

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Václav Blažek**

**Zneužití vnitřní informace dle Nařízení EU o  
zneužívání trhu**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: doc. JUDr. Tomáš Sejkora, Ph.D.

Katedra: Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 26. 03. 2024

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 122.218 znaků včetně mezer.

Václav Blažek

diplomant

V Praze dne 26.03.2024

### **Poděkování**

*Rád bych tímto poděkoval především svému vedoucímu doc. JUDr. Tomáši Sejkorovi, Ph.D. za cenné, věcné připomínky a vstřícnost v průběhu konzultací jak původní práce v rámci SVOČ, tak i při psaní této práce. Také bych rád poděkoval své rodině za podporu a důvěru. Nemenší dík patří také mým kolegům, kteří mně podpořili napříč profesním tak i osobním životem a zejména těm, kteří mi poskytli cenné rady do profesního a mnohdy i osobního života.*

# Obsah

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....	6
PŘEDMLUVA.....	8
1. VNITŘNÍ INFORMACE POHLEDEM TEORIE EFEKTIVNÍHO TRHU .....	10
1.1. TEORIE EFEKTIVNÍCH TRHŮ .....	10
1.2. MECHANISMY EFEKTIVITY TRHŮ VE SVĚTLE PŘÍSTUPNOSTI VNITŘNÍCH INFORMACÍ.....	13
1.3. DÍLČÍ ZÁVĚR.....	14
2. VÝVOJ NORMATIVNÍ REGULACE DOPADAJÍCÍ NA DISPOZICI S VNITŘNÍ INFORMACÍ NA ÚZEMÍ EVROPSKÉ UNIE.....	16
2.1. ZPRÁVA ODBORNÉ SKUPINY PRO EURO-ASIJSKOU EKONOMICKOU KOMISI.....	16
2.2. SMĚRNICE Č. 79/279/EEC O PODMÍNKÁCH PRO PŘIJETÍ CENNÝCH PAPÍRŮ K OBCHODOVÁNÍ NA TRHU (TZV. „LISTING DIRECTIVE I.“).....	16
2.3. SMĚRNICE Č. 89/592/EEC O REGULACI OBCHODOVÁNÍ ZASVĚCENÝCH OSOB.....	17
2.4. SMĚRNICE 2001/34/EC O PODMÍNKÁCH PRO PŘIJETÍ CENNÝCH PAPÍRŮ K OBCHODOVÁNÍ NA TRHU (TZV. „LISTING DIRECTIVE II.“).....	18
2.5. SMĚRNICE Č. 2003/6/EC O OBCHODOVÁNÍ ZASVĚCENÝCH OSOB A MANIPULACI S TRHEM....	18
2.6. NAŘÍZENÍ EU Č. 596/2014 O ZNEUŽÍVÁNÍ TRHU.....	20
2.7. SMĚRNICE Č. 2014/57/EU O TRESTNÍCH SANKCÍCH ZA ZNEUŽÍVÁNÍ TRHU.....	21
2.8. PROVÁDĚCÍ AKTY KOMISE EU A OBECNÉ POKYNY ČI DOPORUČENÍ EVROPSKÉHO ORGÁNU PRO CENNÉ PAPIRY A TRHY (ESMA) .....	21
2.9. DÍLČÍ ZÁVĚR.....	22
3. KONSTRUKČNÍ PRVKY VNITŘNÍ INFORMACE DLE MAR .....	23
3.1. VÝCHODISKA PŘÍSTUPU EVROPSKÉHO REGULÁTORA K REGULACI DISPOZIC S VNITŘNÍ INFORMACÍ.....	23
3.2. INFORMACE PŘESNÉ POVAHY.....	24
3.3. INFORMACE DOSUD NEVEREJNÁ.....	27
3.4. INFORMACE TÝKAJÍCÍ SE PŘÍMO ČI NEPŘÍMO EMITENTA ČI FINANČNÍHO INSTRUMENTU..	28
3.5. INFORMACE, KTERÁ MÁ KURZOTVORNÝ POTENCIÁL.....	29
3.6. DÍLČÍ ZÁVĚR.....	31
4. ZNEUŽITÍ VNITŘNÍCH INFORMACÍ .....	33
4.1. OSOBY ZPŮSOBILÉ DOPUSTIT SE ZNEUŽITÍ VNITŘNÍCH INFORMACÍ .....	33
4.1.1. PRIMÁRNÍ ZASVĚCENÉ OSOBY.....	34
4.1.2. SEKUNDÁRNÍ ZASVĚCENÉ OSOBY .....	35
4.2. ZNEUŽITÍ VNITŘNÍCH INFORMACÍ .....	36
4.2.1. PŘÍMÉ ZNEUŽITÍ VNITŘNÍ INFORMACE.....	37
4.2.2. NAVÁDĚNÍ K ZNEUŽITÍ VNITŘNÍ INFORMACE .....	38
4.2.3. NEDOVOLENÉ ZPŘÍSTUPNĚNÍ VNITŘNÍ INFORMACE.....	40
4.3. LEGITIMNÍ NAKLÁDÁNÍ S VNITŘNÍ INFORMACÍ .....	43
4.4. DÍLČÍ ZÁVĚR.....	44
5. POVINNOSTI EMITENTŮ V PŘEDCHÁZENÍ ZNEUŽITÍ VNITŘNÍCH INFORMACÍ.....	46
5.1. SEZNAM ZASVĚCENÝCH OSOB.....	46
5.2. ZVEŘEJŇOVÁNÍ VNITŘNÍCH INFORMACÍ.....	48
5.3. DÍLČÍ ZÁVĚR.....	52
6. ZÁVĚR.....	54



## Seznam použitých zkratek

CESR	Výbor pro evropskou regulaci cenných papírů
CSMAD	Směrnice č. 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu
ČNB	Česká národní banka
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry
ETF	Exchange traded fund
Listing Directive I.	Směrnice č. 79/279/EEC ze dne 5. března 1979
Listing Directive II.	Směrnice č. 2001/34/EC ze dne 28. května 2001
MAD	Směrnice č. 2003/6/EC ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem
MAR	Nářízení EU č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu
MiFID	Směrnice č. 2004/39/EC ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů
MoU	Memorandum o porozumění
MTF	Mnohostranné obchodní systémy
OTC	Mimoburzovní obchody
OTF	Organizované obchodní systémy
SEC	Securities Exchange Commission
USSC	United States Supreme Court

*„Pokud nám společnosti odhalí více, obchodování na základě vnitřních informací bude mít menší hodnotu.“*

The New Yorker, „*Inside Tracks*“ ze dne 3. července 2013<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Volný překlad citace: Surowiecki, J. Inside Tracks, *The New Yorker* [online], 2013. [cit 24. 3. 2024]  
Dostupné zde: <https://www.newyorker.com/magazine/2013/06/10/inside-tracks>.

## Předmluva

Finanční trhy jsou nedílnou součástí každé vyspělé ekonomiky, lze si jen těžko představit stát, který nemá rozvinuté finanční trhy a zároveň funkční ekonomický systém fungující na základech kapitalismu. V souvislosti s rozvojem obchodování na finančních trzích je možné pozorovat stoupající snahu regulovat i dispozice s vnitřními informacemi. V roce 1817 Nejvyšší soud USA nepřímo potvrdil legalitu obchodování na základě vnitřních informací v rámci tehdejšího významu tohoto termínu.<sup>2</sup> Následně lze postupným vývojem spatřovat prvopočátek regulace dispozic s vnitřní informací právě v USA v roce 1934<sup>3</sup>, kde bylo poprvé užito označení vnitřní informace, konkrétně v Securities Exchange Act z téhož roku. Oproti tomu v prostředí Evropské unie je možné spatřovat prvotní snahy o regulaci takovýchto informací až od druhé poloviny 60. let minulého století.<sup>4</sup> Na základě tohoto časového vymezení lze nepochybně dospět k tomu, že snaha omezit obchodování na základě zneužití dispozice s vnitřní informací je relativně nová regulace, kdy se ještě před několika dekádami vedly kvalifikované diskuse o tom, zda takové obchodování není naopak žádoucí a nelze jej brát jako odměnu za např. kvalitní práci manažerů.<sup>5</sup> Nelze však přehlížet možné potenciální hybatele regulace dispozic s vnitřní informací, spočívající v teorii efektivních trhů, která s informacemi a jejich vlivem na cenu aktiv obchodovaných na trhu pracuje v samém svém jádru. Lze tedy uzavřít, že obchodování na základě vnitřních informací prošlo relativně dramatickým vývojem a bylo předmětem dlouhodobých a komplikovaných diskusí, kdy teprve v posledních pár dekáдах je možné sledovat ustálenější vývoj týkající se kvalifikace vnitřních informací a protiprávnosti obchodů činěných na základě vnitřních informací. Cílem této práce je vymezení východisek regulace nakládání s vnitřními informacemi, pojmu vnitřní informace a s tím související zneužití těchto vnitřních informací. Toto teoretické vymezení *law in books* pak porovnat s *law in action* a na základě získaných poznatků z praxe a citované literatury, identifikovat

---

<sup>2</sup> *Laidlaw v Organ*, Nejvyšší soud USA, sp. zn. 15 us 178, jednalo se o učinění smluvního obchodu na základě vědomosti o nastávající námořní blokadě, která v důsledku omezení nabídky ovlivnila cenu tabáku.

<sup>3</sup> Kotásek, J.; Pokorná, J.; Raban, P. a kol.: *Kurs obchodního práva, Právo cenných papírů*. 4. vydání, Praha: C. H. Beck, 2005, str. 172. ISBN 978-80-7179-855-2.

<sup>4</sup> Ventrizzo M., Mock S. *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide*. Oxford: Oxford University Press, 2017, str. 4. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>5</sup> Fischel, D., Carlton, D. *The Regulation of Insider Trading* [online]. Stanford Law Review 857, 35, 1982, str. 870. [cit. 7. 4. 2021] Dostupné zde: [https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2424&context=journal\\_articles](https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2424&context=journal_articles).



potenciální problémy této regulace a pokusit se vymežit jejich řešení a to zejména z pohledu osob povinných z této regulace.

Tato práce navazuje mou původní práci v rámci XIV. ročníku SVOČ, sekce finanční právo a finanční věda a správní právo a správní věda, psanou na téma vymezení pojmu vnitřní informace a tuto práci rozvíjí tak, aby byla způsobilá poskytnout ucelený přehled o formách zneužití vnitřní informace a povinnostech z toho plynoucích pro emitenty.<sup>6</sup> Toto téma jsem si zvolil jelikož v daném nacházím dlouhodobě jak osobní tak profesní zaměření, a proto jsem se snažil práci obohatit o poznatky z praxe a místy tak poskytnout spíše praktický pohled na teoretickou rovinu zakládající se na teoretických poznatcích získaných během psaní této diplomové práce. Ve své první kapitole si proto kladu za cíl vymežit teorii efektivních kapitálových trhů jako teoretického pozadí regulace nakládání s vnitřními informacemi, vymežit ekonomickou podstatu zákazu zneužití vnitřní informace při obchodování s finančními instrumenty a zároveň vyložit myšlenku informační parity jakožto základního východiska regulace. Ve druhé kapitole se práce věnuje ucelenému poskytnutí přehledu o vývoji evropské regulace nakládání s vnitřními informacemi až po aktuální Nařízení MAR. Ve třetí kapitole se práce uceleně věnuje pojmu vnitřní informace, kdy navazuje na první kapitolu a více rozvádí teorii informační parity jako východiska přístupu evropského regulátora k pojmu vnitřní informace, dále se v této kapitole uceleně věnuje vymezení konstrukčních prvků vnitřní informace. Ve čtvrté kapitole se práce věnuje podobám zneužití vnitřní informace, kdy je v rámci této kapitoly řešena i problematika subjektů, které jsou způsobilé se zneužití dopustit. V páté kapitole se věnuje povinnostem emitentů v rámci předcházení zneužití vnitřní informace a za pomoci metody syntézy zhodnotit praktický dopad do života emitentů a s nimi spolupracujících poradenských společností.

Při získávání poznatků pro tuto práci byly využity metody analýzy, syntézy, komparace a dedukce. Naprostá většina zdrojů je zahraničních, jelikož se práce věnuje problematice evropské regulace a dále již nerozvíjí detailněji podobu v členských státech, vycházím zde totiž z presumpce, že úprava je relativně harmonizovaná a veškeré další snahy evropského zákonodárce budou směřovat k ještě vyšší míře harmonizace.

---

<sup>6</sup> Práce se naopak nevěnuje problematice emisních povolenek a specifík pro osoby, které se účastní trhu s emisními povolenkami či velkoobchodního trhu s energií.

## 1. Vnitřní informace pohledem teorie efektivního trhu

Následující kapitola má za cíl objasnit potřebu vymezení a regulace dispozic s vnitřní informací z pohledu ekonomické teorie efektivních trhů a představuje tak myšlenkový základ pro následující rozbor předmětné regulace dispozic s vnitřními informacemi.

### 1.1. Teorie efektivních trhů

Teorie efektivních trhů se v odborných kruzích objevila poprvé na počátku 20. století.<sup>7</sup> Tato teorie vymezuje ideální, resp. efektivní tržní prostředí jako trh, kdy „*cena aktiv vždy plně reflektuje všechny dostupné informace, zároveň trh, kde ceny vždy plně reflektují dostupné informace je možné nazývat efektivní*“.<sup>8</sup>

Tato teorie rozvíjí hypotézu efektivních trhů, která v zásadě dělí trhy z hlediska jejich efektivnosti na (i) slabou formu tržní efektivnosti, (ii) středně silnou formu tržní efektivnosti a (iii) silnou formu tržní efektivnosti.<sup>9</sup> Slabou formu tržní efektivnosti lze shrnout jako tržní prostředí, kde ceny reagují zejména na historické hodnoty nebo například výši dividend.<sup>10</sup> Středně silnou formu efektivnosti trhu lze oproti tomu vymezit jako tržní prostředí, kdy trh promítá do cen titulů veškeré veřejně dostupné informace povinně oznamované emitentem tj. například zveřejnění výroční zprávy emitenta.<sup>11</sup> Silnou formu tržní efektivnosti lze vymezit jako tržní prostředí, kde je fakticky nemožné dosáhnout vyšších než průměrných výsledků, jelikož žádný subjekt nedisponuje monopolistickým přístupem k informacím, které nejsou veřejné.<sup>12</sup> Fama však sám hodnotí silnou formu tržní efektivnosti jako spíše nereálnou, tato forma tržní efektivnosti by měla být brána spíše jako pomyslný benchmark pro účely hodnocení efektivnosti reálného tržního prostředí.<sup>13</sup> Fama pro účely testování efektivnosti tržního prostředí proto vytvořil tři odlišné testy, a to (i) testování slabé formy, (ii) testování středně silné formy efektivnosti trhů a (iii) testování silné formy tržní efektivnosti.<sup>14</sup> Tyto testy se zabývají především empirickým výzkumem a jsou do dnešní doby

---

<sup>7</sup> Poprvé tuto teorii z ekonomického hlediska popsal Louis Bachelier v disertační práci v roce 1900.

<sup>8</sup> Fama, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance* [online], 25(2), 1970, str. č. 383. [cit. 8. 4. 2021] Dostupné zde: [www.jstor.org/stable/2325486](http://www.jstor.org/stable/2325486).

<sup>9</sup> *Ibid.*, str. 388.

<sup>10</sup> *Ibid.*

<sup>11</sup> *Ibid.*

<sup>12</sup> *Ibid.*

<sup>13</sup> *Ibid.*, str. 414.

<sup>14</sup> *Ibid.*

používány. V rámci těchto testů je vždy testována rychlost promítnutí informací do ocenění obchodovaných aktiv, a to zejména pro hodnocení z pohledu středně silné efektivity trhu.<sup>15</sup> Tržní prostředí odpovídající slabé formě tržní efektivity tyto informace zpravidla nepromítá dostatečně rychle či vůbec, naopak u silné formy je toto zkoumat bezpředmětné, jelikož dochází k promítnutí veřejných i neveřejných informací do cen aktiv trhem okamžitě.<sup>16</sup>

Z vymezení výše uvedených forem tržní efektivity lze dospět k závěru, že snahy regulátorů o nastavení pravidel dispozic s vnitřními informacemi mají za cíl především omezit slabé formy efektivity trhu a preferovat vytvoření středně silného tržního prostředí, s pomyslným ideálem co nejvíce se přiblížit silné tržní aktivitě. Vzhledem k povinnému zveřejňování vnitřních informací emitenty jako subjekty finančních trhů je možné hodnotit snahu evropského zákonodárce jako poskytnutí příležitosti trhu tyto informace okamžitě zahrnout do ceny obchodovaných aktiv a tím tyto informace zároveň ocenit. Zároveň však nelze ignorovat fakt, že tato teorie je do značné míry idealistická, už jen z podstaty své definice, tedy, že aktiva vždy plně reflektují veškeré dostupné informace, jelikož absolutní informační rovnost a tím i okamžitě neomylné ocenění aktiv je dle mého názoru do jisté míry nereálná. Minimálně díky disproporcí v technických a finančních možnostech účastníků trhu bude vždy docházet k opožděnému promítání informací do aktiv, a tudíž i k mnohdy rozporuplným impulsům v nabídce nebo poptávce po titulech.<sup>17</sup> Ke stejnému názoru dochází i Ventoruzzo, rovnost příležitostí totiž nezakládá úplnou rovnost, resp. informační paritu účastníků, naopak pouze značí rovnost příležitostí v přístupu k informacím.<sup>18</sup> Teorie efektivních trhů tak, jak ji Fama podává, totiž počítá s tím, že pokud jsou trhy efektivní, veškeré dostupné informace jsou již reflektovány v ceně aktiva (akcie), tudíž nelze výkonnostně „porazit“ trh. V důsledku toho se investoři, kteří tuto teorii zastávají kloní spíše k tzv. pasivní správě investic<sup>19</sup>, tedy nakupují primárně aktiva, která kopírují výkonnost trhu jako celku (např. tzv. Exchange Traded Fund (dále jen „ETF“), např. typicky akciové indexy

---

<sup>15</sup> Fama, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* [online], 25(2), 1970, str. č. 388. [cit. 15. 3. 2024]. Dostupné zde: [www.jstor.org/stable/2325486](http://www.jstor.org/stable/2325486).

<sup>16</sup> *Ibid*, str. 409.

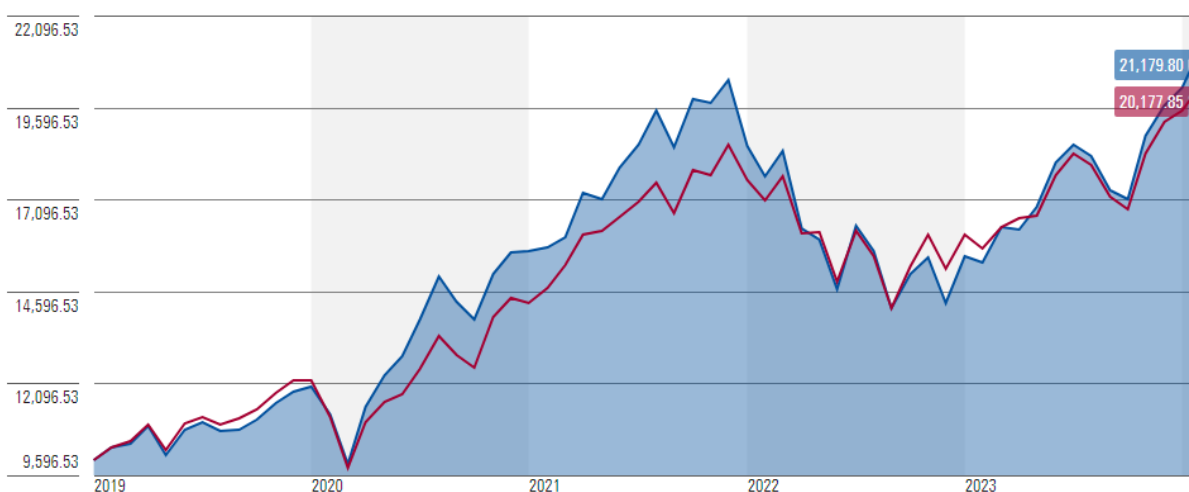
<sup>17</sup> Disproporce v rychlosti přístupu k informacím vzniká například jen z podstaty používání placených obchodních a informačních terminálů Bloomberg/Reuters v kombinaci s personální silou institucionálních investorů. Zároveň disproporce v rychlosti promítání informací do aktiv může vyvolat i např. tzv. HFT (vysokorychlostní automatizovaný obchodní systém, který jedná zpravidla v rámci milisekund, kdy je zpožděn zejména latencí samotných síťových prostředků).

