

Tzv. manažerské obchody v evropském a českém právu

Josef Kotásek

I. Aktuální právní úprava tzv. manažerských obchodů

Ustanovení § 125 odst. 5 zák. č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „PKT“) ukládá vybraným osobám, aby Komisi pro cenné papíry oznamovali určité druhy transakcí: jde o obchody na vlastní účet, které učinily fyzické osoby podílející se na rozhodování emitenta (a osoby jí blízké), nebo právnické osoby podílející se na rozhodování emitenta (a osoby tvořící s touto osobou podnikatelské seskupení) s cennými papíry vydanými emitentem nebo investičními nástroji odvozenými od těchto cenných papírů. Uvedené platí za podmínky, že jde o emitenta investičního nástroje přijatého k obchodování na regulovaném trhu¹ v členském státě Evropské unie nebo investičního nástroje, pro který byla podána žádost o přijetí k obchodování na regulovaném trhu v členském státě Evropské unie.

Citovaná norma je jednou z (relativních) novinek českého práva v rámci nové právní úpravy kapitálového trhu v PKT. Má za cíl zvýšit transparentnost kapitálového trhu, působit preventivně proti zneužití důvěrných informací (insider trading) a vytvářet pokud možno rovné investorské podmínky.

Cílem mého příspěvku je podat krátkou a přehlednou informaci o zdrojích a principech této nové úpravy. Sporné oblasti (související zejména z nepřiliš přesným určením okruhu povinných osob v § 125 odst. 5), budou blíže rozebrány v přednášce.

II. Cíle právní úpravy

V anglosaské jazykové oblasti se pro okruh ohlašovaných obchodů vžil název „Directors' Dealing“; v češtině se setkáváme s pojmem „manažerské obchody“. Obě označení patří spíše k novinářskému žargonu. Obě jsou také stejně nepřesné, neboť – jak uvidíme dále - informační povinnost se nevztahuje pouze na „directors“ nebo jen „manažery“, ale má daleko širší osobní dosah.

Informační povinnost dle § 125 odst. 5 PKT doplňuje ostatní předpisy týkající se oznamovacích povinností, zvláště povinnost emitenta informovat o tzv. vnitřních informacích. Díky

ust. § 125 odst. 5 získává investor přehled mj. o tom, jaké transakce s cennými papíry, případně odvozenými investičními nástroji, činí osoby, jež utváří rozhodování emitenta a mají dostatek informací nejen o jeho hospodářské situaci.

Široké investorské veřejnosti se tak dává alespoň nepřímá možnost participovat na „zasvěcenějších“ rozhodnutích. Empirické výzkumy prováděné v USA zejména v souvislosti s nabídkami převzetí prokazují účinnost investičních strategií založených na sledování (napodobování) transakcí jednotlivých „directors“². Nemusí jít přitom jen o podíl na nelegálních zasvěcenských operacích. Investor může svým způsobem parazitovat na zkušenostech a znalostech manažerů, např. o příslušném hospodářském odvětví apod.

Racionální investor však jistě nebude informační hodnotu tzv. manažerských obchodů přeceňovat. Náhlý prodej významných účastí reprezentantů emitenta sice může jako určitý „kanárek v dole“ signalizovat úpadek společnosti. Na druhou stranu motivace i k masovému výprodeji soukromého portfolia může být ryze osobní a nemusí mít žádný vztah k hospodářské situaci emitenta.

III. Vzor právních úprav tzv. manažerských obchodů – americký SEA

Archetypem úprav tzv. manažerských obchodů je Section 16 (a) Securities Exchange Act (dále jen „SEA“) a na něj navazující SEC Rule 16a-3. Podle citovaného předpisu jsou vedoucí osoby a klíčoví majitelé cenných papírů povinni nejprve nahlásit své jméno a postavení u emitenta, a to bez ohledu na to, zda cenné papíry emitenta vlastní či ne (tzv. „Filing“). Následně tyto osoby hlásí americké SEC a příslušné burze veškeré obchody s cennými papíry emitenta, a to ve lhůtě dvou pracovních dnů od provedení transakce („Statement of Changes in Beneficial Ownership“). V ohlášení se uvádí jméno oznamujícího, příslušné cenné papíry, datum a druh transakce, počet zobchodovaných cenných papírů a dosažený kurs, druh „vlastnictví“ cenných papírů (přímé či nepřímé) a počet cenných papírů, které zůstávají ve vlastnictví oznamovatele.

