

# Manažerské transakce v nařízení MAR\*

## Managerial Transactions in the Market Abuse Regulation

Josef Kotásek\*\*

### Abstrakt

Příspěvek se zaměřuje na otevřené otázky právní úpravy tzv. manažerských transakcí v nařízení MAR (Market Abuse Regulation). V první části se kriticky věnuje proklamovaným cílům právní úpravy, které nejsou zcela v souladu s archetypem regulace, tj. právní úpravou v USA, a jejich obhajitelnost je empiricky či hodnotově sporná. V další části je analyzován zvolený systém post-trading disclosure, a to v první řadě z hlediska vymezení povinných osob, který je extenzivní a ve značné míře zahrnuje i osoby stojící mimo emitenta. U oznamovaných obchodů se příspěvek zaměří na vybrané sporné otázky, ať již při úpravě druhů hlášených obchodů, možnosti využití portfolio managementu či zavedení pravidla de minimis. Poslední část příspěvku je věnována úpravě výjimek ze zákazu obchodování během tzv. uzavřených období.

### Klíčová slova

Manažerské transakce; uzavřené období; zasvěcená osoba; vnitřní informace; portfolio manažer; nařízení o zneužívání trhu; MAR; MTF; OTF; akcie; seznam zasvěcených osob; BaFin; ESMA.

### Abstract

The paper focuses on the open questions of the regulation of so-called managerial transactions in the Market Abuse Regulation (MAR). In the first part, it critically examines the proclaimed objectives of the regulation, which are not entirely consistent with the archetype of regulation, i.e. the US regulation, and their defensibility is empirically or value contested. The next section analyses the chosen system of post-trade disclosure, primarily in terms of the definition of obligated persons, which is expansive and largely includes persons standing outside the issuer. For reported trades, the paper will focus on selected contentious issues, whether in the regulation of the types of reported trades, the possibility of using portfolio management or the introduction of a de minimis rule. The last part of the paper is devoted to the modification of exemptions from the prohibition on trading during so-called closed periods.

### Keywords

Managers' Transactions; Dircetos' Dealing; Closed Period; Insider; Inside Information; Portfolio Manager; Market Abuse Regulation; MAR; MTF; OTF; Shares; Inside List; BaFin; ESMA.

\* Tento příspěvek vznikl v rámci projektu specifického výzkumu Nástroje odměňování se zvláštním zřetelem k cenným papírům (MUNI/A/1290/2021).

\*\* Doc. JUDr. Josef Kotásek, Ph.D., Katedra obchodního práva, Právnická fakulta, Masarykova univerzita, Brno / Department of Commercial Law, Faculty of Law, Masaryk University, Brno, Czech Republic / E-mail: josef.kotasek@law.muni.cz / ORCID: 0000-0001-6792-3422 / Scopus ID: 57210131896

## Úvod

V červenci 2016 nabylo účinnosti Nařízení o zneužívání trhu (MAR)<sup>1</sup> a dvě na ně navazující prováděcí nařízení<sup>2</sup>. Komplexní úprava, později navíc doplněná dalším prováděcím nařízením, věcně vychází ze starší Směrnice o zneužívání trhu z roku 2003<sup>3</sup>. Stejně jako ona přináší rozsáhlou paletu nástrojů, jejichž primárním cílem je ochrana finančních trhů před zneužíváním. MAR zakazuje nedovolené využití vnitřní informace, stanoví v souvislosti s nimi rozsáhlé informační povinnosti (zejména emitentům) a zapovídá manipulaci s trhem.

Nepominutelnou součástí regulace je úprava obchodů osob s řídicí pravomocí, které se tradičně označují jako manažerské transakce či manažerské obchody (Managers' Transactions, Directors' Dealings)<sup>4</sup>. Vybrané osoby ze sféry emitenta (obvykle jde o členy orgánů, *senior management* a osoby s nimi spojené) jsou povinny zdržet se po určité období (closed period) obchodů s některými cennými papíry emitenta. Dále jsou povinny informovat o obchodech s těmito nástroji a informace o jejich transakcích jsou následně zpřístupněny širší veřejnosti (na stránkách emitenta, burzy či dohledového orgánu).

I přes některé odlišnosti právních úprav zejména mezi USA a Evropou, platí v zásadě ve všech zemích s rozvinutým kapitálovým trhem, že investorská veřejnost profituje z transparentnosti manažerských transakcí: získává přehled o obchodech, které s nástroji emitenta uzavřely osoby, jež mají v rámci emitenta prominentní přístup k významným informacím a zásadním způsobem ovlivňují jeho strategická rozhodnutí a obchodní vedení.

Regulace manažerských transakcí není v Evropě novinkou a představuje již tradiční položku v komplexu norem kapitálového trhu. Nejprve byla upravena prostřednictvím Směrnice o zneužití trhu, resp. její prováděcí směrnice<sup>5</sup>. Do českého práva byly požadavky směrnic

<sup>1</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnice Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (dále jen „MAR“).

<sup>2</sup> Tento přímo aplikovatelný předpis doprovázela dvě prováděcí nařízení: Prováděcí nařízení Komise (EU) 2016/347 ze dne 10. března 2016, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o přesný formát seznamů zaskvěčených osob a pro aktualizaci těchto seznamů v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014. Prováděcí nařízení Komise (EU) 2016/523 ze dne 10. března 2016, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o formát a vzor pro oznamování a zveřejňování obchodů osob s řídicí pravomocí v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014.

<sup>3</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zaskvěčených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu), dále jen „Směrnice o zneužívání trhu“.

<sup>4</sup> V tomto příspěvku budu pojmy „obchody osob s řídicí pravomocí“ a „manažerské obchody“ či „manažerské transakce“ používat jako synonyma.

<sup>5</sup> Směrnice o zneužití trhu na obchody manažerů pamatovala v čl. 6 odst. 4: osoby s řídicí odpovědností u emitenta a osoby s nimi úzce propojené měly informovat o operacích uskutečněných s akciemi emitenta a dalšími vybranými nástroji na vlastní účet. Podrobnější pravidla stanovila prováděcí Směrnice Komise 2004/72/ES ze dne 29. dubna 2004, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o uznávané tržní postupy, definici důvěrných informací ve vztahu ke komoditním derivátům, sestavování seznamů zaskvěčených osob, oznamování manažerských transakcí a oznamování podezřelých transakcí.

transponovány v rámci úpravy v zák. č. 256/2004Sb., zákona o podnikání na kapitálovém trhu (dále „ZPKT“)<sup>6</sup>.

Řešení předpokládané ve Směrnici o zneužití trhu převzalo i aktuální nařízení MAR ve svém čl. 19. Řadu sporných a nejasných otázek lze tedy řešit recepcí dosavadních výkladů a praxe či srovnáním se starší úpravou v rámci historického výkladu. Srovnání s předchozí úpravou potvrzuje obecný trend regulace kapitálového trhu: v reakci na finanční krizi v roce 2008<sup>7</sup> dochází k postupnému zpřísnění právní úpravy a rozšiřování palety povinností.

V tomto příspěvku se budu z důvodu větší přehlednosti zabývat problematikou manažerských transakcí zejména v souvislosti s obchody s akciemi, dluhovými nástroji a od nich odvozenými instrumenty. Nařízení MAR se dle čl. 2 odst. 1 věta 2 vztahuje také na jednání nebo obchody, včetně nabídek, týkající se dražeb povolenek na emise (povolenky na emise skleníkových plynů) nebo od nich odvozených dražených produktů, a to i když nejsou finančními nástroji, na dražební platformě povolené jako regulovaný trh v souladu s nařízením Komise (EU) č. 1031/2010<sup>8</sup>. Až na výjimky se nebudu z důvodu přehlednosti textu zaměřovat na problematiku trhů s povolenkami na emise a odvozenými nástroji<sup>9</sup>.

Nejprve se pokusím o kritickou analýzu regulatorních cílů právní úpravy manažerských transakcí, neboť – jak bude patrné níže – ta hraje pro výklad klíčových ustanovení MAR zásadní roli. Poté se zaměřím na nevyjasněné otázky, které vyvolává poměrně rozmáchlé vymezení povinných osob a dotčených transakcí v MAR a ohlašovaných transakcí. Na závěr se zaměřím na zákaz obchodování v tzv. uzavřených obdobích a možnosti emitenta udělit z tohoto zákazu výjimku<sup>10</sup>.

## 1 Cíle právní úpravy manažerských obchodů: střelba na pohyblivý terč?

Cíle právní úpravy manažerských transakcí v MAR problematizuje skutečnost, že její vzor – tj. právní úprava v USA, která je archetypem regulací po celém světě – sleduje zčásti odlišné

<sup>6</sup> Evropské předlohy byly do českého práva transponovány v prvé řadě ustanovením § 125 odst. 5 PKT. To obecně ukládalo vybraným osobám ze sféry emitenta, příp. s nimi spojeným osobám, aby ČNB oznamovaly vybrané druhy transakcí: šlo o obchody na vlastní účet, které učinily dotčené osoby s cennými papíry vydanými emitentem nebo finančními nástroji odvozenými od těchto cenných papírů. Bližší úpravu hlášení obchodů osob, které se podílely na rozhodování emitenta, pak upravovala vyhláška č. 536/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu.

<sup>7</sup> K tomu více ANDERSSON, H. Fighting insider dealing at all costs? – due process aspects on the EU market abuse régime. *Capital Market Law Journal*. 2022, roč. 17, č. 3, s. 197–198. DOI: <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmac001>

<sup>8</sup> Nařízení Komise (EU) č. 1031/2010 ze dne 12. listopadu 2010 o harmonogramu, správě a jiných aspektech dražeb povolenek na emise skleníkových plynů.

<sup>9</sup> Co se týče zneužíváním trhu s velkoobchodními energetickými produkty, je právní úprava obdobná MAR obsahem nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1227/2011 ze dne 25. října 2011 o integritě a transparentnosti velkoobchodního trhu s energií (REMIT).

<sup>10</sup> Z české literatury k problematice srov. zejména KOTÁSEK, J. *Ochrana vnitřních informací*. Tribun EU, 2018; ČECH, P., PELIKÁNOVÁ, I. Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading). *Právo a podnikání*. 2002, č. 11; ŠPAČKOVÁ, M. Opční akciové plány a vnitřní informace: dopady regulace a možnosti řešení. *Časopis pro právní vědu a praxi*. 2023, roč. 31, č. 1, s. 137–161. DOI: <https://doi.org/10.5817/CPVP2023-1-5>

účely. Základem americké úpravy je Section 16 (a) SEA<sup>11</sup> a na něj navazující prováděcí nařízení americké Komise pro cenné papíry<sup>12</sup> (SEC Rule 16a-3). Podle citovaného předpisu jsou vedoucí osoby (*directors, officers*) a klíčoví majitelé cenných papírů (*beneficial holder*)<sup>13</sup> povinni nejprve nahlásit své jméno a postavení u emitenta, a to v zásadě bez ohledu na to, zda cenné papíry emitenta již vlastní, či ne (tzv. *Initial Statement of Beneficial Ownership of Securities*). Povinné osoby poté hlásí SEC a příslušné burze veškeré obchody s cennými papíry emitenta, a to ve lhůtě dvou pracovních dnů<sup>14</sup> od provedení transakce (*Statement of Changes in Beneficial Ownership*)<sup>15</sup>. SEC takto získané údaje publikuje způsobem umožňujícím dálkový přístup, a to do jednoho dne od podání hlášení<sup>16</sup>.