<sup>18</sup> Ventoruzzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Second Edition, *Oxford: Oxford University Press*, 2022, str. 304. ISBN 9780198871095.

<sup>19</sup> John H. Cochrane Eugene F. Fama, Efficient Markets and the Nobel Prize, *Chicago Booth Review* [online], 2014, [cit. 15. 2. 2024]. Dostupné zde: [Eugene F. Fama, Efficient Markets, and the Nobel Prize | Chicago Booth Review](http://www.chicagobooth.edu/review/eugene-f-fama-efficient-markets-and-the-nobel-prize).

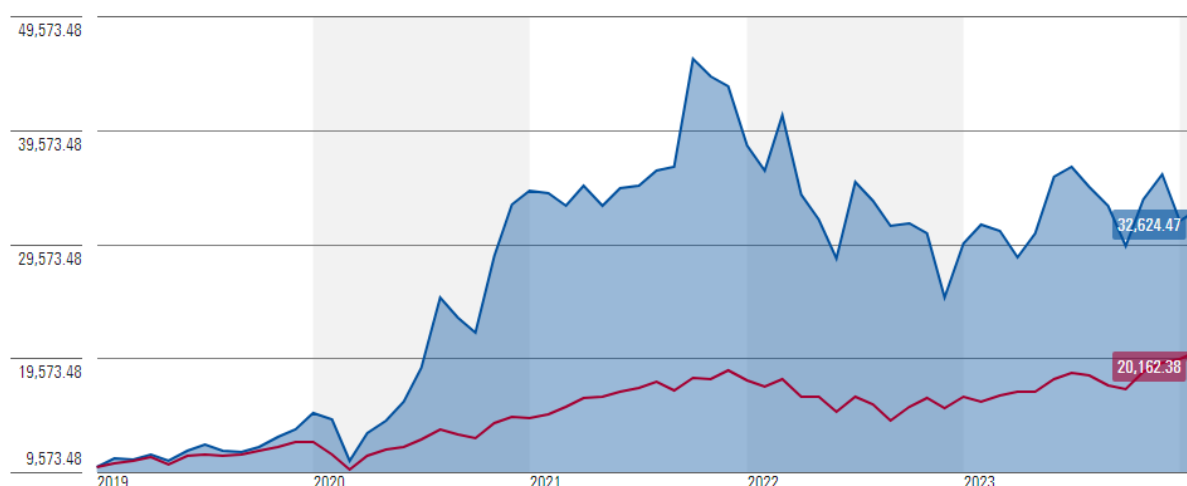
nebo předem nadefinovaný segment). Pro typického retailového investora tyto možnosti budou zajisté efektivnější a pravděpodobně budou generovat více zisku, než pokud by si vybíral akciové tituly sám. Pokud však přihlídneme k mnohým aktivně spravovaným fondům či pokročilejším investorům, kteří dlouhodobě překonávají trh, je nutné toto brát jako do jisté míry vyloučení hypotézy, že jsou trhy plně efektivní, jelikož pokud by byly, nebylo by je možné překonat. Jako příklad níže přikládám porovnání výkonnosti vybraných aktivně spravovaných fondů s pasivním ETF amerického akciového indexu S&P 500 (který je mezi příznivci pasivního investování chápán jako top performer). Toto srovnání je založené na pětileté výkonnosti a nebere v potaz modifikace výkonnosti v případě rozdílných momentů vstupu investora. Nutno podotknout, že aktivně spravované fondy mají zpravidla vyšší poplatky (jednotky procent), tedy investor platí za aktivní správu portfolia fondu oproti pasivním fondům, kde jsou poplatky v řádu setin procent, jelikož zde k žádné aktivní správě nedochází. Na základě aktuální situace na kapitálových trzích, jak je znázorněno na níže uvedených grafech však lze dospět k tomu, že trhy plně efektivní nejsou a pohybují se na pomezí slabé a středně silné formy tržní efektivity.

Goldman Sachs Large Cap Gr Insights Instl (GCGIX)<sup>20</sup>:



<sup>20</sup> Jedná se o srovnání výkonnosti za posledních pět let k datu 20. února 2024, graf generovaný pomocí Morningstar Analytics, dostupný zde: [GCGIX – Chart – Goldman Sachs Large Cap Gr Insights Instl | Morningstar](#), [online] [citováno dne 20. února 2024], červeně znázorněn pasivní ETF S&P 500 (Fidelity 500 Index Fund (FXAIX), modře zmíněný fond Goldman Sachs.

## Baron Partners Retail (BPTRX)<sup>21</sup>:



## 1.2. Mechanismy efektivity trhů ve světle přístupnosti vnitřních informací

Výše uvedené dělení forem tržní efektivity a cen obchodovaných aktiv rozšířil Gilson o mechanismy efektivních trhů, kdy používá dělení na (i) obchodování činěné na základě univerzálně dostupných informací, (ii) obchodování na základě profesionálně dostupných informací, (iii) obchodování na základě odvozených informací, a (iv) obchodování neinformovaných investorů.<sup>22</sup>

Pro ilustraci vlivu obchodování na základě vnitřních informací je vhodné podotknout, že obchody učiněné na základě vnitřních informací jsou způsobilé ovlivnit cenu finančního instrumentu dle teorie obchodování na základě odvozených informací. V jistém momentu si totiž trh a s ním i neinformovaní investoři všimnou pohybu v poptávce či nabídce finančního nástroje a začnou činit obchody na základě takového pohybu.<sup>23</sup>

Teorie efektivních trhů je však mnohdy z pohledu předcházení obchodování na základě vnitřních informací problematická díky tomu, že dochází ke smazání rozdílu mezi efektivním trhem a obchodováním tzv. insiderů na základě vnitřních informací. Jak již bylo výše uvedeno, efektivní trh je trh, který do ceny aktiv zahrne veškeré dostupné informace, avšak díky možné informační disparitě mezi jednotlivými účastníky trhu může docházet

<sup>21</sup> Jedná se o srovnání výkonnosti posledních pěti let k datu 20. února 2024, graf generovaný pomocí Morningstar Analytics, dostupný zde: [BPTRX – Chart – Baron Partners Retail | Morningstar](#), [online] [citováno dne 20. února 2024] červeně znázorněn pasivní ETF S&P 500 (Fidelity 500 Index Fund (FXAIX), modře zmíněný fond Baron.

<sup>22</sup> Gilson, R., Kraakman, R. The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review* [online], 70(4), 1984, str. 566. [cit. 8. 4. 2021]. Dostupné zde: [www.jstor.org/stable/1073080](http://www.jstor.org/stable/1073080).

<sup>23</sup> *Ibid.*, str. 607.

k situacím, kdy se paradoxně obchodováním na základě odvozených informací zvyšuje efektivita trhu. Toto se děje díky tomu, že dochází k promítnutí vnitřních informací do ohodnocení aktiv nepřímo tím, že na něm obchodují subjekty, disponující vnitřní informací.<sup>24</sup> Jako příklad tohoto fenoménu uvádí Ventrizzo nehodu raketoplánu Challenger v roce 1986, kdy trh na tuto nehodu zareagoval prudkým poklesem akcií společnosti Morton Thiokol, která byla dodavatelem tryskových pohonů pro raketoplán, k tomuto poklesu došlo ještě před uzavřením vyšetřování a jakýmkoli zveřejněním oficiálního stanoviska ať již ze strany NASA nebo jiného relevantního úřadu.<sup>25</sup> Na tomto příkladě je možné dospět k tomu, že absolutní informační parita nikdy na trhu nebude, vždy totiž bude někdo, kdo bude disponovat odbornou znalostí vyšší než jiný účastník a na základě buď odborné znalosti nebo vnitřní informace učiní obchod, který by jiný účastník trhu neuskutečnil. Jako další příklad podporující výše uvedenou disparitu účastníků na trhu z hlediska dispozic s informacemi lze uvést tzv. managerské transakce v rámci amerického trhu, je zde totiž naprosto běžné, že vrcholový management volně disponuje s akciemi veřejně obchodovaných společností, kde svou funkci vykonávají, plyne jim z toho pouze povinnost tyto obchody v každém případě reportovat americkému *Securities and Exchange Commission* (dále jen „SEC“).<sup>26</sup> Tyto obchody managementu jsou nezřídka následovány trhem.<sup>27</sup> Je nutné dodat, že v evropském prostředí existuje stejná povinnost oznamování obchodů managementu, avšak je zde ponecháno na vůli členských států, zda bude toto oznámení veřejně publikováno regulátorem či emitentem samotným.<sup>28</sup>

### 1.3. Dílčí závěr

Teorie efektivních trhů nachází protnutí s regulací dispozic s vnitřními informacemi právě v implikacích na co nejvčasější zveřejnění vnitřní informace a tím umožnit trhu jeho efektivní a validní ekonomické fungování prostřednictvím rovné možnosti promítnout co nejširší množství informací do ocenění aktiv obchodovaných v rámci trhu. Dále pak zúžení okruhu osob disponujících s vnitřními informacemi na co nejmenší počet z důvodu minimalizace tržních abnormalit v podobě obchodů na základě vnitřních informací a předejít tak obchodům na základě neveřejných informací. Lze však dospět i k opačnému

---

<sup>24</sup> Srov. předchozí odstavec.

<sup>25</sup> Ventrizzo M., Mock S. *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide*, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 20. ISBN 9780198871095.

<sup>26</sup> Toto je činěno prostřednictvím tzv. formuláře č. 4 a to na základě ustanovení paragrafů 30 a 38 amerického *Investment Company Act of 1940*, formulář je dostupný zde: <https://www.sec.gov/about/forms/form4data.pdf>.

<sup>27</sup> Gilson, R., Kraakman, R. The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review* [online], 70(4), 1984, str. 573 a 574. [cit. 7. 3. 2024]. Dostupné zde: [www.jstor.org/stable/1073080](http://www.jstor.org/stable/1073080).

<sup>28</sup> Čl. 19 odst. 3.

výkladu, který odpovídá více reálné situaci na trhu, kdy mnohdy dochází k nevysvětlitelným pohybům v cenách<sup>29</sup> zpravidla vyvolaných změnou v objemu obchodů s jednotlivými tituly, následně může zpravidla dojít k lavinovému efektu zvyšující se poptávky po titulu a tím i růstu jeho ceny. Tento fenomén si vysvětlují tak, že může docházet buď (i) k obchodování zasvěcených osob a trh tyto ničím nevysvětlené pohyby v poptávkách sleduje nebo (ii) únikům vnitřních informací a na jejich základě jsou pak šířeny informace mezi institucionálními investory či jinými sociálními kruhy zapojenými do obchodů s tituly na daném trhu.<sup>30</sup> Tím může poté docházet k paradoxní situaci, již v předchozí podkapitole zmíněné, týkající se zvýšení efektivity v důsledku následování obchodů zasvěcených osob, které však nejsou oznámeny, jelikož dochází k nepřímému promítnutí ještě neveřejné informace do ceny obchodovaného titulu. Toto promítání dále může podpořit například automatizované vysokofrekvenční obchodování (v angličtině „HFT“).<sup>31</sup> Dospívám tedy k názoru, že teorie efektivního trhu odpovídá více realitě tak, jak byla přepracována Gilsonem.<sup>32</sup> Z podstaty svého názvu je to ale pouze a jen teorie, a proto její přínos spatřuji zejména v možných úvahách de lege ferenda pro budoucí úpravy regulace dispozic s vnitřními informacemi.

---

<sup>29</sup> Například cena titulu Intel Corp. obchodovaného na burze NASDAQ dne 4.3. 2024 zaznamenala nárůst vyšší než 3 %, tento však nebyl opodstatněn ničím, následně cena akcie kolísala až do momentu zveřejnění článku Bloomberg, který však pouze rozvíjel již dlouhotrvající „zvěsti“ týkající se amerického „CHIPS“ Act a veřejné podpory z něj plynoucí pro polovodičové společnosti. Paradoxně v momentě zveřejnění článku (pozitivního) se růst akcií zastavil. Článek dostupný zde: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-03-06/intel-stands-to-win-3-5-billion-to-produce-chips-for-military>.

<sup>30</sup> K potvrzení nevysvětlitelných obchodů institucionálních investorů zpravidla relativně dlouhou dobu před oznámením relevantní vnitřní informace srov. Huang W., Lu H., Wang X. How Institutional Investors Gain an Information Advantage: Evidence from Option Backdating, *Columbia Law School Blog on Corporations and the Capital Markets* [online] [cit. 15. 3. 2024]. Dostupné zde: [https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/07/20/how-institutional-investors-gain-an-information-advantage-evidence-from-option-backdating/#\\_ftn3](https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/07/20/how-institutional-investors-gain-an-information-advantage-evidence-from-option-backdating/#_ftn3),

<sup>31</sup> Vezměme například v úvahu algoritmus, sledující počet zveřejněných zpráv pro jednotlivý titul komparující tento počet s nabídkou či poptávkou po daném titulu.

<sup>32</sup> Gilson, R., Kraakman, R. The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review* [online], 70(4), 1984, [cit. 5. 3. 2024] Dostupné zde: [www.jstor.org/stable/1073080](http://www.jstor.org/stable/1073080).

## **2. Vývoj normativní regulace dopadající na dispozici s vnitřní informací na území Evropské unie**

Následující kapitola má za cíl stručně vymežit historický vývoj na poli regulace vnitřních informací v prostředí Evropské unie. Zároveň si klade za cíl zmapovat vývoj ve vymezení pojmu vnitřní informace, jelikož právě tento pojem je naprosto klíčový pro fungování celé regulace dispozic s vnitřními informacemi.

### **2.1. Zpráva odborné skupiny pro Euro-asijskou ekonomickou komisi**

Snahu regulovat a omezit zneužívání vnitřních informací lze spatřovat na poli Evropské unie již od roku 1966, kdy tehdejší Euroasijská ekonomická komise zadala k vypracování zprávu týkající se vývoje na poli evropského finančního trhu. Odborná skupina mimo jiné dospěla k názoru, že pro potřeby optimalizace volného pohybu v rámci finančního trhu a regulace obchodů s cennými papíry a obchodování s nimi by bylo vhodné zavést harmonizační pravidla týkající se úvěrujících institucí jako zprostředkovatelů obchodů s cennými papíry, a vypracovat řešení problémů týkajících se obchodování zasvěcených osob těchto institucí.<sup>33</sup>

### **2.2. Směrnice č. 79/279/EEC o podmínkách pro přijetí cenných papírů k obchodování na trhu (tzv. „Listing Directive I.“)**

V ustanoveních Listing Directive I. je možné spatřovat první úsilí evropských zákonodárců zachytit regulaci povinného zveřejňování vnitřních informací, kdy se v čl. 17 dané směrnice ukládá povinnost emitentům zveřejnit informace blíže vymezené v přílohách C a D. Jedná se zejména o informace směřující k rovnému zacházení se všemi akcionáři, tudíž povinnost zveřejnit informace týkající se např. (i) konání valné hromady, (ii) vydání nových akcií, výše a způsobu vyplácení dividend, (iii) navrhovaného znění změny stanov, (iv) výroční zprávu spolu s účetní uzávěrkou, (v) jakékoli změny týkající se práv spojených s akciemi, a (vi) změny vlastnictví akcií majoritních akcionářů a výše jejich podílu.

Dále směrnice ukládá obecnou povinnost společnosti zveřejnit *„jakýkoli důležitý vývoj ve sféře její činnosti, který není veřejně známý a mohl by jako takový ovlivnit hodnotu jejich aktiv a pasiv, finanční pozici či obecný směr vývoje společnosti, jakožto údaje, které*

---

<sup>33</sup> Segre, C. The development of a European capital market. *Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission* [online], 1966, str. 31. [cit. 10. 4. 2021] Dostupné zde: <http://aei.pitt.edu/31823/>.



*mohou ovlivnit cenu obchodovaných akcií*<sup>34</sup>. Materiálně stejné podmínky pak klade i na emitenta dluhopisů v příloze D výše uvedené směrnice.

Zároveň však tato směrnice dala prostor pro výjimky z výše uvedeného pravidla, a to podobou možného svolení k nezveřejnění takové informace ze strany kompetentních národních orgánů (v rámci ČR byla tímto orgánem do 31. března 2006<sup>35</sup> Komise pro cenné papíry), za podmínky, že *„je takové nezveřejnění v legitimním zájmu dotčené společnosti“*.<sup>36</sup> Současně daná směrnice zavedla požadavek ekvivalentnosti informací v jednotlivých členských státech tehdejšího Evropského společenství.

### **2.3. Směrnice č. 89/592/EEC o regulaci obchodování zasvěcených osob**

Tato směrnice už jen svým názvem vybočuje z řady předchozích směrnic dopadající na regulaci finančního trhu, jelikož se jasně vymezila pouze na jednu konkrétní oblast, a to na regulaci obchodování osob disponujících s vnitřní informací (tzv. zasvěcená osoba). Implementace do právních řádů členských států měla proběhnout do 1. července 1992, kdy jediné členské státy, které nezavedly právně závazné normy týkající se regulace obchodování zasvěcených osob, byly Německo a Lucembursko.<sup>37</sup>

Můžeme zde také nalézt poprvé přímou definici vnitřní informace, kterou směrnice definuje jako *„informaci přesné povahy, která nebyla zveřejněna, týkající se jednoho či několika emitentů převoditelných cenných papírů, která pokud by byla uveřejněna, měla by nejspíše významný vliv na cenu takového cenného papíru“*.<sup>38</sup> Dotčené ustanovení položilo dodnes zásadní a stále používaný základ čtyř-prvkové definice vnitřní informace jako *informace přesné povahy, neveřejné, týkající se emitenta a způsobilé ovlivnit cenu cenného papíru*, která až do dnešní doby tvoří základ vymezení pojmu vnitřní informace unijní regulací.

Zároveň tato směrnice ve svém čl. 2 taxativně stanovila věcný okruh osob, které mohou přijít do styku s vnitřní informací, a to na členy (i) administrativních, vedoucích či dozorcích orgánů emitenta, dále pak na (ii) osoby držící podíl na emitentovi, a nakonec

<sup>34</sup> Volný překlad přílohy C, bodu 5, písmena (A), odst. 1 Směrnice č. 79/279/EEC ze dne 5. března 1979.

<sup>35</sup> Po 31. březnu 2006 přešla působnost Komise pro cenné papíry na ČNB na základě novely Zákona č. 15/1998 Sb. o dohledu v oblasti kapitálového trhu provedené zákonem č. 57/2006 Sb. o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.

<sup>36</sup> Volný překlad přílohy C, bodu 5, písmena (A), odst. 2 Směrnice č. 79/279/EEC ze dne 5. března 1979.

<sup>37</sup> Klaus J. Hopt The European Insider Dealing Directive. *Common Market Law Review* [online], 27(1), 1990, str. 72. [cit. 11. 4. 2021] Dostupné zde: <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/Common+Market+Law+Review/27.1/COLA1990004>.

<sup>38</sup> Volný překlad čl. 1 odst. 1 Směrnice č. 89/592/EEC ze dne 13. listopadu 1989.

obecně na (iii) jakéhokoli zaměstnance, externího spolupracovníka či jinou osobu plnící své povinnosti.<sup>39</sup> Z daných definičních znaků je možno vyvodit, že takový zákaz se vztahuje prakticky na jakoukoli osobu, která s takovou informací přijde do styku. Zároveň přichází v úvahu položit si otázku, zda by ze strany evropských zákonodárců nebylo vhodnější použít obecnější definici širěji vymezující věcný okruh osob oproti taxativnímu výčtu.

Následně je těmto osobám dle čl. 3 této směrnice kladen zákaz sdělit či uveřejnit vnitřní informaci jakékoli třetí straně, pokud to není běžné v rámci jejich pracovních, profesních či jiných povinností, a zároveň zákaz učinit doporučení či pověřit takovou třetí stranu, aby na základě vnitřní informace udělala obchod s cennými papíry. Je vhodné podotknout, že tato směrnice byla souběžně účinná se směrnicí č. 79/279/EEC, která ukládala povinné zveřejňování informací, viz bod 2.2 této kapitoly. V tomto nově vznikajícím rámci je proto možné spatřovat již formující se ucelenější a komplexnější právní úpravu, kdy za účinnosti těchto dvou směrnic jsou současně na emitenty kladeny povinnosti jak (i) povinného zveřejňování informací, které lze bez pochyby kvalifikovat jako vnitřní, tak (ii) zákaz obchodování zasvěcených osob.