Tuto průběžnou informační povinnost potom doplňuje periodická publicita v „Annual Statement of Beneficial Ownership of Securities“, v němž jsou shrnuty všechny operace s cennými papíry emitenta za uplynulý rok a který informuje o aktuálním portfoliu. V obou případech se oznamuje v elektronické podobě. SEC potom takto získané údaje publikuje na svých internetových stránkách. Totéž pak učiní i emitent.

¹ K vymezení regulovaného trhu srov. blíže § 37 odst. 1 PKT.

² *Bettis, C. Vickrey, D. Vickrey, D. W. Mimickers of Corporate Insiders who make Large-Volume Trades, Financial Analysts Journal, Vol. 53, s. 57 – 66.*

Obdobná legislativní řešení se postupně prosadila i v Evropě. Namátkou lze uvést úpravu ve Velké Británii v rámci s. 324 Companies Act z roku 1985, § 15a německého zákona o obchodu s cennými papíry (WpHG) či § 91a rakouského zákona o burze.

IV. Evropská předloha

První konkrétnější návrhy na úpravu tzv. manažerských obchodů v rámci komunitárního práva se poprvé objevují v souvislosti s Evropskou akciovou společností (S.E.). Návrh jejího statutu publikovaný v roce 1975 se pojednávající problematice věnoval v souvislosti s orgány společnosti, a to v čl. 82 pod rubrikou „Zvláštní povinnosti členů představenstva, dozorčí rady, auditora a většinových akcionářů“. Za zasvěcené osoby byly považovány právě osoby vyjmenované v uvedené rubrice. Podle návrhu statutu (jehož tvůrci se zde zjevně nechali inspirovat sec. 16 SEA) měla tyto zasvěcenci stíhat periodická informační povinnost o jejich vlastních obchodech s akciemi společnosti a dosažené ceně. Údaje měly být následně registrovány v evropském obchodním rejstříku.

V návrhu se dále počítalo s povinnými odvody zisku z obchodu s akciemi společnosti dosaženým v průběhu šesti měsíců, a to dokonce bez ohledu na to, zda za tímto ziskem stála vnitřní informace, či nikoliv³. Projekt se nakonec nerealizoval. Byl ostatně již od počátku předurčen k neúspěchu, neboť se příliš úzce vázal na formu evropské akciové společnosti. Problematika využívání vnitřních informací na kapitálovém trhu je daleko komplexnější a zdaleka se netýká jenom reprezentantů akciových společností⁴. V návrhu statutu S.E. z roku 1989 se proto již normy upravující jednání zasvěcenců a hlášení jejich obchodů neobjevují⁵.

V současnosti lze nalézt jejich úpravu v čl. 6 odst. 4 směrnice **2003/6/ES o zneužití trhu**⁶. Podle něj mají osoby s řídicí odpovědností u emitenta a osoby s nimi úzce propojené informovat o operacích uskutečněných na vlastní účet. Podrobnější pravidla pak stanoví **prováděcí směrnice 2004/72/ES** v čl. 6. Omezuje hlášení toliko na transakce s akciemi a jejich deriváty a vychází z maximálně pětidenní lhůty k oznámení operace (odst. 1). Členské státy dále mohou využít bagatelní hranice 5000 euro (odst. 1) a operace realizované v jednom kalendářním roce do této hodnoty vyjmout z ohlašovací povinnosti nebo jejich hlášení odložit až do 31. ledna (odst. 2). Směrnice dále předepisuje obsahové náležitosti oznámení (odst. 3).

V. Česká právní úprava

³ Hopt, K. J., Will M. R. *Europäisches Insiderrecht*. Stuttgart : Ferdinand Enke Verlag, 1973, s. 3.

⁴ Hopt, K. J. *Europäisches und deutsches Insiderrecht*. Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 1991, č. 1, s. 21.

⁵ Kotásek, J. in Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol. *Kurs obchodního práva*. 4. vydání. Praha : C.H.Beck, 2005.