Úprava v USA byla vzorem pro tvůrce evropské směrnice o zneužití trhu, resp. její prováděcí směrnice, a následně nařízení MAR. V Evropě se ovšem nepočítá s povinnými odvody zisků zasvěcených osob dosažených v průběhu posledních šesti měsíců (tzv. *short swing profit rule*). Zatímco je reportování tzv. manažerských obchodů v USA nedílně spojeno s odčerpáním zisků, nařízení MAR nic takového nepředpokládá a jím deklarované cíle regulace jsou tedy (nikoliv nevýznamně) jiné.

Tvůrci nařízení MAR (srov. zejména bod 58 preambule) si od transparentností operací prováděných osobami s řídicí pravomocí v rámci emitenta (případně osobami s nimi úzce propojenými) slibují efektivní prevenci proti zneužívání trhu, zejména obchodování zasvěcené osoby. Publikace těchto obchodů, podle nich „*může být, přinejmenším jednotlivě, velmi cenným zdrojem informací pro investory*“. Úplná a řádná transparentnost trhu je pak dle tvůrců nařízení nezbytným „*předpokladem pro důvěru tržních subjektů a zejména důvěru akcionářů společnosti*“. Oznamování obchodů uskutečněných na vlastní účet osobami s řídicí pravomocí v rámci emitenta nebo osobou s nimi úzce propojenou je „*nejen cennou informací pro účastníky trhu, ale také dalším prostředkem kontroly trhu pro příslušné orgány*“. Zvláštní pozornost je v rámci odůvodnění věnována zákazů obchodovat před oznámením finančních zpráv (bod 61 preambule, k tomu blíže kapitola šestá).

<sup>11</sup> Securities Exchange Act.

<sup>12</sup> Securities and Exchange Commission (dále „SEC“).

<sup>13</sup> Beneficial holder je každý vlastník více než desetiprocentního podílu na příslušném druhu cenných papírů emitenta, které jsou registrovány dle Sec. 12 SEA. Z toho jsou vyňati profesionální investoři (banky, obchodníci s cennými papíry, pojišťovny, fondy apod.), pokud podíl nenabyl s cílem vykonávat ve společnosti vliv.

<sup>14</sup> Dvoudenní lhůta byla zavedena až v roce 2002, do té doby postačovalo oznámení do deseti dnů od konce měsíce, v němž transakce proběhla. V reakci na finanční podvody, přijal kongres zákon „Sarbanes-Oxley Act“, který mj. novelizoval i Sec. 16 SEA a lhůtu zkrátil na současné dva pracovní dny. Oznámení musí být podáno elektronicky do informačního systému provozovaného SEC pod názvem „EDGAR“.

<sup>15</sup> Uvedená povinnost přechodně trvá i po ztrátě postavení, které ji založilo (např. při odvolání člena orgánů emitenta). Bývalí reprezentanti emitenta jsou povinni hlásit své obchody ještě po dobu šesti měsíců od ztráty svého postavení.

<sup>16</sup> Totéž pak učiní i emitent. Tuto průběžnou informační povinnost potom doplňuje periodická publicita v „Annual Statement of Beneficial Ownership of Securities“, v němž jsou shrnuty všechny transakce s nástroji emitenta za uplynulý rok a který poskytuje veřejnosti přehled o aktuálním portfoliu.

## 1.1 Hlášení „manažerských obchodů“ jako prevence před nedovoleným využitím vnitřní informace?

Transparentnost obchodů osob s řídicí pravomocí má dle tvůrců MAR působit jako prevence před nedovoleným využitím vnitřní informace. Z pohledu zasvěcence se zvyšuje riziko odhalení<sup>17</sup> ovšem za podmínky, že zasvěcenec spadá do kategorie osob s řídicí pravomocí a oznámí obchod, který je současně nedovoleným využitím vnitřní informace (čl. 14 MAR). Statistická data, která by potvrzovala preventivní účinek hlášení transakcí dle MAR (či předchozích národních transpozic Směrnice o zneužití z roku 2003) ovšem chybí, takže úvahy jsou hypotetické. Statistika by musela vycházet ze srovnání skutečných (a reprobovaných) zasvěcencových transakcí před a po zavedení regulace, což pochopitelně není reálné.

Transparentnost manažerských transakcí podřizuje obchody vyššího managementu „veřejnému dohledu“. Z pohledu zasvěcence zvyšuje riziko odhalení<sup>18</sup>. Kontrola je fakticky vykonávána širokou veřejností a médii, jejichž nepřímý tlak na chování příslušného reprezentanta společnosti nelze podceňovat. Jakkoliv je tento závěr spíše intuitivní, lze očekávat, že pod dohledem veřejnosti klesá pokušení protiprávního využití vnitřní informace<sup>19</sup>, resp. zasvěcená osoba bude hledat méně okaté způsoby zneužití vnitřní informace.

Publikované informace vedou také k větší senzibilitě širší investorské obce k problematice zneužívání vnitřních informací a k většímu tlaku (investorů a médií) na dohledové orgány.

S preventivním účinkem publikace obchodů osob s řídicí pravomocí ovšem souvisí další, často opomíjený efekt. MAR vymezuje v čl. 7 vnitřní informaci jako informaci „přesné povahy, která nebyla uveřejněna, týká se přímo nebo nepřímo jednoho nebo několika emitentů nebo jednoho nebo několika finančních nástrojů a která, pokud by byla zveřejněna, by pravděpodobně měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny souvisejících derivátových finančních nástrojů“. Povinnost oznámit manažerskou transakci není logicky nijak spojena s vnitřní informací: publikační povinnosti sice mají zneužití vnitřní informace předcházet, ale povinná osoba se dopustí deliktu, byť za (neoznámenou) transakcí nestálo reprobované využití vnitřní informace. Transparentnost je vyžadována pro každou transakci, bez ohledu na její motivaci a (od překročení rozhodného prahu<sup>20</sup>) její hodnotu. Preventivní efekt se tím *de facto* vztahuje i na tzv. *soft informations*, které pro svůj nevýznamný dopad na ceny finančních nástrojů nakonec nejsou klasifikovány jako vnitřní informace, např. z důvodů nedostatečné kurzotvorné relevance.

Transparentnost manažerských obchodů má význam i pro vztahy emitenta s investorskou veřejností: *cum grano salis* je hlídačem věrohodnosti komunikace emitenta s veřejností a nutí management dostát heslu *put your money where your mouth is*.

<sup>17</sup> Srov. také bod 26 preambule směrnice o zneužití, resp. bod 7 preambule prováděcí směrnice.

<sup>18</sup> Srov. také bod 58 preambule MAR, resp. bod 26 u Směrnice o zneužití trhu.

<sup>19</sup> Obdobně DEDEYAN, D. *Regulierung der Unternehmenskommunikation*. Zürich: Schulthess, 2015, s. 776.

<sup>20</sup> Více k tomu kapitola 5.3.

## 1.2 Obchody osob v řídicí pravomoci – indikátor budoucího vývoje?

Druhým deklarovaným cílem MAR je využití efektu manažerských obchodů jakožto indikátoru budoucího vývoje<sup>21</sup> (srov. text z preambule: „*může být, přinejmenším jednotlivě, velmi cenným zdrojem informací pro investory*“). Průzkumy prováděné v zemích s dlouhodobou regulací manažerských transakcí potvrzují, že vyšší management při obchodech s cennými papíry svého zaměstnavatele dosahuje vyšších zisků než trh obecně<sup>22</sup>. Starší empirické výzkumy prováděné v USA zejména v souvislosti s nabídkami převzetí prokazují účinnost investičních strategií založených na sledování (napodobování) transakcí jednotlivých „directors“<sup>23</sup> a existují dokonce zvláštní fondy, které mají svou investiční strategii cíleně vybudovanou na kopírování strategie „manažerů“<sup>24</sup>.

Novější studie v Evropě však úspěšnost následování manažerských transakcí zpochybňují, a zdůrazňují nespolehlivost jejich signálního efektu: výkony stínujících investorů a fondů podle nich jen obtížně překonávají výkonnost samotného trhu<sup>25</sup>. Vysvětlením jen nevýznamně vyšší úspěšnosti manažerů emitenta má být využití „ziskových šoků“, krátkodobých reakcí na publikaci informace, která navíc nutně nemusí mít povahu informace vnitřní. Jednoznačnější „signální“ efekty manažerské transakce potvrzují výzkumy u těch společností, které se nacházejí před insolvencí<sup>26</sup>.

Regulační cíl MAR, který míří na indikativní a signální efekty manažerských transakcí, vzbuzuje určité pochybnosti. Důvody jsou nasnadě: pokud tvůrci připouštějí, že obchody osob s řídicí pravomocí mohou představovat „velmi cenný zdroj informací pro investory“, nepřímou tím naznačují, že uvedené transakce nejsou realizovány z legitimních důvodů (např. pro opatření likvidity na soukromou spotřebu, což je pro kapitálový trh samozřejmě zcela irelevantní), nýbrž potenciálně i z důvodů spekulace s nedovoleným využitím vnitřních informací. Využití vnitřní informace ovšem MAR zakazuje a je tak otázkou, zda zmiňovat potenciální indikatorní účinky hlášení manažerských obchodů.

Trvá-li na něm tvůrce nařízení (tím, že uvedené informace považuje potenciálně za „velmi cenný zdroj informací pro investory“), vzbuzuje určitou pochybnost o efektivitě právní úpravy zakazující zneužití vnitřní informace. Zákodárce jakoby veden racionální apatii

<sup>21</sup> K tomu srov. DICKGIESSER, S. P. F. *Directors' Dealings, Market Efficiency, and Strategic Insider Trading in the German Stock Market*. Dizertační práce. Mnichov: Technische Universität, 2010, s. 83 a násl. Dostupné z: <https://mediatum.ub.tum.de/doc/976227/976227.pdf>

<sup>22</sup> Srov. např. MEULBROEK, L. K. An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. *Journal of Finance*. Roč. 47, č. 5, s. 1661 a násl. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04679.x>. Výsledky obdobného výzkumu v SRN byly publikovány in RAU, M. *Directors' Dealings am deutschen Aktienmarkt*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2004. DOI: <https://doi.org/10.1007/978-3-322-81854-6>

<sup>23</sup> BE'TTIS, C., VICKREY, D., VICKREY, D. W. Mimickers of Corporate Insiders who make Large-Volume Trades. *Financial Analysts Journal*. 1997, roč. 53, č. 5, s. 57–66. DOI: <https://doi.org/10.2469/faj.v53.n5.2118>

<sup>24</sup> Dle SPIERING, J. Insidergeschäfte: Wenn Börse handeln. *Euro am Sonntag*. 5. 10. 2003, s. 11.

<sup>25</sup> GRUNDELEHNER, W. Erfolglos trotz Insiderwissen. *Neue Zürcher Zeitung*. 2014. Dostupné z: <https://www.nzz.ch/finanzen/erfolglos-trotz-insidervwissen-ld.1076945?reduced=true>

<sup>26</sup> Srov. OZKAN, A., POLETTI-HUGHES, J., TRZECIAKIEWICZ, A. Directors' share dealings and corporate insolvencies: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*. 2017, roč. 23, č. 5, s. 427–455. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/1351847X.2015.1040168>

připouští neefektivnost zákazů zasvěcencových transakcí, obtížnost jejich odhalení a s tím související bezradnost zákonodárce i orgánů dohledu. Ve vynucené publikaci manažerských obchodů pak nalézá určitou faktickou (a nepřiznanou) kompenzaci tohoto informačního deficitu: tím, že nutí zasvěcence, aby se o přínosy (zakázané a neodhalené) dispozice s vnitřní informací nepřímou „podělili“ s celým trhem – a to alespoň vnějším projevem jejího využití, který lze napodobit (byť v reálu většinou nevede k většímu investičnímu úspěchu). Tento skeptický náhled potvrzuje zvýšená prodejní či nákupní aktivita manažerů emitenta před publikací negativní či pozitivní zprávy<sup>27</sup>, která ale v reálu nevede k odhalení zakázané transakce.

