

# Opční akciové plány a vnitřní informace: dopady regulace a možnosti řešení\*

## Stock Option Plans and Insider Information: Regulatory Implications and Solutions

Michala Špačková\*\*

### Abstrakt

Príspevek se zabývá aplikačním dopadem vybraných pravidel z oblasti transparency kapitálového trhu a jeho ochrany před nedovoleným nakládáním s vnitřními informacemi v kontextu akciových opčních programů používaných emitenty finančních nástrojů k odměňování vybraných osob (reprezentantů exekutivy a vrcholných manažerů společnosti) formou umožnění nabytí účasti na společnosti. Předmětem příspěvku je rovněž zkoumání konkrétních opatření napomáhajících vyvážení požadavku rovného přístupu všech investorů k tržně relevantním informacím na straně jedné a potřeby nastavení funkčních odměňovacích schémat plnících motivační roli na straně druhé. Příspěvek dospívá k závěru, že zkoumaná veřejnoprávní pravidla nelze chápat jen jako faktickou překážku využívání kompenzačních spojených s nabytím vlastnického práva k akciím, ale rovněž jako podnět pro parametrické nastavení opčních programů umožňující minimalizovat některá negativa, jež se s tímto kompenzačním nástrojem obvykle pojí.

### Klíčová slova

Akciové opční plány pro reprezentanty exekutivy; odměňování; transparentnost; kapitálový trh; vnitřní informace; manažerské obchody; zasvěcenec, zasvěcenecké obchodování.

### Abstract

The paper deals with the application impact of selected rules of capital market transparency and the protection against illegal dealing with inside information in the context of stock option programs used by issuers of financial instruments to remunerate selected persons (executive representatives and top managers of the company) in the form of enabling the acquisition of shares in the company. The goal of this paper is also the examination of specific measures enabling the balance of the requirement of equal access of all investors to market-relevant information on the one hand and the need to set up functional remuneration schemes fulfilling a motivational role on the other. It comes to the conclusion, that the investigated public law rules cannot be understood only as a factual obstacle to the use of compensations associated with the acquisition of ownership rights to shares, but also as an incentive for the parametric setting of option programs, enabling to minimize some of the negatives usually associated with this compensation tool.

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

\*\* JUDr. Michala Špačková, Ph.D., Katedra obchodního práva, Právnická fakulta, Masarykova univerzita, Brno / Department of Commercial Law, Faculty of Law, Masaryk University, Brno, Czech Republic / E-mail: [michala.spackova@law.muni.cz](mailto:michala.spackova@law.muni.cz) / ORCID: 0000-0001-9897-3326 / Scopus ID: 57670553400

## Keywords

Stock Options Plans for Executives; Remuneration; Transparency; Capital Market; Inside Information; Managers' Transactions; Insider; Insider Dealing.

## Úvod

Pobídka k nákupu finančních nástrojů na kapitálovém trhu je obvykle spojována s očekáváním růstu jejich hodnoty. Jako stimul k pozitivnímu cenovému vývoji mohou sloužit též akciové opční programy umožňující vybraným osobám nabytí akcií emitenta za zvýhodněných podmínek. S ohledem na svoji konstrukci jsou opční akciové programy určené zejména reprezentantům exekutivy a vedoucím zaměstnancům, tedy osobám, které mají přímou možnost ovlivnit svými rozhodnutími hospodářské výsledky společnosti. Tyto beneficienty lze současně kategorizovat i jako primární zasloužence, kteří při nabývání a zcizování finančních nástrojů emitenta podléhají zvláštnímu režimu. Přímou aplikovatelná regulace představovaná nařízením o zneužití trhu (*Market abuse regulation*, dále též „MAR“)<sup>1</sup> těmto osobám zakazuje využít vnitřní informace za účelem obchodování s finančním nástrojem emitenta (*insider dealing*).<sup>2</sup> Pro beneficienty z řad řídicích osob rovněž stanoví zvláštní povinnost uveřejnit uskutečněné manažerské obchody s finančními nástroji emitenta (*directors dealing*).<sup>3</sup>

Nařízení o zneužití trhu je však významné nejen z pohledu odměňovaných osob, ale též z pohledu emitentů finančních nástrojů v souvislosti s plněním jejich *ad-hoc* informačních povinností. Rozhodnutí o odměňování členů výkonných orgánů či zaměstnanců společnosti prostřednictvím akcií totiž může představovat událost s kurzotvornou relevancí, a za předpokladu splnění všech dalších definičních znaků vnitřní informace dle čl. 7 MAR, vzniká povinnost takovou skutečnost uveřejnit.

