992, č. 1
33. *Hanousek, J., Podpiera, R.* Někdo to ví dřív. Respekt, 200, č. 11
34. *Hanslová, J.* K návrhům zákonů kapitálového trhu. Právní zpravodaj, 2004, č. 4
35. *Hartl, J.* Kapitálový trh: vlna nových zákonů. Právní zpravodaj, 2004, č. 2
36. *Hartmann, J.* Insider trading: an economic and legal problem. <http://www.gonzagajil.org/pdf/volume1/Hartmann/Hartmann.pdf>, stav k 1. říjnu 2007
37. *Holmström, B.* Moral Hazard and Observability, Bell Journal of Economics, 1977, č. 1

38. *Hopt, K. J.* Europäisches und deutsches Insiderrecht. Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 1991, č. 1
39. *Hopt, K.* Ökonomische Theorie und Insiderrecht. Die Aktiengesellschaft, 1995, č. 8
40. *Ilberg, P., Neises, M.* Die Richtlinien-Vorschläge der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum Marktmissbrauch aus Sicht der Praxis. Wertpapiermitteilungen, 2002, č. 13
41. *Jedlička, S.* Akcie a zneužívání důvěrných informací. Právní rádce, 1997, č. 9
42. *Jensen, M. C., Meckling, W. H.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure Journal of Financial Economy, 1976, č. 3
43. *Kiethe, K.* Vorstandshaftung aufgrund fehlerhafter Due Diligence beim Unternehmenskauf. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 1999, č. 20
44. *Kirchner, Ch.* Zur zentralen Rolle der zivilrechtlichen Sanktionen im Recht des Insiderhandels. Festschrift für Z. Kigatawa. Berlín: Duncker Humblot 1992
45. *Klein, K.* Insider po česku. Euro, 1999, č. 33
46. *Kohlhaussen, M.* Finanzplatz Deutschland im Wettbewerb. Wertpapiermitteilungen, 1998, č. 1
47. *Körner, M.* Die Angemessenheit von Vorstandsbezügen in § 87 AktG, Neue Juristische Wochenschrift, 2004, č. 38
48. Čekání na český „Infomatec“ – K odpovědnosti reprezentantů emitenta kótovaných cenných papírů za nesplnění vybraných informačních povinností. In *Sborník příspěvků z mezinárodní konference studentů dokt. studia na téma "Odpovědnost za škodu" (ed. Bejček, J. Pokorná, J.)*. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2005
49. *Kotásek, J.* Insider trading jako odměna pro management? in *Bejček (ed.)*. „Ekonomické aspekty právní úpravy a jejího výkladu“. Brno: Masarykova univerzita, 2006
50. *Kylar, M.* Insider trading z pohledu kriminalistiky. Kriminalistika, s. 222an.

51. *Lamser, V.* Komunikace a společnost. Praha: Nakladatelství České akademie věd, 1969
52. *Lange, B.* Neue Entwicklung im US-amerikanischen Insiderrecht, Wertpapiermitteilungen, 1998, č. 11
53. *Leppert, M., Stürwald, F.* Die insiderrechtlichen Regelungen des Vorschlags für eine Marktmissbrauchsrichtlinie und der Stand der Umsetzung im deutschen Wertpapierhandelsrecht, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2002, č. 2
54. *Leuering, D.* Die Ad-hoc Pflicht aufgrund der Weitergabe einer Insiderfaktatsache. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2005, č. 1
55. *Lin, Ji-Chai. Howe, J. S.* Insider trading in the OTC Market, Journal of Finance, 1990, č. 4
56. *Lenenbach, M., Lohrmann, F.* „Jahrhundertentscheidung“ zum amerikanischen Insiderrecht. Recht der internationalen Wirtschaft, 1998, č. 2
57. *Muelbroek, L. K.* An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, Journal of Finance, 1992, č. 5
58. *Noe, T. H.*, Insider trading and the Problem of Corporate Agency. The Journal of Law, Economics and Organization, Vol. 13, 1997, č. 2
59. *Novotný, D.* Problematika insider trading v USA, [www.epravo.cz](http://www.epravo.cz), evidenční číslo 35366
60. *Ott, H. B., Schäfer.* Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 1991, č. 3
61. *Padilla, A.* Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?, The Quarterly Journal of Austrian Economics, Vol. 5, 2001, č. 1
62. *Patell, J. M., Wolfson, M. A.* The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements, Journal of Financial Economics, 1984, č. 13
63. *Pelikánová, I., Čech, P.* Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). Právo a podnikání, 2002, č. 11 (příloha)