1. Povinné osoby

Oznamovací povinnost neplní emitent (který o těchto operacích teoreticky nemusí vědět⁷), nýbrž samotné osoby podílející se na rozhodování emitenta⁸. Informační povinnost dle § 125 odst. 5 PKT se vztahuje na fyzické i právnické osoby.

Z fyzických osob hlásí transakce osoby **podílející se na rozhodování emitenta** a osoby jim **blízké**. Z definičního ustanovení § 2 písm. c) PKT plyne, že osobami podílejícími se na rozhodování emitenta budeme rozumět tři skupiny osob.

První z nich jsou osobami s obvykle formalizovaným postavením: **členové statutárních orgánů (statutární orgány), výkonný ředitel nebo prokurista**.

Druhou skupinu představují všichni, na něž byla výše uvedená **jednací pravomoc delegována** (zde bude předmětem sporů vůbec přípustnost delegace pravomocí statutárních orgánů a prokuristů, otázka částečná delegace pravomocí, jakož i neřešená oblast zastoupení ze zákona - např. dle § 15 ObchZ, neboť i to dává možnost, často velmi významnou, podílet se na rozhodování emitenta).

Třetí okruh je pak určen nejméně jednoznačně: tvoří jej osoby, které „jiným způsobem **skutečně řídí činnost právnické osoby**“.

Z právnických osob stíhá ohlašovací povinnost osoby, které se podílejí na rozhodování emitenta a osoby tvořící s touto osobou podnikatelské seskupení.

2. Druh hlášených transakcí

Informovat je třeba až o uskutečněné operaci, nikoliv jen o záměru ji učinit. V souladu s požadavky směrnice jde tedy o jednu z forem „post-trading disclosure“. Teoreticky si lze představit i variantu „pre-trading disclosure“, tj. koncept, kdy se oznamuje již pouhý záměr učinit transakci s cennými papíry emitenta. Takové řešení by ovšem nebylo rozumné: od příslušného reprezentanta pak nelze spravedlivě žádat, aby operaci skutečně provedl. Navíc by jej to značně znevýhodňovalo oproti jiným investorům v tom, že by trh mohl na publikovaný záměr dopředu reagovat zvýšením

⁶ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem.

⁷ Srov. však § 118 odst. 3 písm. d) PKT, který ukládá vedoucím osobám a členům dozorčích rad poskytnout na žádost emitenta údaje o jednotlivých obchodech, které uvedené osoby uskutečnily za příslušné účetní období a jejichž předmětem nebo podkladovým aktivem jsou účastnické cenné papíry vydané emitentem.

⁸ Jak již bylo uvedeno výše, jde o emitenta investičního nástroje přijatého k obchodování na regulovaném trhu v členském státě Evropské unie nebo investičního nástroje, pro který byla podána žádost o přijetí k obchodování na regulovaném trhu v členském státě Evropské unie.

ceny. Vyloučit nelze ani manipulaci kapitálového trhu – cílenou publikací „potěmkinovských“ transakcí.

Osoby s podílem na rozhodování emitenta (a osoby jim blízké) by mohly po přečtení příslušné normy v PKT propadnout panice; zákon by v § 125 odst. 5 nutil např. manželku člena představenstva určité finanční instituce, která se zaměřuje mj. na vydávání cestovních šeků, aby Komisi pro cenné papíry ohlásila banální skutečnost, že si koupila právě cestovní šeky emitenta. A nejen to: musela by hlásit i tak „významný“ fakt, že si je poté nechala proplatit při svých nákupech v zahraničí.

Nutné zúžení – druhové a kvantitativní - provedla vyhláška č. 536/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu.

První omezení ovšem vyplývá již přímo z PKT: hlášeny budou pouze **obchody na vlastní účet**. Povaha transakce může být různá – nákup, prodej nebo darování.

Další limitace oznamovací povinnosti je dána **druhem investičního nástroje**. Povinnost informovat o transakcích na vlastní účet se vztahuje toliko na emitentovy akcie, záložní listy a odvozené investiční nástroje⁹. To je zcela v souladu s prováděcí směrnicí 2004/72/ES.