Obě skupiny regulatorních omezení adresovaných jak emitentům finančních nástrojů, tak odměňovaným osobám, sledují primárně veřejný zájem na fungujícím kapitálovém trhu garantujícím rovnocenné podmínky všem jeho účastníkům (*level playing field*). Fungující kapitálový trh těšící se důvěře investorů je jedním z významných nástrojů kapitalizace obchodních korporací, proto by mělo dodržování pravidel korelovat se zájmy emitentů nabízejících na tomto trhu finanční nástroje. Je však otázkou, zda v případě, že se emitent rozhodne povzbudit efektivitu své podnikatelské činnosti spuštěním akciového opčního programu, nedostává do rozporu snaha o udržení si zájmu obou skupin stakeholderů. Na jedné straně totiž můžeme v nabízení akciových opcí identifikovat úsilí o povzbuzení správců korporace k co největšímu výkonu (a potenciálně i k větší atraktivitě emitovaných finančních nástrojů), na druhé straně je však základním výchozím předpokladem jakékoliv transakce prostřednictvím veřejného trhu důvěra investorů, kterou je nutné udržovat mj. právě i důsledným dodržováním množství regulatorních požadavků.

<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.

<sup>2</sup> Čl. 8 odst. 1 ve spojení s čl. 14 písm. a) MAR.

<sup>3</sup> Čl. 19 MAR.

Předmětem tohoto příspěvku je proto zkoumání možných aplikačních dopadů regulace na ochranu před zneužíváním trhu na transakce realizované v kontextu akciových opčních programů. V případě identifikace aplikačních limitů vyplývající ze zkoumané regulace je pak praktickým cílem tohoto příspěvku nabídnout možnosti řešení těchto dopadů, a to prostřednictvím nastavení jednotlivých parametrů akciového opčního programu tak, aby byly v souladu s požadavky příslušné regulace.

## 1 Opční motivační plány jako forma kompenzace

Akciové opční plány představují jeden z nejrozšířenějších a historicky nejstarších způsobů ekvitního odměňování (*equity-based incentive compensation*). Vzhledem k pestrosti v praxi se vyskytujících modalit odměňování na bázi nabytí podílu na společnosti, či majetkové hodnoty tento podíl reflektující, nepřekvapí absence univerzálně přijímané definice. Alespoň pro určité základní přiblížení a pochopení institutu lze (s vědomím určitého zjednodušení) ekvitní nástroje odměňování vymezit jako nenárokové formy variabilního odměňování spojeného s nepeněžitou odměnou ve formě účasti na programech umožňujících nabytí účastnických cenných papírů, případně umožnění participace na alternativách takových programů, jejichž prostřednictvím jsou beneficianti odměňováni jakýmkoliv jiným právem na získání účastnických cenných papírů, eventuálně jsou odměňováni na základě pohybu ceny účastnických cenných papírů, aniž by se stali jejich vlastníky.<sup>4</sup>

Systémy odměňování pracujících s odměnami na bázi poskytnutí akcií, práv k jejich nabytí, či finančních kompenzací reflektujících vývoj hodnoty akcií, jsou obvykle spojovány s premisou pozitivní motivace jejich beneficiantů k řádnému výkonu činnosti odrážející se v predikovaném zvýšení efektivity fungování společnosti v souladu s ekonomickým zájmem akcionářů (koncept *shareholder value*) a budování pocitu (spolu)vlastnictví korporace (filosofie *ownership mindset*). Vedle plošně působících programů určeným všem zaměstnancům společnosti (např. plány přidělování zaměstnaneckých akcií nebo granty *restricted stock units*) lze identifikovat i nástroje zacílené na odměňování členů exekutivy a dalších klíčových osob podílejících se na řízení společnosti. Kromě motivačního efektu spojeného se spekulací ohledně nárůstu hodnoty akcií jako typického bazického instrumentu je dalším očekávaným přínosem akciových opčních programů konvergence zájmů pána a správce korporace jako řešení problému zastoupení (*agency problem*) pomocí redukce nákladů zastoupení (*agency costs*).<sup>5</sup>