64. *Pelikánová, I., Dědič, J., Čech, P.* Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba. Právní zpravodaj, 2004, č. 1
65. *Pfüller, M., Anders, D.* Die Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpresimulation nach § 20a WpHG. Wertpapiermitteilungen. 2003, č. 51/52
66. *Pluskat, S.* Die Neuregelung der Directors' Dealings in der Fassung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes. Der Betrieb, 2005, č. 20
67. *Scott, K.* Insider trading, Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy. Journal of Legal Studies, 1980, č. 9
68. *Seitz, J.* Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland. Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, 2002, č. 2
69. *Sethe, R.* Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwesen, 2006, č. 4
70. *Seyhun, H. N.* The Effectiveness of the Insider-Trading Sanctions, Journal of Law and Economics, vol. XXXV, 1992, č. 1
71. *Scholes, M. S.* The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Price. The Journal of Business, 1972, č. 1
72. *Siebel, U. R.* Der Sekundärinsider. Festschrift Semmler. Berlín: Walter de Gruyter 1993
73. *Seidle, R., Waldeck, W. M.* Die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen unter dem Blickwinkel der informationellen Selbstbestimmung. Wertpapiermitteilungen, 2005, č. 19
74. *Schneider, D.* Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarkts. Der Betrieb, 1993, č. 29
75. *Schneider, U. H., Buttlar, J.* Die Führung von Insider-Verzeichnissen: Neue Compliance-Pflichten für Emittenten. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2004, č. 35
76. *Spiering, J.* Insidergeschäfte: Wenn Börse handeln. Euro am Sonntag, 5. října 2003, s. 11



77. *Spindler, G.* Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Neue Juristische Wochenschrift, 2004, č. 48
78. *Süßmann, R.* Die befugte Weitergabe von Insiderfaktischen. Die Aktiengesellschaft, 1999, č. 4
79. *Süßmann, R.* Insiderhandel – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel. Die Aktiengesellschaft, 1997, č. 2
80. *Sven H. Schneider.* Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität. Betriebsberater, 2005, č. 17
81. *Quinn, R.W.* The misappropriation Theory of Insider Trading in Supreme Courts. Fordham Journal of Corporate and Financial Law, 2003, Vol. VIII
82. *Thießen, F.* Sekundärmarktaktivitäten von Investmentbanken. Das Problem des Aftermarktes. Wirtschaft und Studium, 2002, č. 9
83. *Thompson, R. B.* Insider trading, Investor Harm and Executive Compensation. Case Western Reserve Law Review. Vol. 50. 1999
84. *Thüsing, G.* Auf der Suche nach dem *iustum pretium* der Vorstandstätigkeit, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 2003
85. *Tollkühn, O.* Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2004, č. 25
86. *Trölitzsch, T.* Bericht über die Diskussion. FS Beusch, 1993
87. *Volk, K.* Scalping strafbar? Eine Erwiderung auf Uwe H. Schneider/Burgard. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1999, č. 1
88. *Weber, U. A.* Das neue deutsche Insiderrecht. Betriebsberater, 1995, č. 3
89. *Zachert, M.* Zugangshindernisse und Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Eigenkapitalmarkt aus Sicht eines deutschen Unternehmens. Die Aktiengesellschaft, 1994, č. 5
90. *Zivny, T.* Die insiderrechtliche Behandlung von Aktienoptionen. 2002, Recht der Wirtschaft, 2002, č. 8

Vědecká redakce MU:

Prof. RNDr. Jana Musilová, CSc., Mgr. Iva Zlatušková,

Prof. RNDr. Zuzana Došlá, DSc., Mgr. Michaela Hanousková,

Prof. PhDr. Mgr. Tomáš Knoz, Ph.D., Doc. JUDr. Josef Kotásek, Ph.D.,

Mgr. et Mgr. Oldřich Krpec, Ph.D., Prof. PhDr. Petr Macek, CSc.,

Mgr. Josef Menšík, Ph.D., Mgr. Petra Polčáková,

Doc. RNDr. Lubomír Popelínský, Ph.D., Prof. MUDr. Anna Vašků, CSc.,

Prof. PhDr. Marie Vítková, CSc., Mgr. Martin Zvonař, Ph.D.,

PhDr. Alena Mizerová

## **EMITENT FINANČNÍHO NÁSTROJE**

### **A VNITŘNÍ INFORMACE**

**Doc. JUDr. Josef Kotásek, Ph.D.**

Vydala Masarykova univerzita roku 2010

Sisy Právnické fakulty MU č. 377 (řada teoretická)

Ediční rada: J. Kotásek (předseda), J. Bejček, V. Kratochvíl,  
N. Rozehnalová, P. Mrkývka, J. Hurdík, R. Polčák, J. Šabata

Tisk: Tribun EU s.r.o., Gorkého 41, Brno

1. vydání, 2010

Náklad 200 výtisků

ISBN 978-80-210-5353-3