Pominout bychom ale neměli vedlejší efekty transparentnosti, která nijak nesouvisí s ochranou před zneužitím trhu. Investorská veřejnost může svým způsobem „parazitovat“ na zkušenostech a znalostech manažerů týkajících se např. příslušného hospodářského odvětví, jeho obecných trendů a panující atmosféry nebo kondice konkurence atp. V těchto případech samozřejmě může jít o „velmi cenný zdroj informací pro investory“, nikoliv však zdroj, který má legitimně na mysli MAR, neboť není cílem právní úpravy, aby část populace tímto způsobem vydávala veřejně všanc své znalosti a investiční strategie.

### 1.3 Pragmatický přístup investorské veřejnosti a rizika manipulace

Racionální a opatrný investor nebude informační hodnotu tzv. manažerských obchodů přeceňovat. Náhlý prodej významných účastí reprezentantů emitenta sice může jako „kanárek v dole“ signalizovat úpadek emitenta – a naopak větší nákup může být předzvěstí budoucího růstu. Zvláště významný je indikační efekt manažerských obchodů v případech, kdy jsou tyto transakce ve frapantním rozporu s oficiální komunikací emitenta.<sup>28, 29</sup>

Motivace i k masivnímu a panickému výprodeji soukromého portfolia může být ale ryze osobní – manažeri nejsou vždy standardní účastníci sekundárního trhu, nástroje emitenta získávají obvykle za účelem odměny. Jejich obchody nutně nemusí mít vztah k hospodářské situaci emitenta<sup>30</sup>, mohou být silně personálně podmíněny, a o „indikačním efektu“ transparentnosti pak nemůže být ani řeči.

V publikaci jejich obchodů lze naopak spatřovat rizika: „veřejnost“ transakcí vytváří prostor pro manipulaci, která zneužije „stádní chování“ investorů, jež slepě následují investiční

<sup>27</sup> FLEISCHER, H. *Empfiehl es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?* Dostupné z: <https://beckassets.blob.core.windows.net/product/toc/5789/holger-empfiehl-interesse-anlegerschutzes-foerderung-finanzplatzes-deutschland-kapitalmarkt--boersenrecht-9783406493485.pdf>

<sup>28</sup> Obdobně DEDEYAN, D. *Regulierung der Unternehmenskommunikation*. Zürich: Schulthess, 2015, s. 772.

<sup>29</sup> Srov. KRAAKMAN, R. Disclosure na Corporate Governance: An Overview Essay. In: FERRARINI, G. et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2004, s. 97.

<sup>30</sup> Jak plyne z přílohy I prováděcího nařízení Komise (Nařízení 2016/253, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o formát a vzor pro oznamování a zveřejňování obchodů osob s řídicí pravomocí v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014), není součástí oznámení o transakci sdělení důvodů, proč k transakci došlo. *De lege ferenda* lze proto zvažovat rozšíření obsahu hlášení o uvedení důvodu či motivace transakce. Formulář by v tomto ohledu mohl být vodítkem tím, že by obsahoval katalog obvyklých důvodů pro transakci s cennými papíry emitenta (osobní výdaje, restrukturalizace portfolia, investice do nemovitostí...).

strategie managementu emitenta, případně se pokouší zvrátit negativní očekávání publika cílenými demonstrativními nákupy u korporací v obtížích<sup>31</sup>.

Tyto obavy potvrzují některé publikované studie poukazující na signifikantní kurzovou relevanci manažerských transakcí<sup>32</sup> pro celý trh. Nevidí však za ním nedovolené využití vnitřní informace (na které pak bez znalosti konkrétní informace participují méně privilegovaní účastníci trhu prostým následováním managementu emitenta), nýbrž stádní chování investorů a sebenaplňující proctví publikovaných transakcí. Vzniká tak určitý paradox: manažerské obchody nereagují na informace, informace samy vytvářejí.

Z uvedeného můžeme dovodit poměrně skeptický závěr, který zpochybňuje proklamované cíle a záměry MAR: vynucenou publikaci manažerských transakcí nelze legitimně ani empiricky odůvodnit tím, že představuje „velmi cenný zdroj informací pro investory“<sup>33</sup>. Pro tento závěr chybí opora jak v právní úpravě (využití vnitřní informace je zakázáno), tak i v „datech“ – signalizační funkci nepotvrzují publikované průzkumy.

V poměrech českého kapitálového trhu navíc signalizační funkci manažerských transakcí devaluje i jiná okolnost: nižší počet ohlášených obchodů. Ten může jen stěží konkurovat vyspělému zahraničí, kde jsou více rozšířené odměny v podobě opčních akciových programů. Z informací publikovaných ČNB na Centrálním úložišti regulovaných informací plyne, že od 2. 3. 2017 do 16. 12. 2022 eviduje ČNB celkem 598 oznámených transakcí, z nichž přitom skoro polovinu (279) představují transakce řídicích osob ČEZ, a. s. a téměř čtvrtinu obchody s akciemi Kofola ČeskoSlovensko, a. s. (141). U zbylých emitentů jde pak jen o několik desítek obchodů, v drtivé většině případů jde o transakce fyzických osob.

## 2 Hlášení manažerských obchodů v konkurenci jiných informačních povinností a zákazů

Hlášení obchodů osob, které se obvykle podílejí na rozhodování emitenta, je třeba striktně odlišit od publikace vnitřní informace podle čl. 17 nařízení MAR. Dle citovaného ustanovení je emitent finančního nástroje povinen uveřejnit každou vnitřní informaci, která se ho „přímo týká“. Transakce osob s řídicí pravomocí tento předpoklad nesplňují. Vzhledem k tomu, že jde o okolnosti, které jsou zpravidla mimo sféru emitenta a týkají se společníků, nemělo by tedy dojít ke kolizi se samostatnou povinností uveřejnit vnitřní informaci<sup>34</sup>.

<sup>31</sup> Srov. OZKAN, A., POLETTI-HUGHES, J., TRZECIAKIEWICZ, A. Directors' share dealings and corporate insolvencies: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*. 2017, roč. 23, č. 5, s. 427–455. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/1351847X.2015.1040168>

<sup>32</sup> Srov. zejména přehled in OSTERLOH, F. *Directors' Dealings – § 15a WpHG im Vergleich mit den Regelungen in den Vereinigten Staaten von Amerika, Großbritannien sowie der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie unter besonderer Berücksichtigung des persönlichen Anwendungsbereichs*. Dizertační práce. Bonn, 2007, s. 67 a 87. DOI: <https://doi.org/10.3790/978-3-428-52512-6>. K problematice opčních programů viz ŠPAČKOVÁ, M. Opční akciové plány a vnitřní informace: dopady regulace a možnosti řešení. *Časopis pro právní vědu a praxi*. 2023, roč. 31, č. 1, s. 137–161. DOI: <https://doi.org/10.5817/CPVP2023-1-5>

<sup>33</sup> Shodně DEDEYAN, D. *Regulierung der Unternehmenskommunikation*. Zürich: Schulthess, 2015, s. 775.

<sup>34</sup> Nehledě na obecně nízkou kurzotvornou relevanci takových údajů.



U řádně ohlášených obchodů by ostatně neexistovala žádná vnitřní informace určená k publikaci, neboť informaci o proběhnuvší transakci uveřejní na svých stránkách samotná ČNB, čímž publikované údaje (pokud vůbec kdy měly kvalitu vnitřní informace) ztratí svou vnitřní povahu.

Hypoteticky přichází v úvahu faktický souběh s informační povinností týkající se významné změny podílů na hlasovacích právech<sup>35</sup>. Nelze vyloučit, že relevantní podíl na hlasovacích právech bude dosažen transakcí, která má být současně hlášena jako manažerský obchod, neboť dotyčný akcionář je současně osobou s řídicí pravomocí.

Uvedený souběh by ovšem neměl svádět k závěru, že jedno oznámení může nahradit druhé. Oba předpisy (tj. § 122 ZPKT a čl. 19 MAR) se liší skutkovou podstatou, povinnými subjekty, odlišnými lhůtami pro oznámení, jinak formulovanými výjimkami a také právními důsledky. Především je však odlišuje *ratio legis*; každá z publikačních povinností sleduje jiné cíle (informace o podílech na korporaci vs. informace o obchodech potenciálních zasvěcenců) a podle toho je také konstruována. Pravidla pro ohlašování podílů na hlasovacích právech tedy nelze pojímat jako *lex specialis* k obecnému pravidlu o publikaci „manažerských obchodů“ či naopak. Povinná osoba bude informovat samostatně a způsobem předepsaným pro danou publikační povinnost.

Úpravou manažerských transakcí není dotčena úprava zákazu zasvěceneckých obchodů dle čl. 8 a čl. 14 MAR, což ostatně připomíná preambule (bod 59). Stejný názor (byť v kontextu starší úpravy v ZPKT, který transakce zasvěcence zakazoval v § 124) formuloval Nejvyšší správní soud ve známém rozsudku, který se týkal manažera společnosti ČEZ Alana Svobody<sup>36</sup>: „nabytí nebo zřízení akcie, jíž se týká vnitřní informace, kterou má obviněný k dispozici, je přestupkem i tehdy, pokud toto nabytí nebo zřízení bylo řádně oznámeno Komisi pro cenné papíry. Toto oznámení nemá vůči přestupku podle § 124 odst. 4 písm. a) ZPKT účinky liberační. Slouží spíše k usnadnění dohledu nad osobami, které mohou vnitřními informacemi disponovat.“

NSS k tomuto korektnímu závěru ovšem dodává pozoruhodné konstatování, které koliduje s (tehdejší i současnou) úpravou zneužití vnitřní informace. Podle NSS totiž „... existuje i řada osob, které v organizačních strukturách emitentů cenných papírů zaujímají tak významné postavení, že prakticky neustále disponují nějakými informacemi, které naplňují definici uvedenou v § 124 odst. 1 ZPKT, zvláště pokud jde o emitenta, v němž – vzhledem ke komplikovanosti jeho fungování – prakticky neustále koluje řada vnitřních informací ve smyslu této zákonné definice. Pro osoby v takovém postavení by ustanovení § 124 odst. 4 písm. a) citovaného zákona mělo implikovat, že prakticky vždy disponují nějakou vnitřní informací, takže by prakticky nikdy neměly investiční nástroje emitenta nabývat. Možnost transparentně takové nabytí ohlásit na tom nic nemění.“

Uvedené *obiter dictum* NSS není přesvědčivé. Předně proto, že stejně jako § 124 ZPKT, tak i MAR (v čl. 7), požaduje, aby vnitřní informace měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny souvisejících derivátových finančních nástrojů (v ZPKT byl tento kurzotvorný potenciál vnitřní informace vymezen tak, že jde o informaci, jež by mohla „poté, co by se stala veřejně známou, významně ovlivnit kurz nebo výnos tohoto

<sup>35</sup> Srov. k tomu § 122 ZPKT.

<sup>36</sup> Rozhodnutí Nejvyššího správního soudu ze dne 3. 4. 2012, sp. zn. 2 Afs 36/2012.

investičního nástroje“. Vnitřní informace musí být emitentem uveřejněna. Představa, že se to u emitenta jen hemží desítkami vnitřních informací, je poněkud přehnaná. Koncepce NSS navíc koliduje s vymezením objektivní a subjektivní stránky deliktu nedovoleného využití vnitřní informace v judikatuře ESD. Ta sice pracuje s podobnou presumpcí, ovšem jen za předpokladu, že vzniklo podezření z deliktu, srov. např. rozhodnutí ve věci *Spector Photo Group NV*, C-45/08.