#### **2.4. Směrnice 2001/34/EC o podmínkách pro přijetí cenných papírů k obchodování na trhu (tzv. „Listing Directive II.“)**

Takzvaná Listing Directive II. je přímým nástupcem předcházející směrnice Listing Directive I., a také reakcí na potřebu sjednotit a aktualizovat úpravu týkající se podmínek přijetí k obchodování na finančních trzích.<sup>40</sup> K tématice vnitřních informací však zásadní novinky nepřinesla, přičemž v oblasti povinného zveřejňování informací týkajících se emitenta pouze přebrala znění z předešlé Listing Directive I.

#### **2.5. Směrnice č. 2003/6/EC o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem**

Směrnice č. 2003/6/EC ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (dále jen „MAD“) byla přelomovým milníkem v oblasti regulace finančních trhů ve vztahu k omezení obchodování zasvěcených osob a nově i manipulace s trhem. Již z názvu je možné pozorovat snahu evropského zákonodárce o vytvoření uceleného „balíku“ regulace dopadajícího na ochranu finančních trhů před jejich zneužitím. Z derogačních klauzulí MAD lze vyvodit, že MAD sjednotila úpravu zahrnutím povinného zveřejňování informací emitenty plynoucí z Listing Directive II. a rovněž zákazu

---

<sup>39</sup> Volný překlad čl. 2 Směrnice č. 89/592/EEC ze dne 13. listopadu 1989.

<sup>40</sup> Recitál č. 1 Směrnice č. 2001/34/EC ze dne 28. května 2001.

obchodování zasvěcených osob plynoucí ze směrnice č. 89/592/EEC. Ačkoliv recitál č. 12 MAD vymezuje zneužití trhu jako obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem, z čl. 6 MAD lze vyvodit, že za zneužití trhu může být považováno i neoprávněné pozdržení či pozdní uvolnění vnitřní informace.<sup>41</sup>

Za snahou co nejdříve zveřejnit vnitřní informace můžeme spatřovat zejména snahu eliminovat riziko zneužití takové informace a zároveň úsilí o vytvoření informačně uniformního tržního prostředí, kdy i základní definice efektivního tržního prostředí k takové efektivitě vyžaduje, aby tržní ceny finančních instrumentů vždy přímo odrážely všechny dostupné informace.<sup>42</sup> MAD ve svém čl. 1 lehce pozměňuje dřívější definici, když zavádí spíše intuitivnější terminologii, a to zejména ve vztahu k emitentovi použitím slovního spojení *přímo či nepřímo týkající se jednoho či více emitentů*. Dále MAD rovněž používá definiční pojem *finanční instrument*, který výrazně rozšiřuje předchozí definici omezující se na převoditelný cenný papír.<sup>43</sup> Definice vnitřní informace jinak zůstává stejná. Zároveň MAD zavádí novou definici deliktu týkající se manipulace s trhem.<sup>44</sup>

Ve věci vymezení věcného okruhu osob, na které se zákaz obchodování na základě vnitřní informace vztahuje, MAD rozšiřuje daný okruh o jednu skupinu, a to o „*osoby, které danou vnitřní informaci získaly na základě své trestné činnosti*“. Jedná se jednak o odraz pragmatické úvahy, kdy v nemálo případech je vnitřní informace získána trestnou činností (např. formou úplatku osoby, mající k takové informaci přístup, či krádeží dokumentů obsahující takové informace), tak i o důsledek dobových obav z teroristických útoků.<sup>45</sup>

Co se týče zákazu sdělovat vnitřní informace či instruovat třetí osobu k obchodům na základě takové informace, zůstala formulace v MAD oproti Směrnici č. 89/592/EEC nezměněna. Výše uvedené změny v rámci MAD lze proto považovat za úspěšný posun v boji proti zneužívání finančních trhů. Přesto však implementace

---

<sup>41</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, *Oxford: Oxford University Press*, 2017, str. 6. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>42</sup> Gilson, R., Kraakman, R. The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review* [online], 70(4), 1984, str. 554. [cit. 12. 4. 2021] Dostupné zde: [www.jstor.org/stable/1073080](http://www.jstor.org/stable/1073080).

<sup>43</sup> Čl. 1, odst. 2. a 3. směrnice MAD.

<sup>44</sup> Uvedená definice a pojem manipulace s trhem obecně není v této práci z důvodu obsáhlosti problematiky dále rozebírána.

<sup>45</sup> Ferrarini, G., The European Market Abuse Directive. *Common Market Law Review* [online], 2004, 41(3). str. 722. [cit. 14.4. 2021] Dostupné zde: [https://www.researchgate.net/publication/298924671\\_The\\_European\\_Market\\_Abuse\\_Directive](https://www.researchgate.net/publication/298924671_The_European_Market_Abuse_Directive) za podpory recitálu č. 14 MAD.

do právních řádů členských států upozornila na jiný aspekt problému, a to nejednotnou úpravu napříč Evropskou unií.<sup>46</sup>

Výše zmíněný aspekt začal postupem času tvořit problémy související s implementací a různými národními úpravami ze strany členských států, pročež vyvstala potřeba tuto úpravu sjednotit, a podpořit tak volný trh a právní jistotu emitentů a subjektů finančních trhů napříč Evropskou unií.<sup>47</sup>

## 2.6. Nařízení EU č. 596/2014 o zneužívání trhu

Nařízení EU č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (dále jen „MAR“) reagovalo na výše nastíněný problém, kdy se evropský zákonodárce rozhodl vydat cestou nařízení, které je obecně závazné, přímo použitelné a má tedy tzv. přímý účinek<sup>48</sup> vůči adresátům v jednotlivých členských státech. MAR jakožto nařízení Evropské unie také podléhá tzv. autonomní interpretaci, což znamená, že ustanovení MAR se mají vykládat bez ohledu na vnitrostátní právo.<sup>49</sup> Lze tedy shrnout, že MAR konečně sjednotilo a harmonizovalo úpravu napříč Evropskou unií a vzhledem k současnému stavu harmonizace vnitrostátních právních řádů členských států Evropské unie poskytuje maximum harmonizační snahy ze strany evropského zákonodárce.

Za snahou sjednotit právní úpravu finančních trhů členských států Evropské unie byla jednoznačně i idea tzv. jednotného trhu směřujícího k unii finančních trhů, kdy jedním ze čtyř prvků takového trhu je i bezesporu unifikovaná normativní úprava napříč členskými státy.<sup>50</sup> Dalším významným hybatelem za přijetím MAR bylo jednoznačně i přijetí směrnice č. 2004/39/EC ze dne 21. dubna 2004 (dále jen „MiFID“), která zavedla rozdílnou terminologii segmentace trhů.

MAD totiž reguloval dispozice s vnitřními informacemi souvisejícími s finančními instrumenty, které byly přijaty k obchodování pouze na regulovaných trzích, přičemž

---

<sup>46</sup> Larosiére Group Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU [online]. Bod č. 102, str. 27. [cit. 14.4. 2021] Dostupné zde: [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication14527\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf).

<sup>47</sup> Ventrizzo M., Mock S., Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Oxford: Oxford University Press, 2017 str. 6. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>48</sup> Hamulák, O., Stehlík, V.: Praktikum práva Evropské unie. Ústavní základy a soudnictví, Praha: Leges, 2013, str. 64. ISBN 978-80-7502-159-5.

<sup>49</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Oxford: Oxford University Press, 2017, str. 8. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>50</sup> Larosiére Group Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU [online]. Bod č. 101, str. 27. [cit. 20. 4. 2021] Dostupné zde: [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication14527\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf).

s příchodem MiFID byly finanční instrumenty nově obchodovány také prostřednictvím mnohostranných obchodních systémů (dále jen „MTF“), či organizovaných obchodních systémů (dále jen „OTF“) nebo mimoburzovních obchodů (dále jen „OTC“).<sup>51</sup> MAR tedy více rozšířil působnost i na trhy nově segmentované směrnicí MiFID.

## 2.7. Směrnice č. 2014/57/EU o trestních sankcích za zneužívání trhu

Směrnicí č. 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (dále jen „CSMAD“) lze považovat za doprovodnou normu MAR sloužící k implementaci a sjednocení trestněprávních sankcí za porušení ustanovení MAR. Důvod, proč evropský zákonodárce použil k harmonizaci trestněprávních sankcí podobu směrnice, a nikoli nařízení, lze spatřovat v ustanoveních Smlouvy o fungování Evropské unie,<sup>52</sup> kdy tato ustanovení umožňují evropskému zákonodárci přijmout k harmonizaci v rovině trestněprávní pouze směrnice, a to v minimálním a nezbytném rozsahu.<sup>53</sup> CSMAD tedy upravuje problematiku trestněprávních sankcí, které konkrétně v České republice byly implementovány do ustanovení § 255 a § 255a zákona č. 40/2009 Sb., trestní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.<sup>54</sup>

## 2.8. Prováděcí akty Komise EU a obecné pokyny či doporučení Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA)

K aktuální legislativě v podobě MAR nelze opomenout ani prováděcí akty Komise EU, neboť Komise je k vydávání prováděcích aktů zmocněna v ustanovení MAR.<sup>55</sup> Toto může probíhat formou prováděcího předpisu v přenesené působnosti, implementačních technických standardů nebo regulatorních technologických standardů.<sup>56</sup> Dále pak obecné pokyny či doporučení Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (dále jen „ESMA“), které jsou dle Nařízení EU č. 1095/2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu závazné do té míry, že stanoví povinnost národním regulátorům (v České republice ČNB) a účastníkům

---

<sup>51</sup> European Commission proposal for Regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse), 2011/0295 (COD), str. č. 6. Dostupné zde: [https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/documents/com/com\(2011\)0651/com\\_com\(2011\)0651\\_en.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com(2011)0651/com_com(2011)0651_en.pdf).

<sup>52</sup> Ventoruzzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, *Oxford: Oxford University Press*, 2017, str. 9. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>53</sup> Čl. 83, odst. 1-3 Smlouvy o fungování Evropské unie. Dostupné zde: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=EN>.

<sup>54</sup> Vzhledem k tomu, že se tato práce nezaobírá blíže samotným zneužitím vnitřních informací, tudíž ani sankčními aspekty za porušení MAR, tuto problematiku dále práce nerozvádí.

<sup>55</sup> Čl. 35 odst. 1 MAR.

<sup>56</sup> Takto se například děje v případě prováděcích technických norem Prováděcím nařízením Komise (EU) č. 2022/1210 týkající se formátu seznamu zasvěcených osob nebo v případě regulačních technických norem Nařízením Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 2022/1959 týkající se vzoru smlouvy o zajištění likvidity pro akcie (Market Making).

finančních trhů „vynaložit veškeré úsilí, aby se těmito obecnými pokyny a doporučeními řídili“.<sup>57</sup>

Je však nutné podotknout, že v praxi jsou tyto dokumenty naopak vítanou interpretační pomůckou k jednotlivým ustanovením evropských norem regulujících finanční trhy. K datu vyhotovení této práce Komise EU vydala 19 prováděcích a implementačních norem k MAR.<sup>58</sup> ESMA oproti tomu vydala k MAR 4 obecných pokynů a doporučení.<sup>59</sup>

## 2.9. Dílčí závěr

Snahy evropského zákonodárce na poli postupného vývoje od počáteční Listing Directive I až po současný MAR hodnotím kladně, evropský zákonodárce pružně reagoval na praktický vývoj prostřednictvím judikatury SDEU. Potenciální nedokonalost zejména v absenci zavedení centrálního registru vnitřních informací na poli EU a s tím souvisejících institutů oznamování manažerských obchodů. Jsem totiž toho názoru, že pokud evropský zákonodárce trvá na harmonizované úpravě a klade důraz na veřejnou přístupnost vnitřních informací, kdy za tímto jeho úmyslem shledávám snahu o co nejsnazší možnost veřejnosti seznámit se s vnitřními informacemi, bylo by příhodné veřejnosti poskytnout snadný přístup k těmto informacím.<sup>60</sup> Tento přístup by odpovídal americké koncepci, kde jsou tyto informace evidovány a dostupné prostřednictvím jednoho systému EDGAR<sup>61</sup> spadající pod gesci SEC. Navzdory tomu, že si jsem vědom rozdílnosti amerického a evropského prostředí, řešení formou zavedení centrálního úložiště na poli EU, kam bude číne automatické nahrávání z úložiště regulátorů jednotlivých členských států neshledávám za finančně ani administrativně náročné. Budoucí vývoj týkající se uvedené centralizované platformy ale neshledávám za optimistický vzhledem k Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1227/2011 ze dne 25. října 2011 o integritě a transparentnosti velkoobchodního trhu s energií (*Remit*), kdy uveřejňování vnitřních informací<sup>62</sup> bude probíhat do centralizovaných úložišť, kterých je předem neomezený počet.<sup>63</sup>

<sup>57</sup> Čl. 16 odst. 3 Nařízení EU č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu.

<sup>58</sup> Seznam prováděcích a implementačních norem [online], [cit. 24. 3. 2024]. Dostupný zde: [https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/market-abuse-regulation\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/market-abuse-regulation_en).

<sup>59</sup> ESMA Library, Market Abuse. Dostupné zde: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/guidelines-recommendations-and-technical-standards>.

<sup>60</sup> Za snadný přístup k těmto vnitřním informacím nelze shledat situaci, kdy je v každém členském státě regulovaná informace schována pod několika záložkami na webových stránkách regulátora.

<sup>61</sup> <https://www.sec.gov/edgar/search-and-access>

<sup>62</sup> Jejichž definice je shodná s definicí v MAR.

<sup>63</sup> Seznam poskytovatelů centrálních úložišť dostupný zde: <https://www.acer-remit.eu/portal/list-inside-platforms#>.

### 3. Konstrukční prvky vnitřní informace dle MAR

Následující kapitola má za cíl vymežit jednotlivé konstrukční prvky vnitřní informace, které nalezneme v MAR.<sup>64</sup> Tyto prvky musí informace jako celek naplnit, aby byla kvalifikována jako vnitřní informace, a spadala tak pod věcnou působnost MAR.

#### 3.1. Východiska přístupu evropského regulátora k regulaci dispozic s vnitřní informací

Evropský zákonodárce se rozhodl zvolit jiný přístup oproti americkému, kdy základem pro evropskou regulaci je teorie informační parity (oproti americké tzv. „fiduciární teorii“), jejíž přístup je založen na významu rovnosti účastníků trhu, ve vztahu k dispozicím s informacemi.<sup>65</sup> Základem tohoto přístupu je presumpce, že informační disparita mezi účastníky trhu podryvá důvěru investorů a s tím spojenou integritu finančních trhů.<sup>66</sup> Teorie informační parity, která v zásadě významně rozšiřuje působnost evropské regulace oproti americké, totiž jako taková dopadá na všechny osoby, kterým se dostane do dispozice informace naplňující konstrukční prvky vnitřní informace, a to za podmínky, že tato osoba věděla, či měla vědět, že jde o informaci vnitřní povahy.<sup>67</sup> Toto teoretické východisko zaujal i SDEU<sup>68</sup>, kdy v jím řešené věci sice neshledal porušení tehdy platné směrnice EU č. 89/592/EEC z důvodu absence skutkové podstaty manipulace s trhem<sup>69</sup>, ale konstatoval právě narušení informační parity účastníků trhu a možné poškození důvěry veřejnosti v integritu finančních trhů.

Takto široce vymezená věcná působnost MAR však není bez výjimek. Porušení ustanovení MAR se nedopouštějí osoby, které (i) informaci zpřístupní v rámci běžného výkonu zaměstnání, povolání či jiného plnění povinností<sup>70</sup>, nebo (ii) se účastní sondování trhu, což je činnost, při které dochází k selektivnímu sdělení vnitřních informací vybranému

---

<sup>64</sup> Čl. 7 odst. 1 MAR.

<sup>65</sup> Taleska, A. European Insider Trading Theory Revisited: The Limits of the Parity-of-Information Theory and the Application of the Property Rights in Information Theory to Activist Investment Strategies. *European Company and Financial Law Review* [online], Vol. 17, 2020, str. 567 [cit. 20. 4. 2021] Dostupné zde: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2020-0024>.

<sup>66</sup> *Ibid.*, str. 568.

<sup>67</sup> Ventoruzzo, M., Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments. *European Corporate Governance Institute (ECGI)* [online], 257/2014, 2014. str. 17. [cit. 20. 4. 2021] Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=2442049>.

<sup>68</sup> Rozhodnutí SDEU, *Georgakis*, sp. zn. C-391/04, dostupné zde: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:62004CJ0391>.

<sup>69</sup> V tomto případě šlo o umělé navýšení cen akcií.

<sup>70</sup> Čl. 10 odst. 1 MAR.



okruhu investorů.<sup>71</sup> Na výše uvedený bod (i) se však vztahuje povinnost takovou informaci uveřejnit, přičemž v případě úmyslného uveřejnění je nutné tak učinit současně se sdělením takové informace, oproti tomu v případě neúmyslného uveřejnění neprodleně poté, co se o takové skutečnosti dotčená osoba dozví.<sup>72</sup>

### 3.2. Informace přesné povahy

Prvním z konstrukčních prvků vnitřní informace je přesná povaha takové informace. MAR obsahuje základní interpretační pomůcku, která stanoví, že informaci lze považovat za informaci přesné povahy v případě, kdy „*je jejím obsahem souhrn okolností, který existuje nebo u něhož lze důvodně očekávat, že vznikne, nebo událost, která nastala nebo u níž lze důvodně očekávat, že nastane, pokud je konkrétní natolik, že umožňuje vyvozovat závěry týkající se možného vlivu tohoto souhrnu okolností nebo události na ceny finančních instrumentů (...)* V této souvislosti v případě dlouhodobého procesu, který má vyústit nebo vyústí v konkrétní okolnosti či událost, lze tyto budoucí okolnosti či tuto budoucí událost, jakož i dílčí kroky tohoto procesu, které jsou spojeny s vyústěním v tyto budoucí okolnosti nebo v tuto budoucí událost nebo v tuto okolnost či událost vyústí považovat informace přesné povahy“.<sup>73</sup>

Z výše uvedené definice lze vyvodit, že evropský zákonodárce stanovuje několik požadavků na obsah, které informace jako taková musí splňovat, aby její povaha byla považována za přesnou a to, že (i) informace musí obsahovat souhrn specifických okolností, či údaje o konkrétní události, (ii) dále se musí jednat o informaci popisující budoucí či předchozí událost či okolnost, o které se lze důvodně domnívat, že nastane, a (iii) informace umožňuje učinit odhad možného vlivu na cenu finančních instrumentů.

Je však třeba rozlišovat mezi dvěma nosnými prvky vymezenými výše v bodě (i), a sice, zda se jedná o informaci o okolnosti či události. Událost typicky obsahuje kombinaci akcí, faktů nebo situací, které mohou či nemusí být ovlivněny okolnostmi.<sup>74</sup> Oproti tomu okolnost jako taková je pouhou základní podmínkou děje.<sup>75</sup> Jako příklad napomáhající k hmatatelnému rozlišení takových prvků lze uvést, že za událost pro účely

---

<sup>71</sup> Čl. 11 MAR, je však nutné dodat, že vzhledem k rozsahu problematiky Sondování trhu, se tato práce problematikou Sondování trhu nezabývá.

<sup>72</sup> Čl. 17 odst. 8 MAR.

<sup>73</sup> Čl. 7 odst. 2, věta první, citace byla zjednodušena z hlediska výčtu finančních instrumentů.

<sup>74</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Oxford: Oxford University Press, 2017, str. 190. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>75</sup> Ibid.



výše vymezeného dělení bude typicky považována valná hromada emitenta rozhodující například o zvýšení základního kapitálu formou emise nových akcií.<sup>76</sup> Okolnost pak lze ilustrovat jako fakta vedoucí k pořádání takové valné hromady, tj. například regulatorní požadavky kladené na banku, jejíž akcie jsou zároveň veřejně obchodované, a minimální výši jejího základního kapitálu, konkrétně pak požadavek zvýšení minimálního základního kapitálu vyžadovaného regulátorem.<sup>77</sup> Díky takovému vymezení je možné dospět k závěru, že jediná okolnost není typicky způsobilá kvalifikovat se jako informace přesné povahy<sup>78</sup>, jelikož postrádá právě exaktní informaci týkající se emitenta, ale pouze typicky popisuje jakési důvody pro možný následný vznik události<sup>79</sup>. Oproti tomu dílčí kroky směřující k realizaci určitého záměru jsou způsobilé kvalifikovat se jako informace přesné povahy, jelikož typicky budou směřovat k realizaci určité události.<sup>80</sup> Nelze však ani vyloučit případ, kdy soubor dílčích kroků představující pouhé okolnosti bude ve svém celku natolik určitý, že ve finále bude způsobilý vyvodit dostatečně přesný závěr o budoucím vývoji.<sup>81</sup> Začleněním dílčích kroků do způsobilosti kvalifikovat se jako vnitřní informace evropský zákonodárce v podstatě převzal výrok z rozsudku *Geltl v Daimler*<sup>82</sup>.