Za třetím omezením najdeme uplatnění zásady *de minimis*. Oznamovací povinnost nevzniká, jestliže transakce nedosáhne v jednom kalendářním roce **hodnoty 5 000 euro**. K hodnotám transakcí se pro účely posouzení, zda je tato podmínka splněna, přičítají u fyzických osob hodnoty transakcí provedených v témže kalendářním roce blízkými osobami. U právnických osob se obdobně zahrnují transakce provedené osobami v témže podnikatelském seskupení. Hodnotou transakce se přitom rozumí tržní hodnota ke dni vypořádání transakce; u opcí se hodnotou rozumí tržní hodnota podkladového aktiva.

3. Způsob oznámení

Způsob oznámení upravuje § 10 výše uvedené prováděcí vyhlášky. Povinná osoba zasílá oznámení **neprodleně po provedení transakce**. Hlášení se podává na datových formulářích dle příloh vyhlášky a to některým z těchto **tří způsobů**: (1) elektronickou poštou se zaručeným podpisem, (2) elektronickou poštou bez zaručeného podpisu a současně písemným oznámením Komisi pro cenné papíry nebo (3) písemným oznámením opatřeným vlastnoručním podpisem s přiloženým datovým nosičem s elektronickou podobou oznámení.

Komise obdržena oznámení neprodleně uveřejňuje způsobem umožňujícím dálkový přístup.

Pro úplnost je třeba uvést povinnost oznamovat tzv. manažerské obchody i emitentovi – a to

⁹ Srov. § 9 odst. 1 výše uvedené vyhlášky.

jakmile si emitent tyto údaje vyžádá. Uvedené informace tvoří obligatorní přílohu jeho výroční zprávy a umožňují emitentovi splnit svou vlastní informační povinnost¹⁰.

VI. Hodnocení právní úpravy tzv. manažerských obchodů

V úpravě tzv. manažerských obchodů dostává Komise pro cenné papíry – v souladu s evropskou předlohou - jeden z nástrojů k potírání deliktů zasvěcených osob. Osobě, která se podílí na rozhodování emitenta (příp. osobě jí blízké) a neinformuje o svých obchodech s investičními nástroji, hrozí pokuta až do výše 10 mil. Kč. Pokutu ve stejné výši lze uložit za využití vnitřních informací (srov. §§ 177 a 183-184 PKT) tedy za daleko nebezpečnější delikt. Prokazatelnost obou deliktů je přitom nesrovnatelná. Např. v SRN dosahují počty odsouzených zasvěcenců jen několika za rok¹¹; z výroční zprávy BAFIN vyplývá, že v roce 2004 bylo pravomocně odsouzeno pouze pět zasvěcených osob (za stejnou dobu je přitom v SRN na téma *insider trading* publikováno více odborných monografií).

Vzhledem k obtížné prokazatelnosti využití vnitřních informací se tak nabízí úvaha, zda Komise pro cenné papíry v úpravě tzv. manažerských obchodů nezískala (alespoň v některých případech) komfortnější nástroj k potírání zneužití vnitřních informací. Bude tomu tak např. u osob, které „skutečně řídí činnost právnické osoby“ a využijí jako zasvěcené osoby ve svůj prospěch důvěrnou informaci uzavřením kupní smlouvy na akcie emitenta (předpokládejme, že obchod - vcelku pochopitelně - neohlásí). Neprokáže-li se, že zasvěcená osoba jednala s využitím vnitřní informace, lze alternativně využít „alespoň“ ust. § 125 odst. 5 PKT. Pokutu pak bude možno uložit již jen na základě zjištění, že daná osoba „skutečně řídí činnost právnické osoby“ a neoznámila svůj obchod s akciemi emitenta. Otázkou k dalším diskusím pak zůstává ne zcela jasně vymezená osobní působnost citované normy, a to zejména ve vztahu k blízkým osobám reprezentantů emitenta.

¹⁰ Viz § 118 odst. 3 písm. d) PKT.

¹¹ Srov. výroční zprávy německého dozorového orgánu BAFIN, publikované na www.bafin.de. Zprávu za rok 2004 lze nalézt např. zde: http://www.bafin.de/jahresbericht/2004/kapitel_V.pdf.