Závěr, že některé řídicí osoby jsou v podstatě permanentně v postavení zasvěcené osoby, ovšem obstojí, a to i v kontextu aktuální úpravy. Je také v souladu s prováděcím nařízením 2016/237<sup>37</sup>, které na permanentní zasvěcené osoby pamatuje v rámci vedení seznamu zasvěcených osob. Důsledkem však nebyl (za účinnosti ZPKT) a není (dle MAR) úplný zákaz obchodování tak, jak sugestivně formuloval NSS.

Ustanovení čl. 8 a násl. MAR zavádí pravidla, která brání tomu, aby zasvěcená osoba (či jiná osoba jednající na základě jejího doporučení) zneužila vnitřní informaci k obchodu. Zasvěcené osobě se zakazují transakce s finančními nástroji, doporučování takových transakcí a ukládá se jí povinnost mlčenlivosti. Nejde však o úplný zákaz transakcí. Zasvěcená osoba však může provádět obchody s finančními nástroji pomocí zástupce jednajícího na její účet nebo portfolio manažera za podmínky, že zástupce jedná na základě dříve schváleného transparentního transakčního plánu nebo *portfolio manager* výhradně na základě svého uvážení. Zástupce nebo *portfolio manager* samozřejmě nesmí dostávat investiční doporučení (pokyny) od zasvěcené osoby, mezi vznikem a uveřejněním vnitřní informace platí mezi těmito osobami a zasvěcenou osobou zákaz komunikace<sup>38</sup>. Manažerská transakce tak někdy bude aprobovaným obchodem zasvěcené osoby (tj. nebude nedovoleným zneužitím vnitřní informace).

### 3 Povinné osoby

Osoby, které jsou povinny hlásit manažerskou transakci, vymezuje čl. 19 odst. 1 MAR skrze dvě kategorie osob. Primárně je k oznámení transakce povinná osoba s řídicí pravomocí. Druhou skupinu povinných osob tvoří osoby, které jsou s nimi (tj. s osobami s řídicí pravomocí) úzce propojené.

Povinné osoby jsou tedy vymezeny buď svým bezprostředním vztahem k uvedenému emitentovi, nebo odvozeně – poměrem k primárně povinné osobě. Povinnou osobou není emitent (ten se ostatně o příslušných obchodech se svými nástroji teoreticky nemusí vůbec dozvědět, protože je odkázán na aktivitu povinné osoby, která mu obchod hlásí). To platí i pro případné transakce emitenta s vlastními nástroji, např. při odkupu vlastních akcií<sup>39</sup>.

U zahraničních emitentů je ovšem obvyklé, že manažerské transakce oznamuje na základě plné moci přímo emitent finančního nástroje. Tento postup je možný, povinnou osobou však nadále zůstává příslušný manažer.

<sup>37</sup> Prováděcí nařízení Komise (EU) 2016/347, viz pozn. č. 2.

<sup>38</sup> Srov. Stanovisko ČNB: Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany trhu proti zneužívání trhu a transparentnosti. ČNB [online]. 28. 11. 2018. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trhu/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14>

<sup>39</sup> Shodně např. stanovisko německého BaFin: FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften nach Art. 19 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 (7. verze, stav k 7. 11. 2022).

Osoby s řídicí pravomocí vymezuje čl. 3 jako členy „správního, řídicího nebo dozorčího orgánu“ emitenta finančního nástroje. Emitentem je tedy jakákoliv osoba, která emitovala finanční nástroj splňující kritéria čl. 4 odst. 1 bodu 15 směrnice 2014/65/EU (směrnice MIFID) – srov. přílohu C této směrnice<sup>40</sup>. Emitentem může být dále účastník trhu s povolenkami na emise nebo emitent jiného subjektu uvedeného v čl. 19 odst. 10 MAR (tj. dražební platformy, dražitelé a subjekty sledující dražby, pokud jsou zapojené do dražeb pořádaných podle nařízení 1031/2010).

Status povinné osoby pro účely čl. 19, tj. pro účely manažerských transakcí, však (bez ohledu na to, zda jde o primárně či sekundárně zasvěcené osoby) vyžaduje, aby finanční nástroje emitenta byly obchodovány na regulovaném trhu (anebo o to emitent požádal). Dle čl. 19 odst. 4 MAR dopadá působnost úpravy i na emitenty, jejichž nástroje jsou či na žádost emitenta mají být obchodovány v mnohostranném obchodním systému (Multilateral Trading Facility, MTF) nebo emitent schválil zařazení nástroje organizovaného obchodního systému (Organised Trading Facility, OTF).

V českých poměrech to znamená, že úprava manažerských obchodů dopadá i na osoby působící u emitentů (resp. osoby s nimi úzce propojené), jejichž nástroje jsou obchodovány na Free Market Burzy cenných papírů Praha či na Volném trhu burzy RM-System. Jde o segmenty mnohostranného obchodního systému, tedy trhu s investičními nástroji organizovaného burzami dle § 69 ZPKT. Povinnou osobou bude ovšem standardně člen voleného orgánu emitenta akcií či dluhopisů, které jsou obchodovány na regulovaném trhu.

Krom toho mezi primární povinné osoby (v postavení řídicí osoby) patří vedoucí pracovníci, kteří nejsou členy exekutivních či dozorčích orgánů, ale mají a) pravidelný přístup k vnitřním informacím týkajícím se přímo nebo nepřímo emitenta a současně b) disponují pravomocí činit řídicí rozhodnutí, která ovlivňují budoucí vývoj a obchodní vyhlídky emitenta (srov. čl. 3 bod 25 MAR). Obvykle půjde o vysoce postavené manažery (CEO, CFO atp.).

Z již zmíněného přehledu transakcí publikovaných ČNB na Centrálním úložišti regulovaných informací plyne (za období od 2. 3. 2017 do 16. 12. 2022), že drtivá většina transakcí byla provedena osobou s řídicí pravomocí.

Sekundární povinné osoby jsou vymezeny svým vztahem k primární povinné osobě – jsou s ní „úzce propojené“. Definiční ustanovení čl. 3 MAR stanoví, že jde o manžela, manželku či partnera, vyživované dítě, příbuzného, který s primární povinnou osobou žil nejméně po dobu jednoho roku před uskutečněním obchodu ve společné domácnosti.

Povinnou osobou je konečně také právnická osoba či svěřenský fond, ve které řídicí funkce vykonává některá z výše uvedených osob (primárně či sekundárně povinných), nebo které a) tyto osoby alespoň nepřímo ovládají, b) byly zřízeny v jejich prospěch nebo c) jejich ekonomické zájmy „v podstatě“ odpovídají jejich ekonomickým zájmům. Okruh povinných osob je v zásadě v souladu s řešením, které vycházelo ze Směrnice o zneužití trhu<sup>41</sup>.

<sup>40</sup> S ohledem na rozsah a zaměření příspěvku (hlášení manažerských transakcí se týká omezeného počtu finančních nástrojů) autor blíže nerozebírá status emitenta a povahu jím emitovaných finančních nástrojů.

<sup>41</sup> V německém právu obdobně STÜBER, K. Directors' Dealings nach der Marktmissbrauchsverordnung. *Deutsches Steuerrecht*. 2016, s. 1222.

Emitent musí mít přehled o povinných osobách. Písemně oznámí osobám s řídicí pravomocí jejich povinnosti vyplývající z čl. 19 MAR a současně sestaví seznam veškerých osob s řídicí pravomocí a osob, jež jsou s nimi v úzce propojené.

Stejně jako u vedoucích osob bude třeba i u členů dozorčích orgánů vyřešit otázku, zda jejich oznamovací povinnost trvá i po ztrátě postavení, které oznamovací povinnost založilo (např. po účinnosti odvolání valnou hromadou). Tvůrci MAR se v tomto ohledu nenechali inspirovat řešením v USA<sup>42</sup> a nepředpokládají žádnou „karanténní“ lhůtu po ztrátě statusu vedoucí osoby, v níž by měl ex-reprezentant emitenta hlásit své obchody s cennými papíry bývalého zaměstnavatele<sup>43</sup>. Pro takové řešení lze argumentovat např. tím, že ztrátou pozice v rámci emitenta sice reprezentant přišel o kontakt s vnitřními informacemi, na druhou stranu zvláště u transakcí provedených brzy po opuštění emitenta nelze vyloučit využití relativně starších, ale stále „živých“ vnitřních informací – zvláště významné je to tam, kde došlo k odkladu publikace vnitřní informace dle čl. 17 MAR.

Jak ale připomíná Sethe (který je proti rozšíření této povinnosti na bývalé reprezentanty a členy dozorčích orgánů), je pravděpodobné, že transakce těchto osob budou spočívat na jiných motivech, než je využití vnitřních informací (zvláště při nedobrovolném opuštění emitenta)<sup>44</sup>. S tím lze souhlasit, publikace takových transakcí může přispět spíše ke zmatení veřejnosti než k větší transparentnosti.

Interpretačních obtíží generuje nová úprava i tak více než dost. Řadu otázek a pochybností vyvolává rozšíření povinných osob o mimostojící subjekty, tj. osoby s nimi propojené. Oznamovací povinnost tak stíhá osoby, od kterých nemůžeme žádat profesionalitu legitimně očekávanou u členů statutárních a dozorčích orgánů obchodní korporace. Nákup relevantních cenných papírů neprofesionálním zákazníkem je přitom podstatně jednodušší než plnění oznamovací povinnosti emitentovi a ČNB v relativně krátké lhůtě tří dnů na předepsaném formuláři.

V minulosti se proto objevil návrh, aby za uvedené osoby plnily oznamovací povinnost právě osoby s řídicí pravomocí, když přeci právě kvůli možnému retušování jejich vlastních transakcí byl okruh povinných osob rozšířen (na osoby, které k nim mají určitou osobní vazbu<sup>45</sup>). Přenos oznamovací povinnosti o transakcích blízkých osob na reprezentanta společnosti některé právní řády v minulosti upravovaly.

I to má však své úskalí. Ti rodinní příslušníci, kteří např. činí své vlastní samostatné transakce s cennými papíry emitenta (např. dvacetiletý syn člena představenstva studující vysokou školu), totiž nemusí vedoucí osobu („tatínka“) informovat o svých vlastních operacích. V takovém případě by k příslušnému oznámení nakonec, a to nikoliv vinou reprezentanta společnosti, nedošlo.

Ustanovení čl. 19 odst. 5 MAR ukládá osobám s řídicí pravomocí, aby písemně oznámily osobám, jež jsou s nimi úzce propojené, jejich povinnosti vyplývající z regulace manažerských

<sup>42</sup> Sec. 16-b SEA.

<sup>43</sup> Viz k tomu kapitulu první.

<sup>44</sup> SETHE, R. In: ASSMANN, H. SCHNEIDER, U. *Wertpapierhandelsgesetz*. 4. vyd. Köln: C. H. Beck, 2005, s. 637.

<sup>45</sup> FLEISCHER, H. Directors' Dealings. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*. 2002, č. 8, s. 1226.

transakcí, a ponechají si kopii tohoto oznámení. Suchý jazyk nařízení poněkud zastírá komičnost celé situace. Primárně povinná osoba má provést jakési „proškolení“ blízkých osob – a dokonce o něm musí mít písemné potvrzení.