Další podmínkou kladenou evropským zákonodárcem vymezenou výše v bodě (ii) je, že událost či okolnost jako taková již nastala, nebo lze důvodně očekávat, že nastane. V tomto ohledu je možné narazit na problematickou interpretaci důvodného očekávání, postupem času se totiž ustálila terminologie tzv. „testu důvodného očekávání“<sup>83</sup>, tento test slouží k vymezení míry pravděpodobnosti toho, zda událost či souhrn okolností nastane<sup>84</sup>, přičemž míra takové pravděpodobnosti musí dosahovat alespoň úrovně vysoké

---

<sup>76</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, *Oxford: Oxford University Press*, 2017, str. 190. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>77</sup> *Ibid.*

<sup>78</sup> Schaumburg-Müller, P., Werlauff, E. Disclosure of Price-Sensitive Information: What Effect Do "Intermediate Steps" Have on the Statutory Disclosure Date? *European Company Law* [online], 10(1), 2013, str. 9. [cit. 21. 4. 2021] Dostupné zde: <http://www.kluwerlawonline.com/abstract.php?area=Journals&id=EUCL2013002>.

<sup>79</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, *Oxford: Oxford University Press*, 2017, str. 190. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>80</sup> *Rozsudek Soudního dvora EU, Markus Geltl v. Daimler AG., sp. zn. C-19/11*, odst. č. 40.

<sup>81</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, *Oxford: Oxford University Press*, 2017, str. 191. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>82</sup> *Rozsudek Soudního dvora EU, Markus Geltl v. Daimler AG., sp. zn. C-19/11*, výrok č. 1.

<sup>83</sup> Di Noia, C. and Gargantini, M. Perspectives on Group Corporate Governance and European Company Law. *European Company and Financial Law Review* [online], 9 (4), 2012, str. 492. [cit. 22. 4. 2021] Dostupné zde: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2012-0484>.

<sup>84</sup> *Ibid.*

pravděpodobnosti v rámci celkového posouzení.<sup>85</sup> Uchopitelný příklad uvádí Ventrizzo, který vysokou pravděpodobnost vymezuje jako minimálně 51procentní pravděpodobnost toho, že taková událost nastane či jednání předpokládané v takové informaci bude uskutečněno.<sup>86</sup> Logickou úvahou lze pak dospět k současné eliminaci informací reálně nemožných či smyšlených.

Poslední podmínkou vymezenou výše v bodě (iii) kladenou na informaci a její přesnou povahu je dostatečná konkrétnost informace vedoucí k tomu, aby osoba, která takovou informací disponuje, byla schopná odvodit závěr o možném vlivu takové události či souhrnu okolností na cenu finančních instrumentů.<sup>87</sup> SDEU v dané problematice dospěl k závěru, že takovou podmínku může splnit i informace, která neposkytuje možnost odhadnout, zda cenu finančního instrumentu ovlivní negativně či pozitivně, v tomto případě právě stačí pouhé důvodné očekávání osoby disponující s takovou informací o ovlivnění ceny takového instrumentu.<sup>88</sup> Je tedy možné uzavřít, že k tomu, aby informace splňovala požadavek přesné povahy týkající se výše popsaného bodu (iii) je potřeba zejména, aby informace umožňovala určitou míru subjektivního přesvědčení osoby disponující s takovou informací, na základě kterého bude možné vyvodit závěr o případném vlivu na cenu finančních instrumentů. Jedná se tedy o určitý objektivní standard hodnocení, kdy osoba disponující s vnitřní informací mohla dovést, že taková událost či souhrn okolností může mít dopad na cenu aktiv.

Zajímavý závěr v tomto přináší Klöhn, který dospěl k myšlence, že informaci lze kvalifikovat jako vnitřní pouze tehdy, pokud tato informace dává účastníkům trhu důvod k obchodování.<sup>89</sup> Je však nutné podotknout, že Klöhn tehdy dospěl i k závěru o nutnosti dovozovat směr pohybu ceny finančního instrumentu, což SDEU následně vyvrátil, jak je již uvedeno výše.

---

<sup>85</sup> *Rozsudek Soudního dvora EU, Markus Gelll v. Daimler AG., sp. zn. C-19/11*, odst. č. 56.

<sup>86</sup> Ventrizzo M., Mock S. *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide*. Oxford: Oxford University Press, 2017, str. 192. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>87</sup> *Ibid*, str. 192.

<sup>88</sup> *Rozsudek Soudního dvora Evropské unie, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, sp. zn. C-628/13*, odst. č. 30 a 37.

<sup>89</sup> Klöhn, L. *Inside Information Without an Incentive to Trade? What's at Stake in 'Lafonta v. AMF*. *Humboldt University of Berlin - Faculty of Law* [online], 2014, str. 18. [cit. 22. 4. 2021] Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=2429513>.

### 3.3. Informace dosud neveřejná

Druhým z konstrukčních prvků vnitřní informace je neveřejnost dané informace. Zde se praktická interpretace tohoto ustanovení nejspíše nebude potýkat s takovými problémy jako ostatní konstrukční prvky vnitřních informací, jelikož lze dospět k závěru, že zásadní nosnou konstrukcí MAR je snaha předcházet delší existenci neveřejných vnitřních informací. Základní presumpcí evropských zákonodárců totiž je, že čím déle zůstává informace, kterou lze kvalifikovat jako vnitřní, neveřejná, tím více se zvyšuje pravděpodobnost zneužití takové informace.<sup>90</sup> Právě proto MAR obsahuje ustanovení, které ukládá emitentům povinnost co nejdříve jakoukoli informaci, která se kvalifikuje jako vnitřní, zveřejnit, viz dále.

Důvod, proč zavádět povinné zveřejňování vnitřních informací, je možné nejlépe ilustrovat na reálné situaci amerických burzovních trhů, kdy lze jasně dospět k závěru, že reakce trhů na zamýšlené fúze začíná před prvním veřejným oznámením takové fúze.<sup>91</sup> MAR se tomuto snaží předcházet ve svých ustanoveních zavedením povinnosti emitenta „co nejdříve informovat veřejnost o vnitřních informacích, jež se tohoto emitenta přímo týkají“.<sup>92</sup> Lhůtu „co nejdříve“ ČNB vyložila za použití analogie s lhůtou v českém právu známou pod pojmem *bezodkladně*, která je definována jako „*přiměřený časový úsek, v němž je emitent finančního nástroje schopen uveřejnit vnitřní informaci za daných okolností, s využitím všech možností pro splnění povinností a při svém běžném chodu*“.<sup>93</sup>

MAR v souvislosti se způsobem zveřejnění odkazuje na směrnici č. 2004/109/ES, která stanovuje povinnost členských států zavést jedno centrální úložiště regulovaných informací.<sup>94</sup> Prováděcí nařízení EU k MAR č. 2016/1055 dále stanoví, že technickými

---

<sup>90</sup> Lze nepřímo dovodit z poznámky pod čarou č. 76 v Gilson, R., Kraakman, R. The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review* [online], 70(4), 1984, str. 573. [cit. 23. 4. 2021] Dostupné zde: [www.jstor.org/stable/1073080](http://www.jstor.org/stable/1073080).

<sup>91</sup> Keown, A., Pinkerton, J., Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance* [online], 36(4), 1981, str. 866. [cit. 23. 4. 2021] Dostupné zde: <https://www.jstor.org/stable/2327551?seq=1>.

<sup>92</sup> Čl. 17 odst. 1 MAR.

<sup>93</sup> Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentností – 28. 11. 2018. Dostupné zde: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Soubor-odpovedi-na-dotazy-souvisejici-s-regulaci-ochrany-proti-zneuživani-trhu-a-transparentnosti-28-11-2018/>.

<sup>94</sup> V České republice se jedná o centrální úložiště regulovaných informací, vedené ČNB. Dostupné zde: [https://oa.m.cnb.cz/siprextddad/SIPRESWEB.WEB21.START\\_INPUT\\_OAM?p\\_lang=cz](https://oa.m.cnb.cz/siprextddad/SIPRESWEB.WEB21.START_INPUT_OAM?p_lang=cz).

prostředky ke zveřejnění vnitřních informací mohou být i internetové stránky emitenta.<sup>95</sup> V praxi se tedy setkáváme s uveřejněním na obou platformách.

Je však třeba rozlišovat povinné uveřejnění vnitřních informací jako povinnost uloženou emitentovi a zároveň neveřejný charakter informace jako jeden z konstrukčních prvků vnitřní informace, kdy Výbor pro evropskou regulaci cenných papírů (dále jen „CESR“) dospěl k závěru, že pro potřeby vymezení vnitřní informace je možno informaci považovat za veřejnou, i když ji emitent nezveřejnil stanoveným způsobem.<sup>96</sup>

### **3.4. Informace týkající se přímo či nepřímo emitenta či finančního instrumentu**

Třetím z konstrukčních prvků stanovených evropským zákonodárcem pro to, aby bylo možno považovat informaci za vnitřní, je přímá či nepřímá souvislost takové informace s jedním či několika emitenty, nebo jedním či více finančními instrumenty.<sup>97</sup> Zároveň je vhodné podotknout, že pokud se informace dotýká emitenta přímo, klade MAR emitentovi zároveň povinnost takovou informaci zveřejnit.<sup>98</sup> Pro ilustraci, a zároveň jako interpretační pomůcku přímého či nepřímého vztahu k emitentovi či finančnímu instrumentu, je možno použít praktického rozlišení mezi korporátní a tržní informací.<sup>99</sup> Z tohoto pohledu informaci, která se nepřímo dotýká emitenta, je třeba považovat za tržní informaci, oproti tomu informaci, která se emitenta dotýká přímo, je třeba považovat za informaci korporátní.<sup>100</sup>

Výše uvedené je tedy možné prakticky aplikovat tak, že informace týkající se emitenta přímo budou typicky korporátní rozhodnutí představenstva, údaje o konání schůze dozorčí rady a všechny povahou podobné korporátní akty či rozhodnutí. Na základě logické úvahy lze dovodit, že pod takovou množinu budou bezesporu spadat i informace o probíhajících jednáních např. před podpisem MoU v souvislosti s plánovanou transakcí<sup>101</sup> atp. Zároveň je však třeba podotknout, že některé informace nebudou výsledkem korporátního rozhodnutí emitenta, a přesto je bude možné kvalifikovat jako přímo

---

<sup>95</sup> Čl. 3 nařízení EU č. 2016/1055.

<sup>96</sup> Stanovisko CESR, č. 06-562b, odst. č. 1.9.

<sup>97</sup> Čl. 7 odst. 1 MAR.

<sup>98</sup> Čl. 17 odst. 1 MAR.

<sup>99</sup> Ventoruzzo M., Mock S., *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide*, Oxford: Oxford University Press, 2017, str. 199. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>100</sup> *Ibid.*

<sup>101</sup> Memorandum of Understanding, v takovém memorandu se typicky zavazují strany dílčí transakce k exkluzivě probíhajících jednání.

související s emitentem. Bude se jednat typicky o udělení sankce ze strany veřejnoprávního orgánu, kdy CESR uvedené rozšiřuje např. o fyzickou destrukci nepojištěného zboží či právní spory.<sup>102</sup> Ve valné většině případů se proto bude jednat o informace korporátní povahy pocházející z korporátních rozhodnutí, či úkonů směřujících k takovým rozhodnutím. Dané pravidlo vzhledem k výše uvedenému nelze aplikovat taxativně.

Oproti tomu informace týkající se emitenta nepřímou, výše vymezenou jako tržní informace, je možné definovat jako právní události, které se dějí mimo sféru emitenta. Půjde tedy typicky o statistiky či prognózy týkající se určitého tržního segmentu, ve kterém působí i daný emitent, nebo např. o vydání nových burzovních pravidel dané burzy.<sup>103</sup> Ventrizzo uvedenou množinu shrnuje jako informace, které se typicky týkají více emitentů, a dále podotýká, že informace nepřímou se dotýkající emitenta budou typicky uveřejněny, tudíž by ve výsledku nenaplnily podmínku neveřejnosti výše vymezenou v bodě 3.3 této kapitoly.<sup>104</sup>

### 3.5. Informace, která má kurzotvorný potenciál

Čtvrtým konstrukčním prvkem vnitřní informace je její kurzotvorný potenciál, resp. významný dopad takové informace, pokud by byla uveřejněna, na cenu finančního instrumentu. MAR pro tento účel poskytuje interpretační ustanovení<sup>105</sup>, a to konkrétně objektivní kritérium tzv. racionálního investora. Na základě již zrušeného<sup>106</sup> stanoviska<sup>107</sup> CESR se takové hodnocení děje *ex-ante*, tj. osoba disponující s informací hodnotí její budoucí dopad na cenu finančního instrumentu. CESR zde dále interpretoval osobu racionálního investora jako osobu, která uvažuje a chová se racionálně.<sup>108</sup> MAR následně závěr ohledně hodnocení *ex-ante* převzal<sup>109</sup>, tudíž tento úsudek musí vždy probíhat směrem do budoucna. Nadto nelze opomenout ani fakt, že SDEU v minulosti judikoval pomyslné interpretační vodítko k významnosti ve vztahu ke kurzotvornému vlivu takové informace,

---

<sup>102</sup> Stanovisko CESR, č. 06-562b, odst. č. 1.15.

<sup>103</sup> *Ibid.*, odst. č. 1.16.

<sup>104</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, *Oxford: Oxford University Press*, 2017, str. 199. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>105</sup> Čl. 7 odst. 4 MAR.

<sup>106</sup> SDEU toto konstatoval a zároveň se v jisté rovině odklonil od závěrů vyslovených v tomto stanovisku (pozn. č. 79) v rozhodnutí sp. zn C-628/13 (Lafonta).

<sup>107</sup> Stanovisko CESR, č. 02-089d, odst. č. 27.

<sup>108</sup> *Ibid.*

<sup>109</sup> Recitál č. 14 MAR.

kdy je „třeba tuto způsobilost posuzovat a priori s ohledem na obsah dotčené informace a na kontext, do něhož zapadá“. <sup>110</sup>

Z výše uvedených znaků kurzotvorného potenciálu lze vyvodit řadu interpretačních potíží, jelikož je možné dospět k závěru, že v případě kurzotvorného potenciálu neexistuje specifické měřítko, kterým by bylo možné poměřovat dopad uveřejnění vnitřní informace na cenu finančního instrumentu jako takového. Z tohoto důvodu se tento dopad bude muset vždy poměřovat na základě skutkových událostí každého jednotlivého případu.<sup>111</sup> Zejména v případě, kdy se podmínka přesné povahy vnitřní informace, konkrétně pak její část, která umožňuje vyvozovat závěry týkající se možného vlivu na cenu finančního instrumentu, relativně překrývá s konstrukčním prvkem kurzotvorného potenciálu vnitřní informace.<sup>112</sup> Na základě textace MAR je však možné vyzorovat jeden zásadní rozdíl mezi dvěma výše nastíněnými prvky informace, a sice to, že kurzotvorná informace vyžaduje *významný* dopad na cenu finančních instrumentů. Za použití výkladu a *contrario* tedy kurzotvorná nebude taková informace, která nebude splňovat míru významného dopadu na cenu, přičemž prvek informace přesné povahy by taková informace mohla přesto splňovat. Lze tedy vyzorovat určitou pomyslnou kaskádu zpříšňujících se nároků založených konstrukčními prvky vnitřní informace. Informace, která naplní konstrukční prvek přesné povahy, již nemusí naplnit kurzotvorný potenciál, oproti tomu informace, která naplní kurzotvorný potenciál, dle mého názoru vždy naplní požadavek přesné povahy takové informace.

Se zajímavou teorií přišel také Hansen, který dospívá k názoru, že informace jako taková by měla být způsobilá ovlivnit ocenění daného finančního instrumentu, nikoli však jeho cenu.<sup>113</sup> Daný názor podkládá myšlenkou tzv. *totálního mixu* informací, který pracuje s hypotézou mnohosti dostupných informací o emitentovi mezi účastníky trhu, kdy účastníci trhu těmito informacím přikládají různou důležitost. Hansen přitom pracuje s myšlenkou, že informace může ovlivnit ocenění finančního instrumentu pouze za podmínky, že dokáže tento *totální mix* dostupných informací modifikovat tím, že určité informace buď potvrdí,

---

<sup>110</sup> *Rozsudek soudního dvora Evropské unie, Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v Commissie voor het Bank, sp. zn. C-45/08*, odst. č. 69.

<sup>111</sup> Ventrizzo M., Mock S., *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide*, Oxford: Oxford University Press, 2017, str. 204. ISBN 978-0-19-881175-6.

<sup>112</sup> *Ibid.*

<sup>113</sup> Hansen, Jesper Lau, *Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information? Nordic & European Company Law* [online], University of Copenhagen Faculty of Law, 2016, str. 16. [cit. 25. 4. 2021] Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=2795993>.

a tím utvrdí jejich důležitost, nebo přidá novou informaci do *totálního mixu* informací, která je výraznější a pravděpodobnější než stávající dostupné informace.<sup>114</sup>

### 3.6. Dílčí závěr

Za velmi pro praxi přínosnou shledávám Hansenovu teorii<sup>115</sup> vymezenou v předchozí podkapitole. Prakticky totiž hodnotí aktuální situaci dostupnosti informací a mnohosti takových informací v dnešním prostředí. V době, kdy existují speciální sociální sítě<sup>116</sup> pro „investory“, je mnohdy těžké odlišit relevantní informaci a v praxi spíše až nemožné. Lze si tudíž představit i situaci, kdy hypotetická reálná vnitřní informace vypuštěná do okruhu uživatelů určité platformy či sociální sítě paradoxně nevyvolá žádnou reakci trhu ani u jednoho příjemce takové informace, jelikož ji trh nebude do doby potvrzení emitentem shledávat za relevantní. Zde lze hodnotit velmi kladně povinnost emitentů v případě úniků vnitřních informací tuto informaci formálně zveřejnit a tím i potvrdit. K tomu však více v detailu prostřednictvím následujících kapitol této práce. Je totiž důležité uvědomit si, že hodnocení jednotlivých konstrukčních prvků vnitřní informace je relevantní pouze pro emitenty a regulátory. Trh totiž až na výjimky nemůže spolehlivě hodnotit povahu informace.

Shrneme-li v předchozích kapitolách konstrukční prvky vnitřní informace, dospějeme k závěru, že v praxi bude pro emitenty nejvíce problematické kvalifikovat kurzotvorný potenciál, neboť k ostatním konstrukčním prvkům existují relativně jasná interpretační vodítka, jak bylo ostatně výše vymezeno. Má například informace o vypovězení ratingové agentury ze strany banky kurzotvorný potenciál? Osobně si dokážu představit rozumnou argumentaci pro oba závěry. Avšak shodně s ČNB se domnívám, že lze emitentům v případě pochyb o kurzotvorném potenciálu informace doporučit k takové informaci přistupovat s presumpcí kurzotvorného potenciálu, tj. v případě naplnění ostatních prvků vnitřní informace výše vymezených takovou informaci zveřejnit jako informaci vnitřní.<sup>117</sup> Tato situace však je pro mnohé emitenty relativně jednoduše řešitelná

---

<sup>114</sup> Hansen, Jesper Lau, Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information? *Nordic & European Company Law* [online], University of Copenhagen Faculty of Law, 2016, str. 16. [cit. 25. 4. 2021] Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=2795993>.

<sup>115</sup> *Ibid.*

<sup>116</sup> Například <https://stocktwits.com>, či hojně medializovaná kauza reddit „traderů“ (Game Stop pump/dump).