Úvahy *de lege ferenda* plédující pro redukci povinných osob jsou limitovány tím, že povinné osoby vymezuje přímo evropské nařízení. Oprávněnost těchto návrhů prokázají až další zkušenosti s plněním oznamovacích povinností „úzce propojených“ osob a zejména zhodnocení přínosu oznamování jejich transakcí. Limity a nebezpečí (pře)regulace ilustrativně shrnuje Knurs: „*how far into the ambit of outside legal person the disclosure obligation, the core purpose of which is to increase transparency on inside managers' transactions, may be extended, without causing inefficiencies in the information economics of managerial disclosures and without imposing an overly inclusive disclosure regime which would restrict the integrity of outside actors in a financial market context.*“<sup>46</sup>

Jak jsem již uvedl, výčet povinných osob nekončí jen u osob blízkých. Z podobných důvodů jako u předchozí skupiny rozšířil čl. 3 MAR okruh povinných osob i na vybrané osoby právnické, svěřenské fondy a „společenství“. Způsob úpravy připomíná jadernou řetězovou reakci. Oznamovací povinnost se bude vztahovat také na právnické osoby (fondy a společenství), ve kterých jsou všechny ostatní povinné osoby (tj. osoby s řídicí pravomocí a osoby s nimi spojené) v postavení řídicí osoby.

Vysvětleno na příkladu s manželkou člena představenstva emitenta, jehož akcie se obchodují na regulovaném trhu (např. BCPP). Pokud manželka působí jako jednatelka společnosti s ručením omezeným, bude ohlašovací povinnost dopadat i na tuto obchodní korporaci, samozřejmě za podmínky, že splňuje další kvalitativní a kvantitativní podmínky stanovené MAR pro příslušné obchody.

Tím ale „řetězová reakce“ nekončí: povinnosti hlásit manažerské transakce neuniknou dle čl. 3 bodu 26 písm. b) ani právnické osoby (a také fondy a jakákoliv společenství), v nichž jsou „povinné osoby“ ovládajícími osobami či se jejich ekonomické zájmy v podstatné míře shodují s ekonomickými zájmy „povinných osob“, případně byly zřízeny v jejich prospěch.

Na první pohled je patrné, k jaké extenzi ve vymezení povinných osob tím došlo. V některých případech se může negativně projevit na postavení rodinných příslušníků, vedoucích osob či členů dozorčích orgánů. Pro kariérní postup mezi řídicí osoby může být překážkou právě skutečnost, že s angažováním tohoto rodinného příslušníka může být potenciálně spojena oznamovací povinnost o transakcích s papíry emitenta.

Nejde přitom o nějakou překvapivou novinku, tuto úpravu předpokládala i Směrnice o zneužití. Praxe orgánů dohledu v členských státech ukazuje, že dopady extenzivní úpravy byly tradičně regulovány konsekventně restriktivním výkladem. Ten jako regulační olovené tyče v reaktoru minimalizoval rozsah „řetězové reakce“ vyvolané příliš širokou formulací třetí skupiny povinných osob<sup>47</sup>.

<sup>46</sup> DELL'ERBA, M. In: VENTORUZZO, M., MOCK, S. (eds.). *Market Abuse regulation*. London: Oxford University Press, 2017, s. 410.

<sup>47</sup> Tento zužující přístup je patrný i z doporučení CESR: The Committee of European Securities Regulators, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) z roku 2003. Z textu doporučení vyplývá mj. následující: „*Furthermore, all trusts, companies or other legal persons are subject to the disclosure requirements, if a person discharging managerial responsibilities within an issuer, or a person closely associated with him, has the power to manage its business or to materially influence its management decisions.*“

Za příklad dle starší úpravy vycházející z obdobného ustanovení Směrnice o zneužití může posloužit výklad německého dohledového orgánu (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), který pro zařazení do okruhu povinných osob v těchto případech mj. vyžadoval alespoň padesátiprocentní podíl povinné osoby na hlasovacích právech dotčené právnické osoby<sup>48</sup>.

Podobné „regulační tyče“ budou namíště i při interpretaci okruhu povinných osob dle čl. 19 MAR. Vrátime-li se k příkladu s manželkou člena představenstva emitenta, můžeme konstatovat, že právnická osoba bude povinna hlásit transakce tam, kde manželka jako „osoba úzce propojená“ působí v jejím statutárním orgánu. Jak tomu však bude tam, kde je „pouze“ vedoucím pracovníkem, který nemá jakýkoliv vliv na investiční rozhodnutí emitenta (působí např. jako ředitelka HR)? Východiskem může být opět dokument ESMA<sup>49</sup>, který navrhuje zužující výklad v tom směru, že obchody právnických osob (a svěřenských fondů) mají být hlášeny jen tam, kde osoba s řídicí pravomocí, případně osoba s ní úzce propojená v dané osobě skutečně rozhodují o nákupu finančních nástrojů, resp. jej ovlivňují. Tím samozřejmě není dotčena úprava v čl. 3 bod 26 písm. c) *in fine* – povinnost hlášení se však týká právnické osoby, kterou by manželka přímo či nepřímo ovládala, tato osoba byla zřízena v její prospěch či ekonomické zájmy manželky by byly konsonantní se zájmy této korporace. K tomuto zužujícímu výkladu se hlásí německý BaFin ve svém „Emittentenleitfaden“<sup>50</sup>.

Obdobnou výkladovou redukcí zvolil BaFin u právnických osob, které jsou založeny za veřejně prospěšným či dobročinným účelem. V uvedené příručce pro emitenty vychází z faktu, že osoby s řídicí pravomocí u těchto typů právnických osob „nemohou mít ze společnosti nebo instituce významný hospodářský prospěch vzhledem k jejímu neziskovému statusu“. Nemají proto vůbec spadat do okruhu povinných osob.

## 4 Modely právní úpravy

Tvůrcům MAR se u manažerských transakcí nabízely čtyři potenciální modely právní úpravy: dvě řešení ultimativní (povolení manažerských transakcí bez ohlašovací povinnosti, nebo naopak jejich úplný zákaz), *pretrading disclosure* (předobchodní oznamovací povinnost) nebo *posttrading disclosure*<sup>51</sup> (oznamovací povinnost po provedení transakce). Tvůrci MAR zvolili poslední model. Úplné uvolnění transakcí bez informační povinnosti bylo nemyslitelné a popřelo by dosavadní genezi právní úpravy; transparentnost manažerských obchodů požadovala již předchozí úprava ve Směrnici o zneužití. Věcně jde o jeden z pilířů regulace.

<sup>48</sup> Srov. tzv. Emittentenleitfaden (příručka pro emitenty). Dostupné z: [http://www.bafin.de/schreiben/89\\_2005/emittentenleitfaden.pdf](http://www.bafin.de/schreiben/89_2005/emittentenleitfaden.pdf)

<sup>49</sup> ESMA Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q7.7. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111\\_qa\\_on\\_mar.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf)

<sup>50</sup> Dostupné z: [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel2/Kapitel2\\_1/Kapitel2\\_1\\_2/kapitel2\\_1\\_2\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel2/Kapitel2_1/Kapitel2_1_2/kapitel2_1_2_node.html)

<sup>51</sup> Viz blíže MAUME, P., KELLNER, M. Directors' Dealings unter der EU-Marktmissbrauchsverordnung. *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*. 2017, s. 279. DOI: <https://doi.org/10.1515/zgr-2017-0011>

Naproti tomu úplný zákaz transakcí by byl stěžejí akceptovatelný z pohledu ústavních limitů (čl. 26 Listiny), navíc by bránil některým standardním a efektivním způsobům odměny managementu (opční akciové programy), což by znevýhodnilo emitenty kótované na evropských trzích.

Potenciálně se nabízela varianta *pretrading disclosure*, v níž se oznamuje již pouhý záměr učinit transakci s příslušnými nástroji emitenta. Asi nejznámějším jejím proponentem je J. M. Fried<sup>52</sup>. Zavedení předobchodní oznamovací povinnosti bylo diskutováno např. v rámci novely německé úpravy s nemalým počtem hlasů pro tuto variantu<sup>53</sup>. Návrhy byly tradičně zpochybňovány s tím, že od příslušného manažera nelze žádat, aby již oznámenou transakci také skutečně provedl, což by jej znevýhodňovalo oproti jiným investorům v tom, že by trh mohl na publikovaný záměr dopředu reagovat úpravou ceny. Navíc by se vytvořil prostor pro manipulaci kapitálového trhu – cílenou publikací „potěmkinovských“ transakcí, které by nakonec reprezentantem emitenta nebyly provedeny<sup>54</sup>.

S předobchodní transparentností je spojena další otázka: musela by řídicí osoba transakci realizovat v souladu se svým oznámením? Založí její oznámení kontraktační povinnost? Musí povinná osoba dostát svému reportu a dokončit (zatím jen anticipovanou) transakci? Maume s Kellnerem v povinnosti provést obchod nespátřují nepřiměřenou tvrdost, či dokonce protiústavnost: argumentují hodnotově tím, že podobně „tvrdého“ řešení lze dosáhnout v rámci smluvního práva. Autoři ovšem navrhuji, aby pro případ „nedokončení“ oznámeného obchodu byly stanoveny nižší pokuty.

Dalším problematickým důsledkem *pretrading disclosure* je možnost manipulace trhem informací o plánovaném obchodu. Taková praktika (tj. spekulativní storno s cílem využít manipulativního vlivu informace o zamýšlené transakci) je ale stejně zakázána v rámci obecného zákazu manipulace.

Případné zrušení plánované transakce může navíc – byť to není dvakrát pravděpodobné – kolidovat s úpravou zákazu využít vnitřní informace: za obchodování zasvěcené osoby se totiž dle čl. 8 odst. 1 věta druhá MAR považuje také využití vnitřní informace ke zrušení nebo změně pokynu týkajícího se finančního nástroje, jehož se informace týká, pokud byl tento pokyn zadán předtím, než dotyčná osoba vnitřní informaci získala.

## 5 Oznamované obchody

### 5.1 Obchodované nástroje

Primární limitace oznamovací povinnosti je krom vymezení povinné osoby a emitenta dána typem relevantního nástroje, který emitent vydal. Nařízení MAR vymezuje dvě skupiny

<sup>52</sup> FRIED, J. M. Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure (1998). *S. Cal. L. Rev.* 1998, roč. 71, s. 303–392. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1461>

<sup>53</sup> Viz blíže MAUME, P., KELLNER, M. Directors' Dealings unter der EU-Marktmisbrauchverordnung. *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht.* 2017, s. 281. DOI: <https://doi.org/10.1515/zgr-2017-0011>

<sup>54</sup> V Německu šlo o případy „Intershop“ „ComROAD“, srov. např. [http://www.schoene-historische-wertpapiere.de/aktienbetrug\\_historische\\_wertpapiere.html](http://www.schoene-historische-wertpapiere.de/aktienbetrug_historische_wertpapiere.html)

nástrojů. Povinnost informovat o transakcích na vlastní účet se předně vztahuje na emitentovy akcie, dluhové nástroje, případně k jejich derivátům a dalším finančním nástrojům, které jsou s nimi spojeny. Druhou skupinu pak tvoří u účastníků trhu s povolenkami na emise obchody vztahující se k emisním povolenkám a souvisejícím produktům (srov. čl. 19 odst. 1 písm. b) MAR). U první uvedené skupiny lze jen uvítat zúžení okruhu dotčených nástrojů; úprava se rozumně koncentruje na ty veřejně obchodované (burza, MTF, OTF<sup>55</sup>) typy cenných papírů či odvozené finanční nástroje, které bezprostředně odrážejí ekonomický vývoj společnosti a umožňují profit ze (zakázaných) zasvěcencových transakcí.

Pro definici relevantního nástroje je určující vymezení v čl. 3 odst. 1 finančního nástroje, které odkazuje na úpravu ve směrnici MiFID II<sup>56</sup>. Zajímavou otázkou je zde transakce s cennými papíry kolektivního investování a indexovými či košovými nástroji, pokud tyto finanční nástroje (fond, index, koš) zahrnují akcie či dluhové nástroje emitenta. ESMA navrhuje výklad, dle kterého se uvedené nástroje považují za „spojené“ s akciemi či dluhovými nástroji emitenta za podmínky, že jejich podíl činí v okamžiku transakce alespoň 20 % a osoba s řídicí pravomocí či jiná povinná osoba věděla či vědět mohla, jak vysoký tento podíl je: *„index-related product, a basket and a share/unit of investment funds (AIFM and UCITS) shall be deemed as a financial instrument linked to the issuer’s shares or debt instruments only when the weight carried by the issuer’s shares and/or debt financial instruments in the composition of the index, basket or investment fund is 20% or more of the total composition of the index-related product, basket or investment fund, at the time of the transaction.“*<sup>57</sup> Určení prahové hodnoty je nutné; u většiny finančních nástrojů kolektivního investování či košových a indexových produktů bychom dovedli „spojení“ s nástroji emitenta, což by vedlo k zahlcení orgánů dohledu přívalem oznámení o manažerských transakcích<sup>58</sup> a informačnímu šumu plného falešných signálů.

## 5.2 Oznamované transakce

Čl. 19 odst. 1 MAR se vztahuje na „obchody“, čímž by z povahy věci neměl založit oznamovací povinnost nabytí cenných papírů a finančních nástrojů v důsledku univerzální

<sup>55</sup> V souladu s čl. 4 odst. 1 MAR organizátoři regulovaných trhů, obchodníci s cennými papíry, organizátoři mnohostranných obchodních systémů nebo organizovaných obchodních systémů oznámí bezodkladně České národní bance finanční nástroj, pro nějž byla předložena žádost o přijetí k obchodování v jejich obchodním systému, jež byl přijat k obchodování nebo s nímž je obchodováno poprvé. České národní bance oznámí i finanční nástroje, které již nejsou obchodovány nebo již nejsou přijaty k obchodování (pokud tento údaj neplyne z dřívějšího oznámení. Česká národní banka technickou část procesu oznamování delegovala na Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (*Financial Instruments Reference Data System* – systém FIRDS), který vede seznam takto oznámených finančních nástrojů (srov. blíže Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany trhu proti zneužívání trhu a transparentnosti. ČNB [online]. 28. 11. 2018. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14/>

<sup>56</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů (MiFID II).

<sup>57</sup> Srov. čl. 5.4 ESMA’s draft technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation. *ESMA* [online]. ESMA/2014/808, 11. 7. 2014. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2014-808\\_consultation\\_paper\\_u\\_on\\_mar\\_draft\\_technical\\_advice\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014-808_consultation_paper_u_on_mar_draft_technical_advice_0.pdf)

<sup>58</sup> RITZ, ESMA Level 2 – Vorschläge zu Eigengeschäften von Führungskräften (director’s dealings) und Insiderlisten. *Recht der Finanzinstrumente*. 2016, s. 267.



sukcese – typicky děděním<sup>59</sup> či nabytí finančního nástroje v rámci přeměny emitenta (kdy se nemění podstata finančního nástroje). Jak však uvidíme níže, je řešení zcela jiné.

Transakce s příslušnými nástroji může spočívat v různém právním jednání povinných osob. Třebaže v praxi bude obvyklé nabytí či převod na základě kupní smlouvy, nelze vyloučit ani uzavření směnné či darovací smlouvy, smlouvy o zajišťovacím převodu práva nebo zápůjčky. Čl. 19 odst. 7 tyto transakce upravuje detailně a zahrnuje mezi ně i některé obchody realizované v rámci životního pojištění.

U darů nepanovala názorová jednota již při schvalování Směrnice o zneužití. Proti zavedení povinnosti oznamovat dary cenných papírů či odvozených finančních nástrojů bylo argumentováno tím, že informace o těchto operacích nemají žádnou hodnotu pro investorskou veřejnost a navíc nespočívají na aktivním jednání povinné osoby<sup>60</sup>. Jednoznačné stanovisko v tomto aspektu neměla ani evropská Komise<sup>61</sup> (ovšem pouze v situacích, kdy byla povinná osoba příjemcem daru).

Textace čl. 19 („každý obchod“) svědčí spíše pro závěr, že oznamovány mají být i dary příslušných nástrojů, a to bez ohledu na to, kdo je dárcem a obdarovaným. Hypoteticky nelze vyloučit možnost, že by informace např. o darování většího balíku akcií členem představenstva byla relevantním signálem pro veřejnost. Jako příklad je v odborné literatuře<sup>62</sup> uváděno darování akcií nadaci s tím, že zřizovatelem byla založena nezczizitelnost nadačního jmění (trh by tím byl mj. informován o tom, že příslušný balík velmi pravděpodobně nebude již předmětem dalších obchodů a snižuje tedy tzv. *free-float*).

Je potom otázkou, zda si pro tyto případy nevystačíme s oznamovací povinností o podílech na hlasovacích právech dle ZPKT. Na druhou stranu ale platí, že oznamování tzv. manažerských obchodů má být mj. také efektivní prevencí proti nedovolenému využití vnitřních informací. Informace o daru cenných papírů emitenta či odvozených finančních nástrojů v situaci, kdy dárcem je povinná osoba, právě takovou funkci sehrává. Reprezentant společnosti by unikl oznamovací povinnosti a tedy i případné pozornosti orgánů dohledu simulováním daru dotčených nástrojů třetí osobě (jakkoliv je z ekonomického pohledu taková transakce nepravděpodobná).

Určité pochybnosti o smyslu právní úpravy, resp. výkladu zahrnující i darování, však zůstávají, a to zejména v případě, kdy je příjemcem daru povinná osoba anebo v situaci, kdy je darovací smlouva uzavřena mezi povinnými osobami (typicky mezi rodinnými příslušníky).

<sup>59</sup> Opačně ale bod 95 recitálu a čl. V.V a ESMA's draft technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation. *ESMA* [online]. ESMA/2014/808, 11. 7. 2014. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2014-808\\_consultation\\_paper\\_u\\_on\\_mar\\_draft\\_technical\\_advice\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014-808_consultation_paper_u_on_mar_draft_technical_advice_0.pdf). Z textu návrh plyne mj. následující: „*The term acquisition also includes, among others, transactions where the PDMR or the closely associated person does not play an active role in the investment decision, such as gifts, inheritances and donations received by a PDMR or a closely associated person. Similarly, the term disposal should encompass any donation or gift by a PDMR or a closely associated person.*“

<sup>60</sup> ERKENS, M. Directors' Dealings nach neuem WpHG. *Der Konzern*. 2005, č. 1, s. 35.

<sup>61</sup> Srov. k tomu CESR: The Comitee of European Securities Regulators, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c), pozn. č. 38.

<sup>62</sup> SETHE, R. In: ASSMANN, H. SCHNEIER, U. *Wertpapierhandelsgesetz*. 4. vyd. Köln: C. H. Beck, 2005, s. 655.

Ve druhém jmenovaném případě zůstávají dotčené nástroje ve stejné sféře (z hlediska regulace manažerských transakcí).

Jasnější je situace u podmíněných obchodů. Čl. 10 prováděcího nařízení Komise 2016/522 (srov. čl. 19 odst. 14 MAR) definitivně vyřešil otázku, zda je třeba hlásit uzavření obchodů s odkládací podmínkou, nebo až realizaci obchodu po nastoupení podmínky. Pro oznamovací povinnost je rozhodná druhá událost, nevyžaduje se tedy dvojí oznámení (čl. 10 odst. 2 nařízení 2016/522). Text prováděcího nařízení sice druhy podmínek (odkládací, rozvazovací) nijak nerozlišuje, z preambule (bod 30) ale plyne, že míří na podmínky odkládací („*Ve vztahu k podmíněným obchodům vzniká oznamovací povinnost v případě, že nastane dotčená podmínka nebo podmínky, tedy v okamžiku, kdy k dotčenému obchodu skutečně dojde*“)<sup>63</sup>.

Jednoznačná je situace u transakcí, které na účet povinného učinila třetí osoba na základě volné úvahy při obhospodařování majetku zákazníka (portfolio management). Ohlašovací povinnost dopadá i na obchody, na které neměla příslušná osoba žádný vliv, tj. nedala k obchodu pokyn, podnět či doporučení. ČNB se k této otázce vyjádřila již dříve v kontextu tehdejší národní právní úpravy, tj. v souvislosti s aplikací § 125 odst. 5 ZPKT ve znění po novele provedené zák. č. 230/2009 Sb. (znění citovaného ustanovení odpovídá čl. 19 odst. 1 v MAR: v českém předpisu šlo o transakce, které osoba „učinila na vlastní účet“, v MAR „obchod uskutečněný na jejich vlastní účet“)<sup>64</sup>. V kontextu MAR stejný závěr potvrzuje preambule nařízení (čl. 58 MAR) a také samotný čl. 19 odst. 7, který zahrnuje i obchody, které portfolio manager provádí dle vlastního uvážení.

Ustanovení čl. 19 odst. 14 MAR zmocňuje Komisi k vydání prováděcího nařízení k určením druhů transakcí, které podléhají oznamovací povinnosti. Komise tak učinila v roce 2016<sup>65</sup>. Z bodu 28 preambule plyne, že cílem Komise bylo co nejširší vymezení obchodů: „Povinnost oznamovat obchody prováděné osobami s řídicí pravomocí nebo osobou s nimi úzce propojenou se vztahuje na široké spektrum operací a zahrnuje každý obchod provedený na vlastní účet. Je proto vhodné určit široký demonstrativní výčet konkrétních druhů

<sup>63</sup> Shodně POELZIG, D. Die Neuregelung der Offenlegungsvorschriften durch Marktmissbrauchsverordnung. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*. 2016, s. 768.

<sup>64</sup> Stanovisko České národní banky, ID RS2009-02, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2009-02>. ČNB ve svém stanovisku argumentuje změnou dikce § 125 odst. 5 ZPKT. Dle ČNB „*oznámení transakcí uskutečněných v rámci portfolio managementu, byť k nim došlo bez jakéhokoliv vlivu osoby s řídicí pravomocí, je vedeno potřebou zajistit dostatečnou tržní transparentitu. Informace o obchodování s investičním nástrojem pro ostatní účastníky trhu by mohla být deformována, pokud by osoba s řídicí pravomocí např. oznámila nabytí akcií, poté je svěřila obchodníkovi s cennými papíry do obhospodařování a ten je prodal už bez oznámení. Veřejnost by byla v mylném domnění, že osoba s řídicí pravomocí akcie stále drží. Další důvodem je posílení prevence před zneužíváním vnitřních informací.*“ Požadavek na širší plnění oznamovací povinnosti, tj. ohledně všech transakcí uskutečněných v rámci portfolio managementu pro osobu s řídicí pravomocí, podle ČNB vyplývá zřetelně i ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu, po změně provedené zákonem č. 230/2009 Sb. Dřívější formulace, podle níž osoby s řídicí pravomocí zasílaly ČNB oznámení o transakci, „*kterou učinily na vlastní účet*“, se od 1. 8. 2009 změnila tak, že předmětem oznamování je každá transakce, „*která byla učiněna na jejich účet*“.