<sup>117</sup> Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu, ČNB, 2018 [online] [cit. 9. 3. 2024], dostupné zde: [https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14#:~:text=Zvl%C3%A1tn%C3%AD%20pravidla%20pro%20odlo%C5%BEen%C3%AD%20uve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD,n%C3%A1rodn%C3%AD%20banky\)%5B13%5D](https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14#:~:text=Zvl%C3%A1tn%C3%AD%20pravidla%20pro%20odlo%C5%BEen%C3%AD%20uve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD,n%C3%A1rodn%C3%AD%20banky)%5B13%5D).

prostřednictvím in-house právního oddělení či externích mandátů pro advokátní kanceláře. Problematiku vymezení vnitřní informace v návaznosti na její konstrukční prvky tedy shledávám za relativně nejméně náročnou pro emitenty.



## 4. Zneužití vnitřních informací

Následující kapitola má za cíl vymezit základní mantinely zneužití vnitřních informací, tedy (i) osoby, které jsou způsobilé dopustit se zneužití vnitřní informace, (ii) stručně srovnat základní evropské a americké přístupy k osobám způsobilým se dopustit zneužití vnitřní informace a dále v návaznosti na to rozvinout samotný pojem zneužití vnitřních informací, zejména jednotlivé formy zneužití.

### 4.1. Osoby způsobilé dopustit se zneužití vnitřních informací

Tradičně se v Evropském právu lze setkat s rozdělením na tzv. primární a sekundární zasvěcené osoby.<sup>118</sup> Toto dělení však není v evropském právním prostředí tak důležité jako v americkém, jelikož, zde nedochází k rozlišování legality obchodování těchto zasvěcených osob. V americkém právním prostředí je totiž obchodování sekundárních zasvěcených osob v některých případech legální, jedná se například o tzv. Dirksův test<sup>119</sup>, kdy tento používá americká SEC pro zhodnocení, zda se sekundární zasvěcená osoba dopustila zneužití vnitřní informace nebo ne. V rozhodnutí Amerického Nejvyššího (dále jen „USSC“) soudu *Dirks vs SEC*, 1983, se USSC uchýlil k poměrně logickému výkladu, kdy dovedl (i) že sekundární zasvěcená osoba může převzít povinnost<sup>120</sup> primární zasvěcené osoby nezneužít vnitřní informací, pouze pokud věděla či měla vědět o porušení povinnosti zasvěcené osoby (týkající se předání vnitřní informace) a naopak (ii) k zneužití vnitřní informace nedojde, pokud primární zasvěcená osoba nepředá vnitřní informaci sekundární osobě pro svůj osobní prospěch.<sup>121</sup> O dekádu později americká rozhodovací praxe rozvinula tzv. teorii zpronevěry informací<sup>122</sup>, kdy mnohdy díky právě obtížnosti prokázání převzetí fiduciárních povinností přímo vůči společnosti, které se vnitřní informace týkají, rozšířila množinu fiduciárních povinností i na jednotlivce, pracující pro společnosti, které poskytují poradenské služby pro emitenty či jiné společnosti, jež jsou subjekty finančního trhu. Konkrétně pak na vztah advokáta a kancelář, se kterou spolupracuje, kdy advokát poruší fiduciární povinnost vůči své společnosti tím, že zneužije informace, které byly poskytnuty kanceláři v rámci plnění poradenského mandátu, takové jednání pak naplňuje znaky

---

<sup>118</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 320. ISBN 9780198871095.

<sup>119</sup> V originále *Dirks Test*, který v zásadě vychází z rozhodnutí USSC *Dirks v. SEC* z roku 1983, rozhodnutí dostupné zde: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/>.

<sup>120</sup> Dle výkladu USSC se jedná o povinnosti vůči společnosti, jež se informace týkají.

<sup>121</sup> Jedná se jak o přímý, tak nepřímý prospěch, zejména tedy o peněžní částky atp. Za zajímavé však sledávám, že v případě předání vnitřní informace mezi osobami blízkými (např. manželkou) lze toto považovat jako dárek, který je dáván pro osobní prospěch dárce, srov. USSC *Dirks v. SEC*, 1983.

<sup>122</sup> Anglicky „*misappropriation theory*“.

podvodného jednání v rámci vztahu zaměstnanec-zaměstnavatel.<sup>123</sup> V tomto případě šlo v praxi o nejrozšířenější případ zneužití vnitřních informací, tedy prostřednictvím externí společnosti, která poskytovala poradenské služby v souvislosti s plánovanou fúzí společnosti, která byla emitentem.<sup>124</sup> V evropském právním prostředí se rozdíl mezi primární a sekundární zasněženou osobou poněkud vměštnává do pouhého rozlišení, zda sekundární osoba věděla, či měla vědět, že se jedná o vnitřní informaci definovanou v čl. 7 MAR oproti primárním osobám, které jsou taxativně vyjmenovány v čl. 8 odst. 4 písm. a) až d“).<sup>125</sup> K rozlišování povinností, či osobního prospěchu tak, jako se to děje ve zmiňovaném americkém právním prostředí, tedy v evropském prostředí nedochází, stejně tak si lze povšimnout, že evropský zákonodárce nepřikládá přílišnou důležitost fiduciárnímu vztahu zasněžené osoby a společnosti, o jejíž vnitřní informace se jedná.

#### 4.1.1. Primární zasněžené osoby

Primární zasněžené osoby lze v Evropském prostředí definovat jako osoby, u kterých vzhledem k tomu, jakým způsobem získali do svých dispozic vnitřní informaci, nedochází k posuzování subjektivní stránky, tato se u nich totiž v zásadě presumuje<sup>126</sup>. Jedná se o (i) členy správních, řídicích nebo dozorčích orgánů emitenta nebo účastníka trhu s povolenkami na emise, (ii) osoby mající podíl na kapitálu emitenta nebo účastníka trhu s povolenkami na emise, (iii) osoby mající přístup k vnitřní informaci v souvislosti s výkonem zaměstnání, povolání nebo v souvislosti s plněním povinností nebo (iv) osoby, které jsou zapojeny do trestné činnosti. Jisté výkladové nejasnosti mohou nastat zejména u kategorie osob mající přístup k vnitřním informacím na základě výkonu zaměstnání, povolání či plnění povinností a u o osob, které jsou zapojeny do trestné činnosti.

U osob, které mají k vnitřním informacím přístup na základě svého zaměstnání, povolání či plnění povinností, se bude dle mého názoru jednat zejména o osoby poskytující služby právního, ekonomického, či konzultačního charakteru pro emitenty či účastníky trhu

---

<sup>123</sup> Rozhodnutí USSC *Unite States v. O'Hagan*, 1997, rozhodnutí dostupné zde: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/521/642/>. Podvodné jednání v rámci teorie zpronevěry informací USSC vymezil v bodě 643. svého rozhodnutí „(...) *misappropriators deal in deception: A fiduciary who pretends loyalty to the principal while secretly converting the principal's information for personal gain dupes or defrauds the principal (...)*“.

<sup>124</sup> Tyto úniky lze v praxi velmi těžko prokazovat, avšak jsou stále častěji subjektem rozšířené mediální pozornosti, a pro společnosti poskytující poradenské služby emitentům velkým reputačním rizikem, kdy již typicky v každé mezinárodní advokátní, konzultační či jiné společnosti existují interní předpisy, zakazující day-trading, short obchody a typické dlouhodobé investice podléhají schválení na bázi jednotlivých pokynů, tj. je potřeba si nechat schválit jak pokyn k prodeji, tak pokyn k nákupu.

<sup>125</sup> Viz čl. 8 odst. 4 MAR.

<sup>126</sup> Ventruzzo M., Mock S. *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Second Edition*, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 322. ISBN 9780198871095.

s povolenkami na emise. Vnitřní informace se však těmto osobám musí do dispozice dostat jako výsledek smluvního vztahu či jiné spolupráce, nikoli však náhodně např. tak, že tuto informaci zaslechne v prostorách budovy klienta.<sup>127</sup> U osob, které mají přístup k vnitřní informaci na základě trestné činnosti, bude nutno vždy hledat spojitost s touto činností a ziskem vnitřní informace<sup>128</sup>, často se bude jednat o případy loupeže, průmyslové špionáže, podvodu či v krajních případech i terorismu<sup>129</sup>.

#### 4.1.2. Sekundární zasvěcené osoby

U sekundárních zasvěcených osob se oproti primárním, jejich subjektivní stránka nepresumuje, musí se dokazovat. Posuzování subjektivní stránky bude vždy probíhat v návaznosti na to, zda budeme prokazovat faktickou vědomost, jako vyšší standard vědění, tj. osoba věděla, že se jedná o vnitřní informaci nebo pouhou možnost vědění, že se jedná o vnitřní informaci.<sup>130</sup> V případě faktické vědomosti se jedná dle mého názoru o více subjektivní kritérium, kdy je zkoumaný volní stav mysli člověka a srozumění s tím, že se o vnitřní informaci jedná. Oproti tomu pro účely posouzení nižšího standardu možnosti vědění MAR ve svém recitálu č. 26 používá typické měřítko toho, co by v podobné situaci „běžná a rozumná věděla nebo měla vědět“.<sup>131</sup>

Lze dospět k závěru, že faktickou vědomost bude prakticky možno dokázat pouze za pomoci například podepsaných prohlášení nebo kombinace interních směrnic zaměstnavatele a následné práci na mandátu, zahrnující práci s vnitřní informací. V případě posuzování pouhé možnosti vědění se uchýlíme k posuzování např. předchozích pracovních zkušeností zaměstnance, kvalifikace a posouzení prostředí, ve kterém se osoba pohybuje a dovozujeme, zda měla možnost dojít k závěru, že se jedná o vnitřní informaci. Tudiž pokud například dojde k příkladu nastíněném v podkapitole věnující se primárním zasvěceným osobám, tedy zaslechnutí vnitřní informace v prostorách budovy klienta, která však nebude

---

<sup>127</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 322. ISBN 9780198871095.

<sup>128</sup> *Ibid.*

<sup>129</sup> Po útocích na Spojené státy Americké na počátku dekády existovalo důvodné podezření na to, že se teroristé obohatili na základě realizovaných operací na finančním trhu. Avšak toto podezření se formálně nepotvrdilo, SEC zahájil 12. září 2001 šetření, které uzavřel v roce 2004 se závěrem, že nebylo možné shromáždit důkazy vedoucí k tomu, že kdokoli, kdo disponoval vnitřní informací o útocích se na tomto chtěl obohatit. Odborné články se však kloní k často jinému závěru, srov. Jackson, Jr., Robert J. and Mitts, J. Trading on Terror? 2023, *Columbia Law School* [online], str. 8 až 9 [cit. 2. 3. 2024]. Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=4652027>.

<sup>130</sup> Ventrizzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 326. ISBN 9780198871095.

<sup>131</sup> *Ibid.*

souviset s výkonem mandátu, bude se pravděpodobně ke vztahu takové osoby a náhodou zaslechnuté vnitřní informace přistupovat jako ke vztahu sekundární zasvěcené osoby.<sup>132</sup>

## 4.2. Zneužití vnitřních informací

V následující kapitole si kladu za cíl vymezit samotné zneužití vnitřních informací tak, jak je vymezené v MAR<sup>133</sup>, tedy přímé zneužití vnitřní informace, navádění ke zneužití vnitřní informace a nedovolené zveřejnění vnitřní informace. Základními prvky, které zakládají možné zneužití vnitřní informace jsou v předchozích kapitolách vymezené konstrukční prvky, které informace musí splňovat, aby ji bylo možné považovat za vnitřní informaci, tedy informace týkající se přímo či nepřímo emitenta, neveřejná, přesné povahy a zároveň tato informace musí mít kurzotvorný potenciál. Ke zneužití této informace však ještě musí dojít osobou, která je způsobilá dopustit se tohoto zneužití, tj. vždy primární či sekundární zasvěcená osoba. Teprve za splnění těchto předpokladů je možné, aby došlo ke zneužití vnitřní informace. Zneužití vnitřních informací bude vždy na úkor ostatních účastníků trhu, kteří touto vnitřní informací nedisponují, jelikož dojde k získání nespravedlivé výhody, čímž v samotném důsledku může dojít k narušení integrity finančních trhů jako celku a zároveň ztráty důvěry investorů.<sup>134</sup> V případě zneužití vnitřních informací bude vždy společným znakem jejich držba, která zakládá jistou disproporci v informační paritě účastníků trhu, tedy i v rovině příležitosti se s informacemi seznámit. Jelikož v takovém případě dochází k monopolistickému přístupu k vnitřním informacím, tento jev je dle mého názoru, jak již bylo vyloženo v úvodní kapitole týkající se efektivity kapitálových trhů, způsobilý vytvořit jisté tržní anomálie a je tak nežádoucí. Monopolistický přístup k vnitřním informacím totiž zakládá z podstaty věci překážku pro efektivní fungování kapitálových trhů, proto je zde povinnost<sup>135</sup> emitentů co nejdříve zveřejnit vnitřní informace tak, aby se tato informace stala veřejnou a trh ji tak mohl promítnout do ocenění relevantních obchodovaných aktiv<sup>136</sup>. SDEU vymezil<sup>137</sup> základní smysl zákazu zneužití vnitřních informací jako situaci, kterou se „(...) zabrání tomu, aby jedna ze stran, která je držitelkou interních informací a která je z tohoto důvodu v postavení výhodnějším oproti

---

<sup>132</sup> Z podstaty toho, že osoba bude primárním zasvěcencem ve vztahu k jiné vnitřní informaci lze dovodit logický závěr o naplnění subjektivního kritéria ve vztahu k náhodou zaslechnuté vnitřní informaci.

<sup>133</sup> Jedná se o čl. 8 ad přímé zneužití vnitřní informace a doporučení realizace obchodu či navádění ke zneužití vnitřní informace ve spojení s čl. 10 MAR ad nedovolené zveřejnění vnitřní informace.

<sup>134</sup> S touto základní premisou MAR operuje v recitálu č. 23.

<sup>135</sup> Čl. 17 MAR.

<sup>136</sup> Je nutné uvést, že vnitřní informace týkající se např. jednoho akciového titulu může ovlivnit i tržní ocenění ostatních souvisejících aktiv, potažmo i celého sektoru.

<sup>137</sup> Rozhodnutí SDEU Georgakis.

*dalším investorům, měla z této skutečnosti prospěch na úkor druhé smluvní strany, které tato informace není známa.“*

#### **4.2.1. Přímé zneužití vnitřní informace**

MAR prostřednictvím čl. 8 odst. 1 vymezuje primární zneužití informace jako situaci, kdy „(...) osoba disponuje vnitřní informací a použije ji při nabytí nebo zcizení finančních nástrojů, jichž se informace týká, na svůj vlastní účet nebo na účet třetí osoby, přímo nebo nepřímo (...)“. Z tohoto vymezení je patrné, že v případě primárního zneužití vnitřní informace musí vždy dojít k současnému<sup>138</sup> naplnění dvou podmínek, a to jak k (i) držbě vnitřní informace, tak (ii) použití této vnitřní informace k ovlivnění rozhodnutí zadání, změny či zrušení pokynu k obchodu s finančními nástroji<sup>139</sup>. K držbě vnitřní informace dojde vždy, když subjekt drží informaci, která splňuje všechny čtyři konstrukční prvky vnitřní informace, které byly vymezeny výše.

Základní mantinely užití vnitřní informace nastolil SDEU v rozhodnutí<sup>140</sup> o předběžné otázce položené Italským ústavním soudem, kdy jedna z otázek položená SDEU byla zda „*pouhá skutečnost, že osoba (...), která drží důvěrnou informaci a na vlastní účet nebo na účet třetí strany nabývá nebo zcizuje finanční nástroje nebo se pokouší o nabytí nebo zcizení finančních nástrojů, jichž se tato důvěrná informace týká, zároveň znamená, že tato osoba uvedenou důvěrnou informaci používá?*“<sup>141</sup> SDEU v rozhodnutí Spector zejména kladl důraz na cíl regulace, a to ochranu integrity trhů a zvýšení důvěry investorů shodně již s dříve citovaným rozhodnutím Greorgakis<sup>142</sup>, kdy SDEU dodává, že ne každé obchodování osoby, která je zároveň primární zasvěcenou osobou, je v rozporu s touto regulací<sup>143</sup>, nepřímo pak lze dovodit, že bude vždy nutné zkoumat volní složku daného subjektu<sup>144</sup>. SDEU se v odpovědi na tuto otázku držel relativně abstraktní odpovědi, kdy se uchýlil k výkladu, který je v souladu s teoretickými východisky regulace již vymezenými v této práci, zejména (i) informační disparitou účastníků trhu spojenou a s tím související (ii) nerovností příležitostí přístupu k informacím, když uzavřel, že se

---

<sup>138</sup> Rozhodnutí SDEU Georgakis.

<sup>139</sup> Evropský zákonodárce prostřednictvím MAR rozvinul oproti MAD zneužití vnitřní informace i na změnu či zrušení pokynu, pokud byl původní pokyn zadán předtím, než dotyčná osoba vnitřní informaci získala.

<sup>140</sup> Rozhodnutí SDEU ve věci Spector Photo Group NV, sp. Zn. C-45/08, dostupné zde: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:62008CJ0045>.

<sup>141</sup> *Ibid*, bod 23, odst. 2 rozhodnutí.

<sup>142</sup> Rozhodnutí SDEU sp. zn. C-391/04, dostupné zde: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:62004CJ0391>.

<sup>143</sup> Rozhodnutí SDEU ve věci Spector Photo Group NV, sp. Zn. C-45/08, dostupné zde: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:62008CJ0045>, body 45 až 48.

<sup>144</sup> *Ibid*, bod 45, věta druhá.

*„zákaz obchodování zasvěcených osob uplatní tehdy, pokud primární zasvěcená osoba, která drží důvěrnou informaci, neoprávněně využije výhody spočívající v této informaci, když při provádění tržní operace postupuje v souladu s touto informací.“<sup>145</sup>*

V případě přímého zneužití vnitřní informace je tedy, za předpokladu, že dojde k naplnění jak držby vnitřní informace, tak i jejího užití na úkor ostatních účastníků finančního trhu, vždy důležité v souladu s rozhodovací praxí SDEU přihlížet ke smyslu a účelu úpravy, jež se dá stručně vymezit jako snaha o nastolení rovných příležitostí na finančním trhu co do informační parity. A to i za předpokladu, že MAR obsahuje presumpci užití vnitřní informace *„Pokud právnická nebo fyzická osoba, která disponuje vnitřní informací, nabude nebo zcizí finanční nástroje, k nimž se tato informace vztahuje, nebo se pokusí tyto nástroje nabytí nebo zcizit, (...) je třeba se domnívat, že tato osoba tuto informaci použila. Touto domněnkou není dotčena právo na obhajobu. Otázku, zda určitá osoba porušila zákaz obchodování zasvěcené osoby nebo se pokusila provádět obchodování zasvěcené osoby, je třeba analyzovat s ohledem na účel tohoto nařízení, kterým je ochrana integrity finančního trhu a posílení důvěry investorů, k čemuž je nutná záruka, že investoři budou postaveni na stejnou úroveň a chráněni před zneužíváním vnitřních informací.“<sup>146</sup>* Evropský zákonodárce pravděpodobně v návaznosti na rozhodnutí Spector do tohoto recitálu zároveň zahrnul kromě této presumpce i výše vymezené závěry SDEU.

#### **4.2.2. Navádění k zneužití vnitřní informace**

Navádění ke zneužití vnitřní informace je, jak bylo výše vymezeno, druhou formou nedovolených praktik souvisejících se zneužitím vnitřní informace. MAR toto jednání vymezuje skrze čl. 8 odst. 2 do dvou odlišných situací, a to situaci, kdy primární nositel vnitřní informace (i) *„na základě této informace doporučuje jiné osobě nabytí nebo zcizení finančních nástrojů, jichž se informace týká, nebo tuto osobu k takovému nabytí nebo zcizení navádí“* nebo (ii) doporučuje či navádí ke změně či zrušení již zadaného pokynu jiné osobě. Jak již bylo vymezeno výše, MAR se co do zavinění sekundární osoby omezuje pouze na subjektivní prvek, tedy *„[p]oužití doporučení nebo navádění (...) se považuje za obchodování zasvěcené osoby (...) v případě, kdy osobě, která využívá daného doporučení nebo návodu, je nebo by mělo být známo, že se zakládá na informacích zasvěcené osoby.“<sup>147</sup>* Vektoruzzo dále implikuje důležitost rozlišení navádění či doporučení zneužití vnitřní

---

<sup>145</sup> *Ibid.*, bod 53, co do teoretických východisek pojmu využití výhody bod 52.

<sup>146</sup> Recitál č. 24 MAR.