<sup>65</sup> Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/522 ze dne 17. prosince 2015, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o výjimku pro některé veřejné orgány a centrální banky třetích zemí, ukazatele manipulace s trhem, prahové hodnoty pro zveřejnění, příslušný orgán pro oznamování odložení zveřejnění, povolování obchodů během uzavřeného období a druhy obchodů osob s řídicí pravomocí podléhající oznamovací povinnosti.

obchodů, pro něž platí oznamovací povinnost. Tím by se mělo nejen usnadnit dosažení plné transparentnosti obchodů ze strany osob s řídicí pravomocí a osob, jež jsou s nimi úzce propojeny, ale také zmírnit riziko obcházení oznamovací povinnosti prostřednictvím určení konkrétních druhů obchodů podléhajících oznamovací povinnosti.“

V souladu s tímto záměrem čl. 10 vymezuje obchody podléhající oznamovací povinnosti tak, že do nich spadají „standardní transakce“, tj. koupě, prodej, úpis či výměna, včetně akciových opcí, derivátové nástroje, ale také poskytnuté nebo přijaté dary či přijaté dědictví<sup>66</sup> či transakce portfolio manažera. Hlásit je tak třeba i nabytí vyměnitelného či prioritního dluhopisu a poté nabytí akcie (pokud se vlastník příslušného dluhopisu rozhodl akcií získat). Oznamovací povinnosti podléhá také upsání nové akcie při zvýšení základního kapitálu (uskutečněním transakce je zde zápis do listiny upisovatelů)<sup>67</sup>.

### 5.3 Vynětí bagatelních transakcí

Třetím limitem je rozsah obchodů. Podobně jako Směrnice o zneužití, i MAR pracuje s výjimkou *de minimis*. Oznamovací povinnost nevzniká, jestliže transakce povinné osoby nepřesáhnou v jednom kalendářním roce hodnotu 5 000 €. Úprava vychází z toho, že podlimitní transakce mají jen malou vypovídací hodnotu a potenciál zneužití vnitřní informace, a nemělo by proto smysl zatěžovat povinné osoby oznamovací povinností. Absence bagatelní hranice by se mohla naopak projevit negativně: záplavou publikovaných banálních transakcí, ve kterých by se veřejnost jen nelehko orientovala.

Limit platí absolutně a povinná osoba nemůže provést *netting*, tzn. vzájemně započítat nákupní a prodejní transakce jednoho titulu a hlásit jen „výsledek“<sup>68</sup>. Hranice se pro každou povinnou osobu stanoví samostatně za daný kalendářní rok. Transakce osoby s řídicí pravomocí se nesčítají s obchody propojených osob.

Pozitivně lze hodnotit zavedení lhůty jednoho kalendářního roku, na kterou je hranice 5 000 € vázána. Odpadají tak výkladové obtíže, které řešíme při výkladu podlimitních veřejných nabídek u prospektů. Transakce jednotlivých povinných osob se pro účely určení, zda došlo k překonání prahové hodnoty 5 000 €, sčítají.

Problematické může být určení hodnoty transakce v situacích, kde dochází ke směně. Hodnota nástroje, který je protiplněním, se v takovém případě stanoví podle kurzu na regulovaném trhu; to je samozřejmě možné jen tehdy, pokud je na tomto trhu nástroj skutečně obchodován. Pokud tomu tak není, musí být hodnota věcně zdůvodněna. Pokud došlo

<sup>66</sup> Což je novinka oproti dřívější úpravě, srov. POELZIG, D. *Kapitalmarktrecht*. Mnichov: C. H. Beck, 2018, s. 279. DOI: <https://doi.org/10.17104/9783406730818>

<sup>67</sup> Oznámení o obchodu osoby s řídicí pravomocí podle čl. 19 MAR je zasláno prostřednictvím elektronického formuláře, jehož struktura je uvedena v příloze č. 13 Vyhlášky ČNB č. 234/2009 Sb. Elektronický formulář obsahuje zejména jedinečnou identifikaci informace, případně jedinečnou identifikaci původní informace a obsah a důvody oprav, identifikaci osoby emitenta, identifikaci osoby oznamovatele, vztah oznamovatele k emitentovi, detaily transakce, včetně identifikace investičního nástroje, kontaktní údaje oznamovatele, doplňující informace a případně identifikaci kontaktní osoby.

<sup>68</sup> Shodně POELZIG, D. *Kapitalmarktrecht*. Mnichov: C. H. Beck, 2018, s. 280. DOI: <https://doi.org/10.17104/9783406730818>

ke směně a ohodnocení nástroje na základě kurzu regulovaného trhu, případně ke věcnému zdůvodnění protihodnoty, je třeba to v oznámení manažerské transakce uvést v režimu doplňující informace.

MAR nepředpokládá dodatečné hlášení všech obchodů realizovaných před dosažením kritické hranice. Vzhledem k časovému odstupu, v praxi může jít téměř o rok, bude informační hodnota takového oznámení v mnoha případech rovna nule. Na rozdíl od starší úpravy vycházející ze směrnice je tedy hlášena pouze ta transakce, jíž byl překročen stanovený limit, jakož i všechny transakce navazující – nikoliv zpětně veškeré obchody s dotčenými nástroji. Limit 5 000 € platí pro všechny transakce povinné osoby bez ohledu na to, s jakým nástrojem bylo obchodováno. Bagatelní hranice tedy není počítána pro příslušný druh nástroje (např. jen pro vybraný druh akcií), ale počítá se kumulovaně: z hodnoty všech transakcí se všemi akciemi, dluhovými nástroji a jejich deriváty.

Hranice 5 000 € může být orgánem dohledu zvýšena až na hranici 20 000 €, v SRN tak učinil BaFin s účinností od 1. 1. 2020 a podobně práh zvýšila řada států ze starších členských zemí<sup>69</sup>. ČNB ke zvýšení limitu zatím nepřistoupila. Snad se toho dočkáme v budoucnu, protože základní hranice je nastavena i s ohledem na sčítací princip poměrně nízko.

## 6 Zákaz obchodů během uzavřených období (*closed periods*)

Nařízení MAR zakazuje v čl. 19 odst. 11 osobě s řídicí pravomocí, aby se přímo ani nepřímo podílela „na obchodech na svůj vlastní účet či na účet třetí strany v souvislosti s akciemi či dluhovými nástroji emitenta nebo deriváty či jinými s nimi souvisejícími finančními nástroji“. Tento zákaz neplatí všeobecně: dopadá pouze na transakce v určitém předem daném období (tzv. *closed periods*). Jde o 30 kalendářních dnů před oznámením průběžné finanční zprávy nebo výroční zprávy, kterou je emitent povinen uveřejnit v souladu s pravidly příslušného obchodního systému (typicky burzovního řádu) či vnitrostátními předpisy (v českém prostředí srov. § 21a zákona o účetnictví; § 118 ZPKT).

Ustanovení jedenáctého odstavce MAR vyvolává tři otázky: 1) Vztahuje se zákaz i na obdobně relevantní publikace vnitřních informací (*ad-hoc* publicity)? 2) Platí zákaz také pro osoby, které jsou s osobou s řídicí pravomocí úzce propojené? 3) Na které zprávy (krom publikace účetních závěrek) úprava dopadá?

Odpověď na první otázku není komplikovaná, neboť MAR žádnou povinnost pro jiné publikované údaje nezavádí, třebaže by to bylo v souladu s cíli regulace: vytvořit efektivní preventivní nástroj předcházející zneužití vnitřní informace. Důvodem limitace pouze na periodické zprávy bude zejména praktická nemožnost určit rozhodnou lhůtu pro *closed periods* u informací publikovaných *ad-hoc*. Publikace vnitřní informace dle čl. 17 MAR má být co možná nejrychlejší (srov. výraz „co nejdříve“ v čl. 17 odst. 1 MAR) reakcí emitenta, který zjistí existenci vnitřní informace, jež se jej přímo týká. Jde o povinnost, u které lze

<sup>69</sup> Přehled těchto zemí, které využily možnost zvýšení bagatelní hranice, publikuje ESMA na svých stránkách. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1020\\_-\\_list\\_of\\_thresholds\\_increased\\_pursuant\\_to\\_mar\\_article\\_199.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1020_-_list_of_thresholds_increased_pursuant_to_mar_article_199.pdf)

ale dopředu těžko odhadnout, kdy a jak často v průběhu roku emitentovi vznikne, neboť je pojmově spojena právě s existencí vnitřní informace. S určitou nadsázkou můžeme konstatovat, že zákon u tohoto druhu informací stejně upravuje specifickou *closed period*: plyne ze zákazu využití vnitřní informace dle čl. 8 MAR.

Bez obtíží bude odpověď na druhou otázku. Vymezení povinné osoby v čl. 19 je jednoznačné a explicitní. Úprava dopadá výhradně na osoby s řídicí pravomocí, a nikoliv osoby jí blízké. Opačný náhled, který dovozuje v německé doktríně Krause, je spíše výsledkem přehlédnutí a citovaný autor jej blíže nezdůvodnil<sup>70</sup>.

Nejsložitější je odpověď na otázku třetí: na jaké „zprávy“ úprava vlastně dopadá? Otázka má velkou praktickou relevanci. Pokud někteří emitenti publikují kvartální zprávy, znamená to pro osoby s řídicí pravomocí v podstatě pět měsíců „období sucha“ – možnost zobchodovat klíčové nástroje emitenta je až na výjimky zaměstnaneckých odměňovacích mechanismů dle čl. 19 odst. 12<sup>71</sup> velmi limitovaná.

Čl. 19 odst. 11 se bez pochybností vztahuje na výroční zprávy a pololetní zprávy, uveřejňované do 3 měsíců po uplynutí prvních 6 měsíců účetního období.

Komplikovanější je to u zpráv publikovaných v menších intervalech v průběhu roku. Např. Burzovní pravidla Burzy cenných papírů Praha vyžadují u emitentů, jejichž nástroje jsou obchodovány na elitním Prime Market<sup>72</sup>, vyhotovení „mezitímních zpráv“ (příčemž z přílohy z Burzovních pravidel je patrné, že tato zpráva se zpracovává každé čtvrtletí).

Český překlad MAR pracuje s pojmem „průběžné finanční zprávy“. V německém znění jde o *Zwischenbericht* (tj. mezitímní zprávu), v anglickém *interim financial reports*. Restriktivní výklad pojmu „mezitímní zprávy“ navrhuje K. Stüber, která argumentuje reálným obsahem kvartálních zpráv – v německém kontextu jde o zprávy vyžadované v § 51a Burzovního řádu Frankfurtské burzy cenných papírů (*Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse*, dále jen FWB-BO)<sup>73</sup> pro prémiový trh. K. Stüber zde navrhuje výkladovou redukci tak, aby se do rozhodných zpráv (které vyžadují předchozí třicetidenní „obchodní abstinenci“ u osob s řídicí pravomocí), nezahrnovaly ty kvartální.

<sup>70</sup> Blíže KRAUSE, H. Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmisbrauchverordnung. *Corporate Compliance Zeitschrift*. 2014, s. 257, který implicitně dovozuje, že *closed periods* platí i pro osoby úzce propojené s osobou s řídicí pravomocí (nahestehende Personen).

<sup>71</sup> Toto zvláštní rozvolnění *closed periods* umožňuje Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/522 ze dne 17. prosince 2015, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o výjimku pro některé veřejné orgány a centrální banky třetích zemí, ukazatele manipulace s trhem, prahové hodnoty pro zveřejnění, příslušný orgán pro oznamování odložení zveřejnění, povolování obchodů během uzavřeného období a druhy obchodů osob s řídicí pravomocí podléhající oznamovací povinnosti. Čl. 12 citovaného nařízení u zaměstnaneckých odměňovacích programů umožňuje zavedení výjimky ze zákazu obchodování. Předpokladem je formální krok ze strany emitenta, který osobě s řídicí pravomocí v rámci emitenta může povolit obchody během uzavřeného období na svůj vlastní účet či na účet třetí strany. Tato diskrece předpokládá naplnění řad podmínek, zejména nastavení určitého „odměňovacího automatismu“, kdy finanční nástroje osoba s řídicí pravomocí získává bez možnosti zasahovat do nabytí na základě vlastního uvážení.