<sup>147</sup> Čl. 8 odst. 3 MAR, k tomuto detailněji viz kapitola sekundární zasvěcené osoby.

informace od nedovoleného zpřístupnění vnitřní informace, kdy rozdíl shledává zejména v závažnosti porušení, jelikož v případě navádění, či doporučení ke zneužití vnitřní informace se riziko toho, že fakticky dojde k zamýšlenému zneužití mnohonásobně zvyšuje<sup>148</sup>, k tomuto názoru lze však přistoupit s jistými výhradami, k tomu blíže v následující podkapitole.

Vzhledem k neexistující rozhodovací praxi co do navádění či doporučení ke zneužití vnitřní informace ze strany SDEU se lze uchýlit k poměrně logickému aplikování předchozích kapitol této práce a na základě textace čl. 8 odst. 2 MAR dospět k tomu, že (i) vždy musí dojít k předání doporučení či jiného navedení vedoucímu k založení, změně či zrušení pokynu k obchodu s finančními nástroji, (ii) současně může, avšak nemusí dojít k předání vnitřní informace. Z textace výše vymezeného čl. 8 odst. 2 totiž podmínku předání vnitřní informace nelze dovodit, lze si naopak představit situaci, kdy dojde pouze k předání doporučení bez samotné vnitřní informace, po splnění těchto dvou předpokladů dojde k naplnění navádění či doporučení ke zneužití vnitřní informace a lze zde shledat zavinění primární osoby. Zároveň si nelze nevšimnout faktu, že pokud dojde k předání vnitřní informace současně s doporučením, dojde k naplnění jak nedovoleného zpřístupnění vnitřní informace, tak i uvedeného nedovoleného navádění ke zneužití. Nelze vyloučit, že se tedy osoba dopustí dvou nežádoucích praktik zachycených v MAR v rámci jednoho skutku.

Co do odpovědnosti osoby, která toto doporučení či návod obdrží, musí vždy dojít k využití těchto informací, přičemž je ze strany Evropských zákonodárců použit obdobný subjektivní test jako v případě sekundárních zasvěcených osob, tedy jí „*je nebo by mělo být známo, že se zakládá na informacích zasvěcené osoby*“<sup>149</sup>. Zároveň lze dospět k závěru, že z každé osoby, která v rámci doporučení či navádění ke zneužití vnitřní informace získá vnitřní informaci a nikoli pouhou instrukci se tímto momentem stává sekundární zasvěcená osoba. Evropský zákonodárce v tomto pravděpodobně účelně nerozlišuje, jelikož faktický rozdíl je předáním vnitřní informace smazán.<sup>150</sup>

---

<sup>148</sup> Ventrizzo M., Mock S. *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide*, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 317. ISBN 9780198871095.

<sup>149</sup> Čl. 8 odst. 3 MAR.

<sup>150</sup> Toto lze nepřímou dovodit z čl. 10 odst. 2 MAR kdy v případě řetězení doporučení či návodů ke zneužití vnitřní informace dochází vždy také k nedovolenému zpřístupnění vnitřní informace, pokud je splněn výše citovaný subjektivní test.

### 4.2.3. Nedovolené zpřístupnění vnitřní informace

Nedovolené zpřístupnění vnitřní informace je třetí formou zneužití vnitřní informace. Tento široce formulovaný zákaz lze vidět jako hlavní prostředek k omezení nežádoucích vlivů vnitřních informací na účastníky trhu tím, že vlastně ukládá mlčenlivost pro všechny osoby, které disponují vnitřní informací.<sup>151</sup> Evropský zákonodárce ji vymezuje jako situaci, kdy „(...) osoba disponuje vnitřní informací a zpřístupní tuto informaci jakékoli jiné osobě, s výjimkou případů, kdy dojde k tomuto zpřístupnění informací v rámci běžného výkonu zaměstnání, povolání či plnění povinností“. K nedovolenému zpřístupnění tedy bude docházet v každém případě, kdy nebude vnitřní informace zpřístupněna na základě legitimních důvodů, které blíže rozeberu v následující podkapitole. Na rozdíl od dvou výše vymezených nežádoucích praktik má však tato potenciálně nejširší dopad do praktického života povinných subjektů MAR, zejména co se týče dodatečných administrativní či finanční zátěže, k tomu blíže níže. Zároveň také půjde o pravděpodobně nejčastější porušení MAR, které často plyne z chybějícího širšího povědomí, a to mnohdy i v profesních kruzích, v kterých je možné důvodně očekávat obeznámenost týkající se problematiky nakládání s vnitřní informací.

---

<sup>151</sup> Ventruzzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 354. ISBN 9780198871095.



Pro příklad ilustruji níže velmi častý případ nedovoleného zpřístupnění vnitřní informace, který vypracovala ESMA v návaznosti na stále stoupající trend popularity zveřejňování investičních doporučení a souvisejících témat prostřednictvím sociálních sítí.<sup>152</sup>

Investiční společnost A disponuje profilem na sociální platformě B, kde pravidelně zveřejňuje novinky ze světa financí. Každý den jeden z jejích finančních analytiků vystoupí v 9 hodin ráno a explicitně zveřejní strategii týkající se jednoho či více finančních produktů.

Tuto situaci lze hodnotit následovně:

- i. Pan X byl primární zasvěcenou osobou v důsledku znalosti vnitřní informace, která měla být teprve zveřejněna licencovanou investiční společností;
- ii. blízkému příteli pana X byla zpřístupněna vnitřní informace, na základě které může učinit obchod s finančním nástrojem, tedy
- iii. jakákoli aktivita ze strany přítele pana X směřující k realizaci, zrušení či změně investičního pokynu může být považována za přímé zneužití vnitřní informace, a
- iv. pan X se dopustil nedovoleného zpřístupnění vnitřní informace, jelikož tuto informaci zpřístupnil mimo běžný výkon svého zaměstnání, povolání či plnění svých povinností.

Za recentní, dosud nevyřešený případ dle mého názoru nesprávně označovaný jako nedovolené zpřístupnění vnitřní informace<sup>153</sup> považuji v médiích svého času hojně propíranou kauzu nešťastného vyjádření ministra Rakušana k plánu státu (jakožto vlastníka

<sup>152</sup> Volný překlad z: ESMA, Warning for people posting investment recommendation on social media, 2024, [online], [cit. 12. 3. 2024]. Dostupné zde: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912\\_Warnings\\_on\\_Social\\_Media\\_and\\_Investment\\_Recommendations.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf).

<sup>153</sup> Takto označeno např. na webu neovlivni.cz, dostupné zde: <https://neovlivni.cz/cnb-odmita-rikt-zda-se-zabyva-vyroky-rakusana-u-babise-to-udelala/>.

69,9 % hlasovacího podílu)<sup>154</sup> převzít veřejně obchodovanou společnost ČEZ a.s. (dále jen „ČEZ“). Kdy ministr Rakušan na debatě v Sokolově v rámci živě přenášené debaty na položenou otázku „(...) *kdy stát odkoupí ČEZ (...)*“ odpověděl takto „*není to úplně jednoduchá transakce, ale o tom tahle vláda jedná, připravuje se to, jsou tam minoritní akcionáři, ti se nějakým způsobem samozřejmě musí vyplatit, já doufám a myslím si to dlouhodobě, že to naše vláda ještě stihne (...)*“.<sup>155</sup> Toto sdělení bylo následně samotným Rakušanem ještě týž večer dementováno.<sup>156</sup> Pokud budeme vycházet z toho, že ČEZ dodržuje své povinnosti plynoucí pro něj z MAR, měl by, pokud je tato vnitřní informace legitimní, v souladu s čl. 17 odst. 7 MAR takto odloženou vnitřní informaci co nejdříve zveřejnit. MAR nevyžaduje, aby informace či zvěsti pocházely ze „*sféry emitenta*“.<sup>157</sup> Nelze však vyloučit, že sama společnost touto vnitřní informací nedisponuje, a disponuje jí pouze akcionář, tj. stát. V takovém případě se všichni relevantní členové vlády, příp. jiné osoby nacházejí v pozici primární zasvěcené osoby dle čl. 17 odst. 4, písm. b) případně c) MAR, a to v souladu s částí vyjádření ministra Rakušana „(...) *ale o tom tahle vláda jedná (...)*“. Na základě chování společnosti ČEZ lze dovést, že se o vnitřní informaci nejednalo – jelikož by pravděpodobně již musely probíhat některé kroky uvnitř společnosti směřující k plánovanému vytěsnění akcionářů a nejvyšší management by o této skutečnosti věděl. V takový moment by bylo vedení společnosti povinno zajistit uveřejnění vnitřní informace. Argumentem, kterým lze podpořit mlčení společnosti ČEZ za účelem vyvrácení existence vnitřní informace, je dále fakt, že emitent nemá povinnost reagovat na zvěsti šířící se ve veřejném prostoru, pokud se nezakládají na pravdě.<sup>158</sup> Naopak spatřuji analogii s relativně podobným případem z amerického prostředí, kdy Musk zveřejnil prostřednictvím sociální sítě Twitter informaci, týkající se plánu vykoupit zbývající akcionáře a stáhnout akcie společnosti Tesla Inc. z veřejného obchodování. SEC v tomto jednání shledal šíření falešných zpráv,<sup>159</sup> Ventrizzo tuto situaci z pohledu Evropského práva hodnotí jako

---

<sup>154</sup> Viz struktura akcionářů povinně zveřejněná na webu společnosti ČEZ, cit. 13. 3. 2024. Dostupné zde: <https://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/struktura-akcionaru>.

<sup>155</sup> Originál videozáznamu z debaty dostupný zde: <https://www.youtube.com/watch?v=bAHWxaGbmlk>, výrok dostupný v čase 53:00 a dál.

<sup>156</sup> Viz: [https://twitter.com/Vit\\_Rakusan/status/1752098357575647743](https://twitter.com/Vit_Rakusan/status/1752098357575647743).

<sup>157</sup> Srov. ESMA, Final report on draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28. 9. 2015, bod 242. Dostupné zde: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455\\_-\\_final\\_report\\_mar\\_ts.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf).

<sup>158</sup> Obecné pokyny CESR, č. CESR/09-219, ze dne 15. 5. 2009, bod 65. Dostupné zde: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_219.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_219.pdf).

<sup>159</sup> Body 75 až 77 ve spojení s 79 až 80 rozhodnutí SEC o podání žaloby z podezření na spáchání „*securities fraud*“ proti Elonu Muskovi, ze dne 27. 9. 2018. Dostupné zde: <https://www.sec.gov/divisions/enforce/claims/docs/elon-musk-complaint-09272018.pdf>.

manipulaci s trhem.<sup>160</sup> Shodně s Ventruruzzem lze dospět k tomu, že všechny prvky manipulace s trhem byly ve výše zmiňovaném případě Muska naplněny. K tomu, aby se osoba dopustila manipulace s trhem je dle čl. 12 odst. 1 písm. c) MAR potřeba (i) šíření informací prostřednictvím médií, internetu nebo jakýmkoli jinými prostředky, které (ii) jsou způsobilé vydávat nesprávné nebo zavádějící signály týkající se nabídky, poptávky nebo ceny finančního nástroje, včetně (iii) šíření zvěsti, pokud osoba, která tyto informace šíří, ví nebo by měla vědět, že tyto informace jsou nepravdivé nebo zavádějící. Analogickým aplikováním výše zmiňovaných podmínek na případ ministra Rakušana lze dospět k závěru, že pravděpodobně došlo k naplnění podstaty čl. 12 odst. 1, písm. c) MAR, zejména s ohledem na to, že ještě též večer, jak již bylo výše řečeno uvedenou zprávu dementoval výrokem „*Během debaty s občany v Sokolově jsem řekl, že naše vláda chystá stoprocentní ovládnutí energetické společnosti ČEZ. Vláda uvažovala o odkoupení výrobních částí společnosti v době extrémně vysokých cen energií. V tuto dobu žádné takové kroky neprobíhají. V zápalu debaty jsem uvedl nesprávnou informaci a za to se omlouvám.*“<sup>161</sup> Čímž se fakticky doznal k tomu, že (i) prostřednictvím internetového média (živý přenos debaty), (ii) šířil nepravdivou informaci týkající se emitenta, která byla způsobilá vyvolat změny nabídky, poptávky a tím i ceny finančního nástroje<sup>162</sup> a zároveň i (iii) šíření zvěsti, o které dle svého vyjádření věděl, že je nepravdivá. K tomuto je dále třeba dodat, že právě pokud by byla tato informace pravdivá, nebo by alespoň splňovala přesnou povahu vnitřní informace, tj. zamýšlená transakce by již byla v procesu a ze strany ČEZ by došlo k jejímu odkladu v souladu s čl. 17 odst. 4 MAR, pravděpodobně by došlo ze strany ministra Rakušana k nedovolenému zveřejnění vnitřní informace, avšak tuto variantu jsem vyloučil již výše v návaznosti na mlčení společnosti ČEZ.

### 4.3. Legitimní nakládání s vnitřní informací

V předchozí podkapitole jsem vymezil základní skutkové podstaty, kdy dochází k nelegálním dispozicím s vnitřní informací. MAR samotný však počítá s výjimkami z těchto zákazů, které dopadají zejména na praktické fungování povinných subjektů MAR.

---

<sup>160</sup> Ventruruzzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 418. ISBN 9780198871095.

<sup>161</sup> Viz: [https://twitter.com/Vit\\_Rakusan/status/1752098357575647743](https://twitter.com/Vit_Rakusan/status/1752098357575647743).

<sup>162</sup> O tom, že daná informace měla vliv na cenu akcií ČEZ blíže srov.: Patria Finance, Vitr na ČEZ: Záměr 100% kontroly státu ještě za této vlády ministr Rakušan rychle dementoval, akcie se posunuly výše, [online] [cit. 13. 3. 2024] dostupné zde: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/5753204/vitr-na-cez-zamer-100-kontroly-statu-jeste-za-teto-vlady-ministr-rakusan-rychle-dementoval-akcie-se-posunuly-vyse.html>.

V praxi lze legitimní předání vnitřní informace před jejím zveřejněním rozdělit na případy, kdy dochází k předávání vnitřní informace uvnitř povinného subjektu v rámci zaměstnanců jedné společnosti, či skupiny, jejíž akcie jsou veřejně obchodované. V nemálo případech však dochází k legitimnímu předávání vnitřních informací i externím subjektům, typicky poradcům společnosti či skupiny, jejíž akcie jsou veřejně obchodované. Takové předání vnitřní informace musí být však vždy „(...) v rámci běžného výkonu zaměstnání, povolání či plnění povinností“.<sup>163</sup> Pod pojmem běžný výkon zaměstnání, povolání či plnění povinností si lze představit situace např. týkající se plánovaného vydání čtvrtletních finančních výsledků emitenta, které budou obsahovat podprůměrné výsledky oproti očekávání trhu<sup>164</sup>. V takovém případě dojde k legitimnímu zpřístupnění vnitřní informace jak uvnitř společnosti či skupiny, jelikož je typicky minimálně zapotřebí zapojit několik finančních oddělení pro sběr výsledků z jednotlivých segmentů<sup>165</sup> či vně společnosti nebo skupiny, pro účely auditorského ověření účetní závěrky a poskytnutí auditorského výroku. Pro dodržení předpokladu legitimnosti je však vždy důležité dodržet povinnosti, které jsou na emitenty a jednotlivce uvnitř emitenta či relevantní smluvní partnery kladeny. Této problematice se v detailu zabývá následující kapitola.

#### 4.4. Dílčí závěr

Zneužití vnitřních informací je v praxi velmi častým problémem, stále se však většina případů zneužití vnitřních informací nedaří postihnout, odborná teorie odhaduje tento počet na čtyřikrát vyšší než reálně stíhaných případů.<sup>166</sup> Vhodnou otázkou, kterou si lze položit, je zda samotná úprava problematiky subjektů způsobilých se dopustit zneužití vnitřní informace či skutkových podstat samotného zneužití vnitřní informace by tomuto relativně nepříznivému poměru mohla pomoci. Dle mého názoru nikoli. Jak bylo výše vymezeno, jedná se o relativně komplexní a spíše abstraktnější formulaci jak v případě osob, způsobilých se zneužití dopustit, tak i u případů samotného zneužití vnitřní informace. Nespatřuji však žádnou vhodnou metodu, která by za dodržení zásady proporcionality vhodně detekovala více případů. Již nyní jsou regulace pro zasvěcené osoby tak restriktivní, že k dalšímu rozšiřování, za současného omezení přílišného zásahu do práv těchto

---

<sup>163</sup> Čl. 10 odst. 1 MAR.

<sup>164</sup> Finanční výsledky emitenta totiž nemusí vždy splňovat definici vnitřní informace, typicky se tak stanev důsledku nenaplnění kurzotvorného prvku vnitřní informace.

<sup>165</sup> Pod segmenty si lze představit např. segmentaci společnosti v důsledku IFRS, tj. například podle zemí, kde působí.

<sup>166</sup> K tomu např. závěr Patel, V., Putnins, J., How Much Insider Trading Happens in Stock Markets? 11. 1. 2020, *American Finance Association (AFA) Annual Meeting*, [online] [cit. 15. 3. 2024]. Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=3764192>.

zasvěcených osob nelze přistoupit. Domnívám se, že při možném dalším rozšíření restrikcí nebo monitoringu zasvěcených osob by docházelo již k presumpci úmyslu těchto osob vnitřní informace zneužít, což se příčí základním právním zásadám minimálně kontinentálního práva. Jsem totiž toho názoru, že fenomén obchodování na základě vnitřních informací nelze na reálně fungujících trzích vymýt. Pokládám za obecně známý fakt, že efektivita vymáhání norem nebude nikdy stoprocentní. Naopak důkladnější osvěta zasvěcených osob, kdy jim bude daná problematika vysvětlena šířeji, je způsobilá předcházet zejména nedbalostnímu nedovolenému zpřístupnění veřejné informace.<sup>167</sup> Toto pokládám za vhodné z pozice evropského zákonodárce vyřešit formou vypracování revize obecných pokynů k MAR a detailního rozebrání toho, co by takové školení mělo obsahovat, včetně možné implikace na aktualizované školení in personam, nikoli virtuálně pomocí prezentace.<sup>168</sup>

---

<sup>167</sup> Srov. výše vymezený případ ministra Rakušana, domnívám se, že v daném případě šlo o neúmyslné jednání a ministr Rakušan si ani nebyl vědom toho, co za informaci o emitentovi vypustil do veřejného prostoru. Přičemž lze dospět k závěru, že zejména vládní činitelé příp. mnohdy i členové speciálních poslaneckých výborů mohou do styku s vnitřní informací přijít a být tak v pozici zasvěcené osoby.

<sup>168</sup> Mnohdy je totiž zavedená praxe, že dané školení je tzv. „klickačka“ formou e-prezentace a následně velmi jednoduchého testu. Jsem toho názoru, že společnosti, které mají více zasvěcených osob jež nemají právní vzdělání potřebují danou problematiku vysvětlit mnohdy důkladněji.

## 5. Povinnosti emitentů v předcházení zneužití vnitřních informací

Následující kapitola má za cíl vymezit povinnosti emitentů z hlediska předcházení zneužití vnitřních informací a zároveň představit praktické a zavedené možnosti emitentů, jak předcházet zneužití vnitřní informace ať již zaměstnanci či jinými spolupracujícími osobami. Základní povinností emitenta kladenou na něj přímo MAR<sup>169</sup> je zavedení tzv. *insiders list*, tedy seznamu zasvěcených osob, které přicházejí do styku s vnitřními informacemi před jejich uveřejněním. Neméně důležitou povinností pak vytváří pro emitenta povinnost neustále vyhodnocovat, jaké informace jsou vnitřní a jaké ne, tak, aby mohl v souladu s MAR<sup>170</sup> dostát požadavku co nejdříve vnitřní informace vhodným způsobem uveřejnit. Za předpokladu, že emitent tyto prevenční povinnosti dodržuje, výrazně se snižuje pravděpodobnost zneužití vnitřních informací.