<sup>72</sup> Srov. Burzovní pravidla, část VI. *Prague Stock Exchange* [online]. Dostupné z: [https://www.pse.cz/userfiles/related\\_documents/cs/PSE-Podminky-prijeti-akcii-Prime.pdf](https://www.pse.cz/userfiles/related_documents/cs/PSE-Podminky-prijeti-akcii-Prime.pdf)

<sup>73</sup> STÜBER, K. Directors' Dealings nach der Marktmisbrauchverordnung. *Deutsches Steuerrecht*. 2016, s. 1221.

V kontextu německé právní úpravy přitom argumentuje účelově: obsahem kvartálních zpráv, který zdaleka nemá dosahovat standardů výroční a pololetní zprávy a jejich významu pro investorskou veřejnost: „Ze sdělení burzy o povinném obsahu čtvrtletního výkazu, má obsah zprávy orientačně vycházet z mezitímního výkazu podle § 37x WpHG (staršího znění). Její obsah však nemusí být dostatečný, pokud jde o dosud požadované informace. Čtvrtletní zpráva poskytuje přehled o obchodních aktivitách emitenta v období, na které se zpráva vztahuje, a navazuje na informace ve výroční finanční zprávě a pololetní finanční zprávě. Má postačovat čistě popisná prezentace a údaje, zejména není nutná rozvaha ani výkaz zisku a ztráty. Vzhledem k těmto kvalitativním odlišnostem od mezitímní závěrky se zejména v literatuře k zákonu o auditorech uvádí, že taková čtvrtletní závěrka není ani přezkoumatelná auditorem, protože pro ni neexistují žádné auditorské standardy. Více důvodů tedy svědčí pro závěr, že uzavřené období se netýká zveřejnění čtvrtletní závěrky podle § 51a BörsO FWB, protože nejde o povinnou součást účetního výkaznictví.“

Proti tomu však stojí stanovisko založené na cílech právní úpravy (vyloučení osoby s řídicí pravomocí z obchodování před publikací potenciálně významných informací předtím, než informace bude moci absorbovat trh) a reálném obsahu zprávy<sup>74</sup>. Aktuální úprava je v SRN pro trh *Prime Standard* obsažena v ustanovení § 53 FWB-BO, dle kterého informace obsažená ve kvartálních zprávách „umožňují posoudit, jak se podnikání emitenta vyvíjí. Informace musí umožnit posouzení vývoje podnikání emitenta v období, na které se zpráva vztahuje. Čtvrtletní výkaz zahrnuje významné události a transakce, které se týkají období v podnikání emitenta a jejich vliv na finanční situaci emitenta a finanční výsledky emitenta za dané období.“<sup>75</sup>

Nepříznivé konsekvence z pohledu povinných osob (jak jsem uvedl výše, potenciálně jde až o pět měsíců vynucené obchodní pasivity) zmírňuje čl. 19 odst. 12 MAR, resp. prováděcí nařízení, která dávají emitentovi možnost udělit povinné osobě výjimku ze zákazu obchodování. Emitent rozhodne buď na základě individuální výjimky (výjimečné okolnosti, např. závažné finanční potíže), nebo s ohledem na povahu daného obchodování (typicky u zaměstnaneckých odměňovacích mechanismů).

Bližší předpoklady udělení výjimky upravuje Nařízení Komise 2016/522. Obecné podmínky MAR dále doplňuje tak, že osoba s řídicí pravomocí musí prokázat, že daný obchod nelze uskutečnit mimo uzavřené období, neboť neexistuje přiměřená alternativa, jak získat finanční prostředky. Emitent je oprávněn povolit okamžitý prodej akcií pouze v případě, že lze považovat okolnosti takového obchodu za výjimečné: jsou mimořádně naléhavé, neočekávané a přesvědčivé, jejich příčina je mimo osobu s řídicí pravomocí a tato osoba nad nimi nemá žádnou kontrolu.

## Závěry

- 1) Evropské nařízení o zneužití trhu (MAR) upravuje tzv. manažerské transakce. Osobám s řídicí pravomocí zakazuje obchodování v uzavřených obdobích a současně jim

<sup>74</sup> Srov. MAUME, P., KELLNER, M. Director's Dealings unter der EU-Marktmisbrauchsverordnung. *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*. 2017, č. 3, s. 294. DOI: <https://doi.org/10.1515/zgr-2017-0011>

<sup>75</sup> Srov. § 53 odst. 2 FWB-BO. Dostupné z: <https://www.xetra.com/resource/blob/35136/0d465defe02486256756161f86764543/data/2022-06-13-Boersenordnung-fuer-die-frankfurter-wertpapierboerse.pdf>

ukládá, aby hlásily příslušnému orgánu své transakce s finančními nástroji emitenta. Deklarované cíle právní úpravy nejsou konzistentní. Tvůrci nařízení si od transparentnosti obchodů vyššího managementu slibují lepší prevenci před zneužitím vnitřních informací a současně mají za to, že tyto obchody mají signální efekt pro investorskou veřejnost. Preventivní účinky ovšem nepotvrzují žádné studie a signální účinky jsou buď zcela odmítány, zpochybňovány nebo limitovány na specifické situace (korporace v obtížích). V poměrech českého kapitálového trhu signalizační funkci devaluje nízký počet hlášených obchodů, resp. limitovaný počet emitentů.

- 2) Publicitu manažerských transakcí je třeba striktně odlišit od publikace vnitřní informace podle čl. 17 MAR nebo informační povinností týkající se významné změny podílů na hlasovacích právech dle ZPKT. Souběh nelze vyloučit: relevantní podíl na hlasovacích právech může být dosažen transakcí, která má být současně hlášena jako manažerský obchod, neboť dotyčný akcionář je současně osobou s řídicí pravomocí, resp. s ním spojenou osobou.
- 3) Zasvěcené osoby (a to i tzv. permanentně zasvěcené osoby) mohou za podmínek stanovených v nařízení obchodovat s nástroji emitenta. Příkladem může být obchodování portfolio manažera či transakce konané na základě dokumentovaných transakčních plánů.
- 4) Povinné osoby jsou vymezeny buď svým bezprostředním vztahem k uvedenému emitentovi, nebo odvozeně – poměrem k primárně povinné osobě. Úprava sekundárně povinných osob v MAR vede k pochybnostem, neboť významně rozšiřuje okruh povinných osob o mimostojící subjekty (rodinní příslušníci, další právnické osoby). Praxe orgánů dohledu v členských státech ukazuje, že dopady extenzivní úpravy jsou moderovány konsekventně restriktivním výkladem. Totéž potvrzují i stanoviska ESMA. Příkladem může být zužující výklad „ovládání“ právnické osoby či požadavek na kvalifikované působení povinné osoby jako řídicí osoby jiného subjektu (vyžaduje se podíl na rozhodování o investicích) anebo úplné vyloučení právnických osob založených za veřejně prospěšným či dobročinným účelem. Ve všech případech se argumentuje cíli právní úpravy, která má učinit transparentními transakce s potenciálem zneužití vnitřní informace.
- 5) Z modelů právní úpravy manažerských transakcí tvůrci MAR zvolili standardní řešení v podobě *posttrading disclosure* (oznamovací povinnost po provedení transakce). Primární limitace oznamovací povinnosti je krom vymezení povinné osoby a emitenta dána typem relevantního nástroje, který emitent vydal. V souvislosti s vymezením hlášených transakcí vzniká několik nejasností. Spornou otázkou je zařazení cenných papírů kolektivního investování a indexových či košových nástrojů, pokud tyto finanční nástroje (fond, index, koš) zahrnují akcie či dluhové nástroje emitenta. Praxe ukazuje jednak potřebu zavedení prahových hodnot, jednak nutnost, aby povinná osoba věděla či vědět mohla, jak vysoký tento podíl je. Důsledky striktního přístupu nejsou akceptovatelné, neboť u nástrojů kolektivního investování či košových a indexových produktů bychom často dovodili „spojení“ s nástroji renomovaného emitenta. Právně-politicky

sporné je i zahrnutí darů, na které úprava MAR dopadá: informace o těchto operacích nemají žádnou hodnotu pro investorskou veřejnost, navíc nespočívají na aktivním jednání povinné osoby. V případě, kdy je příjemcem daru povinná osoba, anebo v situaci, kdy je darovací smlouva uzavřena mezi povinnými osobami (typicky mezi rodinnými příslušníky), oslabuje se informační význam transakce. Ohlašovací povinnost dopadá i na obchody, na které neměla příslušná osoba žádný vliv, tj. nedala k obchodu pokyn, podnět či doporučení (obchody, které portfolio manager provádí dle vlastního uvážení). Mezi oznamované transakce spadá úpis akcie či nabytí vyměnitelného či prioritního dluhopisu (a následné nabytí akcie).

- 6) Úprava vychází z toho, že podlimitní transakce (s kumulovanou hodnotou pod 5 000 €, případně 20 000 €) mají jen malou vypovídací hodnotu a potenciál zneužití vnitřní informace. Úprava nepředpokládá *netting*, tzn. vzájemně zápočet investičních a dezinvestičních obchodů. Problematické ale může být určení hodnoty transakce v situacích, kde dochází ke směně. Hodnota nástroje, který je protiplněním, se v takovém případě stanoví podle kurzu na regulovaném trhu; to je samozřejmě možné jen tehdy, pokud je na tomto trhu nástroj skutečně obchodován. Pokud tomu tak není, musí být hodnota věcně zdůvodněna. Limit 5 000 € platí pro všechny transakce povinné osoby v rozhodném období – bez ohledu na to, s jakým nástrojem bylo obchodováno. Bagatelní hranice tedy není počítána pro příslušný druh nástroje (např. jen pro vybraný druh akcie), ale počítá se kumulovaně pro veškeré stanovené nástroje. ČR zatím nepřistoupila ke zvýšení bagatelního prahu.
- 7) Nařízení MAR zakazuje v čl. 19 odst. 11 transakce v určitém předem daném období (tzv. *closed periods*) před publikací některých periodických finančních zpráv. Důvodem limitace pouze na periodické zprávy bude zejména praktická nemožnost určit rozhodnou lhůtu pro *closed periods* u informací publikovaných *ad-hoc*. Zákaz obchodování dopadá výhradně na osoby s řídicí pravomocí, a nikoliv osoby jí blízké. Není zcela jasné, na jaké „zprávy“ úprava dopadá – zda se týká i práv publikovaných v menších intervalech v průběhu roku (typicky čtvrtletní zprávy). Proti zužujícímu výkladu, který je navrhován v SRN, stojí stanovisko založené na cílech právní úpravy (vyloučení osoby s řídicí pravomocí z obchodování před publikací potenciálně významných informací předtím, než informace bude moci absorbovat trh) a reálném obsahu zpráv a jeho významu pro kapitálový trh. Pokud čtvrtletní výkaz zahrnuje významné události a transakce, které se týkají období v podnikání emitenta a jejich vlivu na finanční situaci emitenta a jeho finanční výsledky za dané období, je jejich zahrnutí do okruhu relevantních zpráv legitimní. Nepříznivé a právně-politicky sporné konsekvence z pohledu povinných osob (až pět měsíců obchodní pasivity) zmírňuje čl. 19 odst. 12 MAR, resp. prováděcí nařízení, která dávají emitentovi možnost udělit povinné osobě výjimku ze zákazu obchodování.