### 5.1. Seznam zasvěcených osob

Seznam zasvěcených osob musí dle MAR obsahovat (i) všechny osoby, které mají přístup k vnitřním informacím a které pro tyto osoby pracují na základě pracovní smlouvy, nebo provádějí úkoly, na základě nichž mají přístup k vnitřním informacím. Jako typický příklad zde MAR uvádí již několikrát zmiňované poradce, účetní či ratingové agentury.<sup>171</sup> Emitent má vždy povinnost u každé osoby evidovat přesné údaje týkající se datumu a času, kdy zasvěcená osoba získala přístup k vnitřním informacím.<sup>172</sup> Dále pak Emitent zodpovídá za pravidelnou a neprodlenou aktualizaci tohoto seznamu zasvěcených osob, aktualizací se v tomto případě myslí zejména situace, kdy (i) dojde ke změně důvodů zařazení osoby na seznam zasvěcených osob<sup>173</sup>, (ii) pokud dojde k rozšíření týmu s přístupem k vnitřním informacím nebo (iii) pokud osoba ztratí přístup k vnitřním informacím.<sup>174</sup> Dále je pak emitent povinen tento seznam na žádost neprodleně předložit příslušnému orgánu<sup>175</sup>, kterým je v ČR ČNB. Nelze si nevšimnout logické návaznosti s problematikou zasvěcených osob a snahu evropského zákonodárce postavit najisto výše zmiňované kritérium subjektivního vědomí o vnitřní informaci v případě sekundárních zasvěcených osob prostřednictvím povinnosti emitenta učinit kroky k „(...) zajištění toho, aby veškeré osoby uvedené na

---

<sup>169</sup> Čl. 18 MAR, nazvaný *Insiders list*.

<sup>170</sup> Čl. 17 MAR.

<sup>171</sup> Čl. 18, odst. 1, písm. a) MAR.

<sup>172</sup> Čl. 18 odst. 3 MAR.

<sup>173</sup> Tato změna důvodů může mnohdy plynout z rozšíření původního mandátu (rozšíření rozsahu poradenských služeb), či změna zaměstnavatele, avšak práce na stejném mandátu (advokát přejde z advokátní kanceláře do konzultační společnosti, vždy však musí projít zároveň kontrolou střetu zájmů).

<sup>174</sup> Čl. 18 odst. 1, písm. b) v kombinaci s odst. 4 téhož článku MAR.

<sup>175</sup> Čl. 18, odst. 1, písm. c) MAR.

seznamu zasvěcených osob písemně potvrdily právní a regulační povinnosti, které pro ně z této skutečnosti vyplývají, a aby si byly vědomy sankcí souvisejících s obchodováním zasvěcené osoby a nedovoleným zpřístupněním vnitřní informace<sup>176</sup>. V praxi jsou vedeny vždy pro každou jednotlivou vnitřní informaci typicky dva seznamy, a to seznam zasvěcených osob tzv. *ad-hoc* a seznam permanentně zasvěcených osob. Vzorový formát těchto seznamů obsahuje Provděcí nařízení Komise (EU) 2022/1210 ze dne 13. července 2022. Emitent je tento dokument povinen v případě, že spadá do dohledové oblasti ČNB povinen předkládat i bez vyzvání, a to dle vnitrostátních předpisů<sup>177</sup>, ČR tedy v tomto případě regulatorní rámec zpřísnila oproti minimu kladenému MAR. Je třeba dodat, že mnohdy dochází k mylné představě, že pokud je konkrétní osoba zařazena na seznam zasvěcených osob např. ve vztahu k poskytnutí financování emitenta, znamená to, že osoba nemůže realizovat obchod týkající se daného emitenta. Toto je však mylná domněnka, nezdědka totiž často dochází k uplatňování spíše preventivně opatrného přístupu, který je, jak již bylo výše uvedeno doporučován i ze strany ČNB, kdy konkrétní osoba nemusí přijít do styku s vnitřní informací, přesto se na ni však vztahují restrikce, jako by s vnitřní informací disponovala. Může se například jednat o mandát právního servisu k poskytnutí financování, které není pro daného emitenta natolik významné, aby bylo schopné splnit kurzotvorný potenciál informace. Nepůjde tudíž o vnitřní informaci a v praxi se poté vyžaduje individuální posouzení zodpovědné osoby, typicky *compliance officer* v kombinaci s konkrétním partnerem, zastřešujícím danou transakci (v případě mezinárodních advokátních kanceláří) v návaznosti na interní směrnice společnosti.<sup>178</sup> Dle mého názoru by však mělo vždy dojít k posouzení konkrétního mandátu, v souvislosti s kterým je daná osoba zařazena na seznam zasvěcených osob a způsobilosti daných informací naplnit konstrukční prvky vnitřní informace. Druhotný aspekt, který však často vede k extenzivnímu pojetí seznamu zasvěcených osob, a interních směrnic v kanceláři poskytující služby emitentům a postihující nezřídka všechny zaměstnance, je selhání jednotlivců v dodržování komunikačních zásad týkajících se vnitřních informací. Mnohdy

---

<sup>176</sup> Čl. 18 odst. 2 MAR.

<sup>177</sup> Ustanovení §8 odst. 1, písm. g) Zákona č. 15/1998 Sb. o dohledu v oblasti kapitálového trhu stanoví, že je „ČNB oprávněna vyžádat si od emitenta (...) aby předkládal aktualizovaný seznam zasvěcených osob“, toto oprávnění pak realizuje ČNB prostřednictvím ustanovení §12 odst. 2 vyhlášky č. 234/2009 Sb. o ochraně proti zneužívání trhu a o transparentnosti, když stanoví, že emitent je povinen bez zbytečného odkladu po sestavení či aktualizaci seznamu zasvěcených osob zasílat ČNB.

<sup>178</sup> Tento přístup je možno hodnotit ze dvou rovin, jednak lze dojít k závěru, že opatrný přístup je v souladu s požadavky a doporučeními kladenými na emitenty ze strany regulátoru, z opačné roviny se však může jednat o mnohdy relativně restriktivní výklad, který nepřiměřeně omezuje zaměstnance takových společností v možnosti investovat své volné finanční prostředky.

zpravidla dochází k předání vnitřních informací od klienta, které nemusí přímo souviset s daným mandátem, avšak klient je na základě dlouholetého obchodního vztahu zmíní v rámci zdánlivě nesouvisejícího mandátu, jelikož tato informace může mít dopad do obchodních souvislostí dané transakce. Dále také může dojít k selhání na straně poradenské společnosti, kdy dojde k předání informací v rámci „ústní konverzace mezi kolegy“, fakticky tak v obou výše vymezených příkladech dojde k předání vnitřní informace člověku, který není zanesen na seznamu zasvěcených osob.<sup>179</sup> V praxi dále může často docházet k podceňování uvádění přesných časů zpřístupnění vnitřních informací, a tím i zařazení na seznam zasvěcených osob. Avšak mnohdy je právě čas to rozhodující, co seznam zasvěcených osob obsahuje, neboť v případě šetření příslušným orgánem bude pravděpodobně docházet k porovnávání času realizace jednotlivých pokynů směřujících k obchodování s příslušným investičním nástrojem oproti času zařazení a rozsahu zařazení v případě *ad-hoc* zapojení na seznam zasvěcených osob.

## 5.2. Zveřejňování vnitřních informací

Nejvíce účinným nástrojem před zneužitím vnitřních informací je právě povinnost emitenta plynoucí pro něj z čl. 17 odst. 1 MAR, tj. zajistit zveřejnění vnitřní informace co nejdříve po tom, co informace naplní všechny čtyři konstrukční prvky vnitřní informace. Je vhodné si všimnout evropským zákonodárcem použitých slov *co nejdříve*, z čehož lze výkladem opakem dovodit, že emitent není povinen tuto informaci zveřejnit okamžitě či bezodkladně.<sup>180</sup> Evropský zákonodárce pravděpodobně zvolil časově přívětivější lhůtu z důvodu poskytnutí prostoru pro správné vyhodnocení, zda informace naplňuje konstrukční prvky vnitřní informace, a aby zároveň nezatěžoval emitenty nereálnými lhůtami. Hansen k tomu dále trefně dodává, že „(...) *správnost a úplnost má přednost před spěchem, pokud je to nezbytné pro zajištění správného informování a zabrání to klamání veřejnosti.*“<sup>181</sup> Ventrizzo zaujímá naopak spíše negativní přístup, když uvádí, že tato nejistota ohledně lhůt ke zveřejnění je způsobila zejména poskytnout nejistotu na straně emitentů, kdy tento přístup evropského zákonodárce je v jasném opaku oproti americkému prostředí, kde je jasná

---

<sup>179</sup> Ventrizzo M., Mock S. *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide*, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 359. ISBN 9780198871095.

<sup>180</sup> Shodně: Hansen, Jesper Lau, *Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information? Nordic & European Company Law [online]*, University of Copenhagen Faculty of Law, 2016, str. 27. [cit. 10. 3. 2024]. Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=2795993>.

<sup>181</sup> *Ibid.* volný překlad, str. 27, cit. 10. 3. 2024.



lhůta 4 pracovních dnů k vyplnění tzv. *Form 8-K*<sup>182</sup> po vzniku vnitřní informace.<sup>183</sup> Dle mého názoru shledávám více racionální přístup evropského zákonodárce, kdy do jisté míry abstraktní lhůta dává prostor k *ad-hoc* hodnocení, zda emitent dostal svým povinnostem týkajících se včasného uveřejnění vnitřní informace. Tento přístup hodnotím jako koncepčně odpovídající zbytku regulace nakládání s vnitřními informacemi a nesouhlasím s tím, že by se jednalo o opomenutí evropského zákonodárce. Bylo by však vhodné, aby se ESMA blíže k tomuto pojmu vyjádřila a poskytla výkladovou pomůcku, jako to například udělala u legitimního zájmu emitenta, jenž může být důvodem pro odklad zveřejnění vnitřní informace.<sup>184</sup> Emitent je dále v souladu s čl. 17 odst. 1 MAR každé takové uveřejnění vnitřní informace povinen provést způsobem „*který umožní rychlý přístup a úplné, správné a včasné posouzení informací ze strany veřejnosti (...) případně v úředně určeném mechanismu podle směrnice 2004/109/ES.*“<sup>185</sup> Nezřídka však v praxi dochází k tomu, že emitent využije obě možnosti současně<sup>186</sup>, tedy dojde ke zveřejnění na jeho webových stránkách, typicky ve speciální sekci pro investory a současně pak tuto informaci odešle i do centrálního úložiště spravovaného ČNB.

V některých případech má emitent právo odložit zveřejnění vnitřní informace, toto oprávnění pro emitenty je zakotveno v ustanovení čl. 17 odst. 4 MAR, které uvádí tři podmínky, které je potřeba naplnit kumulativně, aby došlo k legitimnímu odložení zveřejnění vnitřní informace. Jedná se o situace, kdy by (i) v případě okamžitého uveřejnění došlo k pravděpodobnému ohrožení oprávněných zájmů emitenta, (ii) odkladem uveřejnění vnitřní informace pravděpodobně nedojde k uvedení veřejnosti v omyl a (iii) emitent je schopen zajistit trvalou důvěrnost těchto informací. O každém takovém odložení uveřejnění vnitřní informace je emitent povinen informovat regulátora společně s popsáním metod, jak emitent naplnil podmínky pro odklad uveřejnění vnitřní informace vymezené výše v bodech (i) až (iii), zejména se však bude jednat o popsání nástrojů kterými zajistil

---

<sup>182</sup> Dostupný zde: <https://www.sec.gov/about/forms/form8-k.pdf>.

<sup>183</sup> Ventruzzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022, str. 468. ISBN 9780198871095.

<sup>184</sup> Viz ESMA, Obecné pokyny k odložení zveřejnění vnitřních informací, 13. 4. 2022 [online] [cit 5. 3. 2024]. Dostupné zde: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966\\_mar\\_gls-delay\\_in\\_the\\_disclosure\\_of\\_inside\\_information\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966_mar_gls-delay_in_the_disclosure_of_inside_information_cs.pdf).

<sup>185</sup> V případě směrnice 2004/109/ES se jedná o centrální úložiště regulovaných informací vedené ČNB, odkaz viz cit. č. 75.

<sup>186</sup> Viz například zavedená praxe Moneta Money Bank, a.s., vnitřní informace dostupné na webových stránkách emitenta: <https://investors.moneta.cz/aktualni-informace>, souběžně pak totožné vnitřní informace dostupné v centrálním úložišti regulovaných informací ČNB: [https://oam.cnb.cz/xmlpserver/servlet/xdo?\\_xdo=%2FOAM\\_CNB\\_CZ%2FR1\\_RES.xdo&fromLoadingPage=true&\\_sTkn=9c741b9818e3488cdcb&\\_id=13f3638d-5601-45da-a043-462056e6d4b5&\\_dFlag=false](https://oam.cnb.cz/xmlpserver/servlet/xdo?_xdo=%2FOAM_CNB_CZ%2FR1_RES.xdo&fromLoadingPage=true&_sTkn=9c741b9818e3488cdcb&_id=13f3638d-5601-45da-a043-462056e6d4b5&_dFlag=false).

důvěrnost vnitřní informace po dobu odložení, okamžitě po tom, co k uveřejnění takové informace došlo.<sup>187</sup> Náležitosti tohoto oznámení jsou stanoveny Provděcím nařizením Komise (EU) č. 2016/1055 ze dne 29. června 2016. Emitent toto odložení vždy činí na svou vlastní odpovědnost.<sup>188</sup>

ESMA emitentům poskytla alespoň obecné vodítka, kdy lze zájem na odložení vnitřní informace emitentem považovat za legitimní.<sup>189</sup> Jedná se zejména o situace, kdy emitent vyjednává určité obchodní podmínky transakce a zveřejnění informací o těchto jednáních by průběh vyjednávání ohrozil. Zde si typicky lze představit M & A transakce<sup>190</sup>, kde například dochází k vyjednávání o lock-in ceně<sup>191</sup> formou aukce, z obchodního pohledu je naprosto nereálné tyto podmínky v procesu jejich vyjednávání zveřejnit. Dále ESMA uvádí příklad, kdy může dojít k ohrožení solventnosti emitenta, ale zároveň zatím nenaplnuje podmínky účinných insolvenčních předpisů a zveřejnění této informace by ohrozilo zájmy jak existujících tak potenciálních akcionářů v procesu vyjednávání vstupu do společnosti a tím i doplnění likvidních prostředků ke zhojení finanční situace emitenta.<sup>192</sup> Jako další vhodný příklad považuji za odložení zveřejnění vnitřní informace v případě probíhajících výzkumů, kdy by okamžitě zveřejnění výsledků např. klinických zkoušek vedlo k ohrožení duševních práv emitenta.<sup>193</sup>

K povinnosti emitenta neuvést pravděpodobně veřejnost v omyl poskytla ESMA výkladovou pomoc opačnou formou, a to příkladným výčtem situací, kdy by odložení uveřejnění vnitřní informace pravděpodobně uvedlo veřejnost v omyl.<sup>194</sup> Mezi tyto situace ESMA řadí situaci týkající se vnitřní informace, o jejíž odklad uveřejnění se jedná, podstatným způsobem odlišuje od dřívějších veřejných oznámení emitenta v dané záležitosti.<sup>195</sup> Pod takovou situací si dle mého názoru můžeme typicky podřadit plán

---

<sup>187</sup> Čl. 17 odst. 4 MAR.

<sup>188</sup> ČNB, Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentnosti, 28. 11. 2018, [online] [cit. 9. 3. 2024]. Dostupné zde: [https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14#:~:text=Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD%20pravidla%20pro%20odlo%C5%BEen%C3%AD%20uve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD,n%C3%A1rodn%C3%AD%20banky\)%5B13%5D.](https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14#:~:text=Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD%20pravidla%20pro%20odlo%C5%BEen%C3%AD%20uve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD,n%C3%A1rodn%C3%AD%20banky)%5B13%5D.)

<sup>189</sup> ESMA, Obecné pokyny k odložení zveřejnění vnitřních informací, 13. 4. 2022 [online] [cit. 9. 3. 2024]. Dostupné zde: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966\\_mar\\_gls-delay\\_in\\_the\\_disclosure\\_of\\_inside\\_information\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966_mar_gls-delay_in_the_disclosure_of_inside_information_cs.pdf).

<sup>190</sup> *Ibid.*

<sup>191</sup> Pevná cena stanovena např. na předem určenou metriku akvírované společnosti (typicky finanční výsledky).

<sup>192</sup> ESMA, Obecné pokyny k odložení zveřejnění vnitřních informací, 13. 4. 2022 [online] [cit. 7. 3. 2024]. Dostupné zde: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966\\_mar\\_gls-delay\\_in\\_the\\_disclosure\\_of\\_inside\\_information\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966_mar_gls-delay_in_the_disclosure_of_inside_information_cs.pdf).

<sup>193</sup> *Ibid.*

<sup>194</sup> *Ibid.*

<sup>195</sup> *Ibid.*

emitenta na výstavbu nové továrny v geograficky významném regionu.<sup>196</sup> Mezi další situace můžeme podřadit situace kdy se odklad vnitřních informací týká nenaplnění finančních cílů emitenta a emitent předtím tyto cíle veřejně oznámil, nebo jsou v rozporu s očekáváním trhu, které vycházejí z dřívějších informací emitenta vůči trhu.<sup>197</sup>

Poslední povinností emitenta, kterou musí v případě zájmu o legitimní odložení vnitřní informace naplnit, je zajištění důvěrnosti této vnitřní informace po celou dobu jejího odložení. Evropský zákonodárce v interpretaci tohoto ustanovení pomáhá pouze v rámci Prováděcího nařízení Komise (EU) č. 2016/1055 ze dne 29. června 2016, kdy mezi minimálně<sup>198</sup> poskytované důkazy o zajištění důvěrnosti řadí zavedení informačních bariér jak interně, tak externě.<sup>199</sup> ČNB danou povinnost poněkud více rozvinula na omezení počtu osob, které vnitřní informaci znají na nezbytné minimum, zavést organizační i technická opatření proti úniku informací, poučit každého, komu informaci předává o povinnostech, plynoucích z předání a zároveň vést seznam zasvěcených osob.<sup>200</sup> V praxi tato povinnost bude pro emitenty pravděpodobně nejvíce kontinuálně zatěžující, jelikož musí zajistit řádné proškolení všech zaměstnanců (nikoli pouze zaměstnanců přicházející do styku s vnitřními informacemi), dále zavést nákladné řešení informační techniky, které zajišťuje účinnou filtraci přístupu k dokumentům týkajících se vnitřní informace a souběžně vést v předchozí kapitole zmiňovaný seznam zasvěcených osob, toto však musí dokazovat i u externích společností, které mu poskytují např. právní, auditorské či konzultační služby. V prostředí mezinárodních advokátních kanceláří je tato problematika řešena typicky zavedením složek pro jednotlivé mandáty, které jsou osobám nepracujícím na těchto mandátech nepřístupné a veškeré přístupy k jednotlivým souborům se evidují. Tímto dochází v praxi k zavedení hovorově tzv. čínských zdí, které lze považovat právě za prostředek informační bariéry a zároveň k zahrnutí minimálního potřebného počtu lidí.

---

<sup>196</sup> Například Intel zveřejnil informaci o pouhém prodloužení výstavby, avšak tato informace by nebyla způsobilá odkladu ani v rámci evropského právního systému právě díky předchozím vyjádřením. Dostupné zde: <https://www.reuters.com/technology/intel-delays-20-bln-ohio-project-citing-slow-chip-market-wsj-2024-02-01/>.

<sup>197</sup> ESMA, Obecné pokyny k odložení zveřejnění vnitřních informací, 13. 4. 2022 [online] [cit. 8. 3. 2024]. Dostupné zde: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966\\_mar\\_gls-delay\\_in\\_the\\_disclosure\\_of\\_inside\\_information\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966_mar_gls-delay_in_the_disclosure_of_inside_information_cs.pdf).

<sup>198</sup> To, že se jedná o naprosté minimum lze dovodit z použité textace normy, kdy je zavedena povinnost poskytnout důkazy o zachování důvěrnosti během doby odkladu „včetně“ informačních bariér.

<sup>199</sup> Ustanovení čl. 4 odst. 1 písm. c) bod (i) Prováděcího nařízení Komise (EU) č. 2016/1055 ze dne 29. června 2016.

<sup>200</sup> ČNB, Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentnosti, 28. 11. 2018, [online] [cit. 9. 3. 2024], dostupné zde: [https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14#:~:text=Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD%20pravidla%20pro%20odlo%C5%BEen%C3%AD%20uve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD,n%C3%A1rodn%C3%AD%20banky\)%5B13%5D](https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14#:~:text=Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD%20pravidla%20pro%20odlo%C5%BEen%C3%AD%20uve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD,n%C3%A1rodn%C3%AD%20banky)%5B13%5D).

### 5.3. Dílčí závěr

Jak již bylo vymezeno v předchozích kapitolách, smysl regulace ochrany před zneužitím vnitřních informací můžeme shrnout jako soubor norem, minimalizující čas po který je vnitřní informace neznámá pro účastníky trhu. Jelikož prostou logickou úvahou lze dospět k závěru, že čím déle je vnitřní informace v dispozici zasvěcených osob, tím více se zvyšuje pravděpodobnost jejího úniku zpravidla jednotlivým osobám, čímž zároveň stoupá riziko zneužití vnitřních informací. Evropský zákonodárce povinnostmi pro emitenty toto riziko notně minimalizuje nastolením relativně přísných podmínek, za kterých lze co nejdřívější uveřejnění vnitřní informace odložit. Zároveň dochází k evidenci všech zasvěcených osob, které jsou současně proškoleny a seznámeny s konsekvencemi, jež pro ně nastávají, pokud tyto informace sdělí jakékoli třetí osobě bez předchozího schválení. Snahu evropského zákonodárce na tomto poli hodnotím jako relativně účinnou, zejména vedení seznamu zasvěcených osob a současné proškolení zasvěcených osob působí jednak jako velmi efektivní nástroj pro následné šetření ať už orgánů činných v trestním řízení nebo správních orgánů. Současně však i jako prostředek, který zpravidla každou zasvěcenou osobu odradí zejména od nedbalostního šíření vnitřních informací. Jako negativum spatřuji mnohdy příliš restriktivní přístup ze strany emitentů (či jejich externích poradců), kdy dochází často k neopodstatněným plošným zákazům obchodů s finančními instrumenty pro všechny zaměstnance či jejich navázání na předchozí souhlas zaměstnavatele. Je toto však správný přístup? Dochází tím k přílišným restrikcím v praxi, které ve finále zanechávají hořkou pachů a paradoxně nemusí být nutně efektivnější<sup>201</sup> ani MAR vyžadovány, v praxi jsou však zavedeny právě kvůli MAR. Efektivita celého tohoto systému totiž závisí v konečném důsledku na lidském elementu, stačí aby jednotlivec nedodržel tzv. *clean desk policy*<sup>202</sup> či důkladně neskartovat například návrhy smluv a rázem se může stát zasvěcenou osobou uklízečka či v krajním případě popelář, kdy lze důvodně pochybovat o zanesení těchto osob na seznam zasvěcených osob či jejich proškolení týkající se nakládání s vnitřními informacemi. Z tohoto preventivního důvodu jsou právě mnohdy zahrnuti plošně všichni zaměstnanci společnosti do zákazu obchodování s finančními instrumenty – jelikož zde existuje stejné riziko, že se k vnitřní informaci dostanou podobnou náhodou jako v předchozí větě popsany příklad. Domnívám se, že by daný problém bylo vhodné řešit

---

<sup>201</sup> K tomu např. analogické srovnání efektivity výběru daní za pomoci tzv. Lafferovy křivky. Shodně pak Knapp Viktor. Teorie práva, 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 1995. ISBN 80-7179-028-1. Str. 36-40.

<sup>202</sup> Interní směrnice nacházející se prakticky v každé větší kanceláři, emitentovi. Má za cíl zabránit únikům (nejen) vnitřních informací pomocí úklidu veškerých dokumentů obsahující důvěrné údaje do uzamykatelných prostor.

vypracováním obsáhlejších doporučení např. ze strany ESMA, které by reflektovaly více reálnou situaci společností, které disponují vnitřními informacemi.

## 6. Závěr

Účelem této práce bylo poskytnout ucelené vymezení pojmu zneužití vnitřní informace ve světle MAR, zejména pak s ohledem na teoretická a ekonomická východiska této regulace. Problematika zneužití vnitřních informací měla za dobu své existence čítající teprve přibližně půl století relativně dynamický vývoj, který reagoval na rozvíjející se tržní prostředí spolu s rozvojem informačních technologií. V této práci jsem se však poměrně rozsáhle snažil popsat praktické okolnosti dopadů této regulace na emitenty a osoby s nimi spolupracující. Jak již bylo vymezeno v dílčích závěrech jednotlivých kapitol, problém spatřuji zejména na úseku praktické vymahatelnosti a s tím související prevence, kde již nevidím mnoho prostoru pro rozšíření restrikcí pro zasvěcené osoby či emitenty. Naopak shledávám prostor pro zlepšení v postupně zvyšující se obeznamenosti s danou regulací, která je způsobilá omezit zejména úniky vnitřních informací před jejich zveřejněním. Na tomto poli spatřuji jisté mezery v nejednotném přístupu ze strany jednotlivých povinných subjektů, který je dle mého názoru řešitelný v harmonizaci tohoto přístupu prostřednictvím výkladových stanovisek ať už národních regulátorů či orgánu na úrovni EU, jako je ESMA.

V práci jsem dospěl k závěru, že teorie efektivních trhů je možné považovat za jakési východisko smyslu regulace dispozic s vnitřními informacemi. Dále se na základě rozboru relevantního právního rámce domnívám, že sama regulace ve své aktuální podobě poskytuje v rámci *law in books* relativně účinný mechanismus, který pokud je zaveden správně a ze strany povinných subjektů jsou dodržovány povinnosti z této regulace plynoucí, riziko zneužití vnitřních informací je efektivně sníženo na minimum. Regulací preventivně těžko postihnutelná dispozice s vnitřní informací spočívá v úmyslném jednání jednotlivců, tomuto jednání však dle mého názoru nelze efektivně předejít. Pro tento typ jednání tak musí existovat alespoň sankční mechanismy postihující *ex ante* toto protiprávní jednání, což s ohledem na transpozici sankcí do českého trestního práva shledávám za vyhovující.

V rámci *law in action* však spatřuji problém zejména ve výkladových nejasnostech pro osoby povinné a nedostatečném vysvětlení problematiky dispozic s vnitřní informací ve vztahu emitent či s ním spolupracující poradenská společnost a zaměstnanec<sup>203</sup>. ESMA tento problém může efektivně minimalizovat tím, že poskytne pro emitenty ucelenější pomůcky (například formou rozvinutí obecných pokynů), které poskytnou uchopitelnější základ

---

<sup>203</sup> Či jiná osoba spolupracující s tímto subjektem, např. trvale spolupracující advokát.

týkající se výkladu pojmu vnitřní informace a podmínek odložení jejich zveřejnění a zároveň jiných povinností z toho plynoucích. Tyto obecné pokyny by měly obsahovat alespoň obsahovou strukturu školení pro povinné osoby za účelem sjednocení tohoto přístupu a potenciálnímu zlepšení vnímání této regulace jako celku ze strany širší veřejnosti, zejména pak právně či ekonomicky neerudovaných osob. Z hlediska zpětné vazby povinných osob lze spatřit nevyužitý potenciál v rámci probíhajících konzultací, které ESMA pořádá<sup>204</sup>, kdy právě rozšíření spolupráce by pravděpodobně vedlo k odstranění výkladových nejasností, které se v praxi vyskytují. Možné zlepšení zde spatřuji v potenciálním přímém oslovení ze strany ESMA k emitentům a jiným zainteresovaným stranám.<sup>205</sup> Zároveň pak shledávám za vhodné, jak již bylo výše vymezeno, založení jednotného úložiště regulovaných informací na evropské úrovni jakožto základního mechanismu efektivního a jednotného přístupu k vnitřním informacím a dostání vyšší míry harmonizace v přístupu k těmto informacím. S ohledem na preventivní přístup emitentů či jiných osob povinných z této regulace si lze jen těžko představit plošný nástroj, který by efektivně zamezoval úmyslnému zneužití vnitřní informace jednotlivcem, proto je v těchto případech na místě postihnout právními nástroji zaměřujícími se na individuální odpovědnost protiprávně jednající osoby.

Jako otázku vhodnou k potenciálnímu dalšímu výzkumu spatřuji otázku meze proporcionality restrikcí kladených ze strany povinných subjektů na zaměstnance plošně, zejména pak zákazu obchodování nebo navázání obchodů na předchozí souhlas. Kde totiž končí meze legitimní snahy předcházení zneužití vnitřních informací a začíná již nepřiměřený zásah do vlastnického práva zaměstnanců spočívající ve volném nakládání se svými finančními prostředky?

---

<sup>204</sup> Tzv. *consultation papers*.

<sup>205</sup> Vzhledem k nevelkému počtu respondentů (srov. <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mar-review#responses>) lze spatřovat potenciál k rozšíření v případě proaktivního přístupu ze strany ESMY.

## **Zneužití vnitřní informace dle nařízení MAR**

### **Abstrakt**

Zneužití vnitřních informací se progresivně s rozvojem informačních technologií a rostoucí popularitou investic ze strany retailových investorů stává stále aktuálnějším tématem. Na finančních trzích dochází ke kontinuálnímu nárůstu emitentů, současně s tím se také zvyšuje celkové množství finančních prostředků, které do finančních trhů investují retailový investoři. Dochází tak k odpovídajícímu nárůstu prostředků ať již spravovaných prostřednictvím aktivně spravovaných fondů či ze strany amatérských investorů. S tím však přirozeně i roste poptávka po informacích a tím i početnější snaha o překonání průměrných výsledků trhu jako celku a tím i aktuálnost problematiky zneužití vnitřních informací.

Tato práce si proto klade za cíl poskytnout obecnější formou náhled do ekonomické a tím i teoretické roviny zákazu obchodování na základě vnitřních informací. Toto téma je ale třeba zejména z praktických důvodů spojit s povinnostmi, které jsou na nositele vnitřních informací, zejména emitenty a jiné poradenské společnosti, které emitentům poskytují služby kladeny. Jelikož jsou to právě oni, kdo mají nejvyšší podíl na tom, zda tato regulace bude efektivní ve své podstatě, či nikoli. Proto si tato práce dává za cíl také danou teorii zhodnotit a identifikovat případné nedostatky či nejasnosti při praktických problémech, které pro povinné subjekty z nařízení MAR mohou nastat. Autor této práce se snaží průřezově v rámci praktické ilustrace této problematiky poskytnout i své zamyšlení nad jednotlivými pojmy, které jsou pro osoby povinné nařízením MAR důležité a poskytnout příležitostné návrhy pro zlepšení v této regulaci.

V neposlední řadě se tato práce pokouší zhodnotit negativní aspekt této regulace z pozice zaměstnanců a jiných osob, na které povinnosti z nařízení MAR dopadají. Zejména pak poskytnout autorovy úvahy nad účinností takových restrikcí a možného dalšího prostoru pro rozšíření těchto restrikcí.

**Klíčová slova: MAR, vnitřní informace, zneužití trhu**



# **Inside information abuse in light of Market Abuse Regulation**

## **Abstract**

The misuse of inside information is becoming an increasingly relevant topic with the progressive development of information technology and the growing popularity of investments by retail investors. There has been a continuous increase in issuers across the capital markets and at the same time, the total amount of funds invested in the capital markets by retail investors has also increased. There has been a corresponding increase in the amount of funds, whether managed through actively managed funds or by amateur investors. Naturally, however, this is accompanied by an increase in the demand for information and hence a greater number of efforts to outperform the average performance of the market as a whole and thus the relevance of the issue of insider trading.

This thesis therefore aims to provide a more general insight into the economics and thus the theory behind the ban on insider trading. However, this topic needs to be linked, particularly for practical reasons, to the obligations placed on insiders, in particular issuers and other advisory firms that provide services to issuers. Because it is them, who have the greatest influence on whether this regulation will be effective in its merits. Therefore, this thesis also aims to illustrate the theory in question and tries to assess any shortcomings or uncertainties in practical problems that may arise for obliged entities under the MAR. The author of this thesis also attempts to provide a cross-sectional illustration of the practical issues by providing his thoughts on the various concepts that are important to persons subject to MAR regulation and to provide occasional suggestions for improvement in this regulation.

Finally, this thesis attempts to evaluate the negative aspect of this regulation from the perspective of employees and other persons affected by the MAR obligations. In particular, to provide the author's reflections on the effectiveness of such restrictions and the possible further scope for extending these restrictions.

**Klíčová slova: MAR, inside information, market abuse**

## Seznam použitých zdrojů

### Tištěné publikace:

Kotásek, J.; Pokorná, J.; Raban, P. a kol.: Kurs obchodního práva, Právo cenných papírů. 4. vydání, Praha: C. H. Beck, 2005. ISBN 978-80-7179-855-2.

Ventoruzzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide. Oxford: Oxford University Press, 2017. ISBN 978-0-19-881175-6.

Ventoruzzo M., Mock S. Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide, Second Edition, Oxford: Oxford University Press, 2022. ISBN 9780198871095.

Hamulák, O., Stehlík, V.: Praktikum práva Evropské unie. Ústavní základy a soudnictví, Praha: Leges, 2013. ISBN 978-80-7502-159-5.

Knapp Viktor. Teorie práva, 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 1995. ISBN 80-7179-028-1.

### Online publikace:

Di Noia, C. and Gargantini, M. Perspectives on Group Corporate Governance and European Company Law. European Company and Financial Law Review, 9 (4), 2012, str. 492. Dostupné zde: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2012-0484>.

Fischel, D., Carlton, D. The Regulation of Insider Trading. Stanford Law Review 857, 35, 1982, Dostupné zde: [https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2424&context=journal\\_articles](https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2424&context=journal_articles).

Jackson, Jr., Robert J. and Mitts, Joshua, Trading on Terror? Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=4652027>.

Fama, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, 25(2), 1970. Dostupné zde: [www.jstor.org/stable/2325486](http://www.jstor.org/stable/2325486).

Gilson, R., Kraakman, R. The Mechanisms of Market Efficiency. Virginia Law Review, 70(4), 1984. Dostupné zde: [www.jstor.org/stable/1073080](http://www.jstor.org/stable/1073080).

Schaumburg-Müller, P., Werlauff, E. Disclosure of Price-Sensitive Information: What Effect Do "Intermediate Steps" Have on the Statutory Disclosure Date? European Company Law, 10(1), 2013. Dostupné zde: <http://www.kluwerlawonline.com/abstract.php?area=Journals&id=EUCL2013002>.

Segre, C. The development of a European capital market. Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission, 1966. Dostupné zde: <http://aei.pitt.edu/31823/>.

Klaus J. Hopt The European Insider Dealing Directive. Common Market Law Review, 27(1), 1990. Dostupné zde: <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/Common+Market+Law+Review/27.1/COLA1990004>.

Huang W., Lu H., Wang X. How Institutional Investors Gain an Information Advantage: Evidence from Option Backdating, Columbia Law School Blog on Corporations and the Capital Markets. Dostupné zde: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/07/20/how->

[institutional-investors-gain-an-information-advantage-evidence-from-option-backdating/#\\_ftn3](#)

Ferrarini, G., The European Market Abuse Directive. *Common Market Law Review*, 41(3), 2004. Dostupné zde: [https://www.researchgate.net/publication/298924671\\_The\\_European\\_Market\\_Abuse\\_Directive](https://www.researchgate.net/publication/298924671_The_European_Market_Abuse_Directive).

European Commission proposal for Regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse), 2011/0295 (COD). Dostupné zde: [https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/documents/com/com\\_com\(2011\)0651\\_/com\\_com\(2011\)0651\\_en.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2011)0651_/com_com(2011)0651_en.pdf).

Taleska, A. European Insider Trading Theory Revisited: The Limits of the Parity-of-Information Theory and the Application of the Property Rights in Information Theory to Activist Investment Strategies. *European Company and Financial Law Review*, Vol. 17, 2020. Dostupné zde: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2020-0024>.

Ventoruzzo, M., Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments. *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, 257/2014, 2014. Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=2442049>.

Patel, V., Putnins, J., How Much Insider Trading Happens in Stock Markets? 11. 1. 2020, American Finance Association (AFA) Annual Meeting, [online] [cit. 15. 3. 2024]. Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=3764192>.

Schaumburg-Müller, P., Werlauff, E. Disclosure of Price-Sensitive Information: What Effect Do "Intermediate Steps" Have on the Statutory Disclosure Date? *European Company Law*, 10(1), 2013. Dostupné zde: <http://www.kluwerlawonline.com/abstract.php?area=Journals&id=EUCL2013002>.

Di Noia, C. and Gargantini, M. Perspectives on Group Corporate Governance and European Company Law. *European Company and Financial Law Review*, Vol. 9 (Issue 4), 2012. Dostupné zde: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2012-0484>.

Klöhn, L. Inside Information Without an Incentive to Trade? What's at Stake in 'Lafonta v. AMF'. Humboldt University of Berlin - Faculty of Law, 2014. Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=2429513>.

Keown, A., Pinkerton, J., Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, 36(4), 1981. Dostupné zde: <https://www.jstor.org/stable/2327551?seq=1>.

Hansen, Jesper Lau, Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information? *Nordic & European Company Law*, University of Copenhagen Faculty of Law, 16(03), 2016. Dostupné zde: <https://ssrn.com/abstract=2795993>.

John H. Cochrane Eugene F. Fama, Efficient Markets and the Nobel Prize, *Chicago Booth Review*, 2014, Dostupné zde: [Eugene F. Fama, Efficient Markets, and the Nobel Prize | Chicago Booth Review](#).

## **Judikatura:**

Rozsudek Soudního dvora EU, Markus Geltl v. Daimler AG., sp. zn. C-19/11

Rozsudek Soudního dvora EU, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, sp. zn. C-628/13

Rozsudek soudního dvora E, Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank, sp. zn. C-45/08

Rozhodnutí Amerického nejvyššího soudu Dirks vs SEC, 1983

Rozhodnutí Amerického nejvyššího soudu Laidlaw v Organ, 1817

## **Právní předpisy EU:**

Směrnice č. 79/279/EEC ze dne 5. března 1979

Směrnice č. 89/592/EEC ze dne 13. listopadu 1989

Směrnice č. 2001/34/EC ze dne 28. května 2001

Směrnice č. 2003/6/EC ze dne 28. ledna 2003

Smlouva o fungování Evropské unie

Nařízení EU č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014

Směrnice č. 2004/39/EC ze dne 21. dubna 2004

Směrnice č. 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014

Nařízení EU č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010

Prováděcí nařízení Komise (EU) č. 2016/1055 ze dne 29. června 2016

Stanovisko CESR, č. 06-562b

Stanovisko CESR, č. 02-089d

Obecné pokyny CESR, č. 09-219

Prováděcí nařízení Komise (EU) č. 2022/1210.

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 2022/1959.

Nařízení EU č. 1095/2010.

ESMA, Obecné pokyny k odložení zveřejnění vnitřních informací, 13. 4. 2022

## **Ostatní:**

ČNB, Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentností, 28. 11. 2018. Dostupné zde: [https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14#:~:text=Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD%20pravidla%20pro%20odlo%C5%BEen%C3%AD%20uve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD,n%C3%A1rodn%C3%AD%20banky\)%5B13%5D.](https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14#:~:text=Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD%20pravidla%20pro%20odlo%C5%BEen%C3%AD%20uve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD,n%C3%A1rodn%C3%AD%20banky)%5B13%5D.)

Surowiecki, J. Inside Tracks, The New Yorker, 2013. Dostupné zde: <https://www.newyorker.com/magazine/2013/06/10/inside-tracks>

ESMA, Warning for people posting investment recommendation on social media, 2024. Dostupné zde: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912\\_Warnings\\_on\\_Social\\_Media\\_and\\_Investment\\_Recommendations.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf)

ESMA, Final report on draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28. 9. 2015, bod 242. Dostupné zde: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455\\_-\\_final\\_report\\_mar\\_ts.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf).

Larosiére Group Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Dostupné zde: [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication14527\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf).

Rozhodnutí SEC o podání žaloby z podezření na spáchání „securities fraud“ proti Elonu Muskovi, ze dne 27. 9. 2018. Dostupné zde: <https://www.sec.gov/divisions/enforce/claims/docs/elon-musk-complaint-09272018.pdf>.

Patria Finance, Vítr na ČEZ: Záměr 100% kontroly státu ještě za této vlády ministr Rakušan rychle dementoval, akcie se posunuly výše, [online] [cit. 13. 3. 2024] dostupné zde: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/5753204/vitr-na-cez-zamer-100-kontroly-statu-jeste-za-teto-vlady-ministr-rakusan-rychle-dementoval-akcie-se-posunuly-vyse.html>.

Reuters, Intel delays \$20 billion Ohio project, citing slow chip market, Wall Street Journal reports. Dostupné zde: <https://www.reuters.com/technology/intel-delays-20-bln-ohio-project-citing-slow-chip-market-wsj-2024-02-01/>.