Praktické zkušenosti nicméně naznačují, že zkoumané odměňovací nástroje nejsou spojeny pouze s pozitivy. Excesivní výše odměn, podstupování nepřiměřeného rizika s cílem dosažení co nejvyšších zisků za co nejkratší období, ředění stávající akcionářské struktury, *ex post* snížení původní realizační ceny nerentabilní opce cestou přecenění opcí, antedatování, či problém „černého pasažéra“ jsou pouze ukázkou problémů, jejichž společným

<sup>4</sup> Srov. Doporučení Komise ze dne 14. prosince 2004 o podpoře vhodného systému odměňování členů správních orgánů společností kótovaných na burze (2004/913/ES).

<sup>5</sup> JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976, roč. 3, č. 4, s. 5–7. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

jmenovatelem je snaha o maximalizaci vlastního profitu odměňovaných osob bez recipročního zvýšení produktivity (*rent seeking*).<sup>6</sup> Zaslíbené obchodování představuje další z možných rizik spojených s realizací opčních programů. Zákaz tohoto jednání je konstruován normativně, stejně jako povinnost uveřejnit vnitřní informace, za které lze za určitých předpokladů označit též informace o opčních programech.

## 2 *Ad-hoc* informační povinnost a vnitřní informace o opčním programu

Dle hypotézy efektivního kapitálového trhu (*efficient capital market hypothesis*) je kapitálový trh informačně efektivní tehdy, odráží-li tržní ceny (kurs jednotlivých investičních nástrojů) v jakémkoliv okamžiku v plné míře veškeré veřejně dostupné informace o obchodovaném aktivu.<sup>7</sup> Esenciálním předpokladem naplnění alokační efektivity trhu je dostupnost tržně relevantních informací zajišťující účastníkům kapitálového trhu rovný přístup k informacím (*equal access theory*). V důsledku publikace tržně relevantních informací by dle teoretických očekávání mělo dojít ke korekci kurzu cenných papírů a nalezení nového ekvilibria reflektujícího nové skutečnosti.<sup>8</sup> Požadavek informační parity by měl současně působit jako preventivní nástroj v boji proti nekalým praktikám představovaným zneužitím trhu (*insider dealing*) ze strany zaslíbených osob<sup>9</sup>, neboť obligatorní publikace vnitřní informace „*zmužuje okerub potenciálních zaslíbených a omezuje také dobu, v níž může dojít ke zneužití informace*“.<sup>10</sup>

Zmíněné úvahy se promítají i do právní regulace reprezentované nařízením o zneužití trhu, jež ukládá ve svém čl. 17 odst. 1 emitentům finančních nástrojů povinnost uveřejnit tzv. vnitřní informace, které se jich přímo týkají, přičemž k uveřejnění vnitřní informace musí dojít v zájmu vyrovnání informační asymetrie jednotlivých účastníků trhu co nejdříve.

Implementace akciových opčních programů má dle teoretických předpokladů vést nejen ke zvýšení motivace odměňovaných osob, ale (ve svém důsledku) též ke zvýšení tržní hodnoty účastnických cenných papírů emitenta. Předmětem dalších úvah je proto otázka, zda lze informace týkající se akciového opčního programu kvalifikovat jako vnitřní informace

<sup>6</sup> Srov. např. GORDON, J.N. Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis". *Journal of Corporation Law*. 2006, s. 113–114; HALL, B. J., MURPHY, K. J. The Trouble With Stock Options. *Journal of Economic Perspectives*. 2003, č. 3, s. 2; BEBCHUK, L., FRIED, J. *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge: Harvard University Press, 2004, s. 137; z domácích autorů pak např. HOLEŠÍNSKÝ, P., ŠURMANOVÁ, M. Opční akciové programy. *Právní rádce*. 2007, č. 3, s. 24, či HURYCHOVÁ, K. *Odměňování exekutivy akciových společností*. Praha: Wolters Kluwer, 2017, s. 29; KOTÁSEK, J. Insider trading jako odměna pro management? In: *Sborník příspěvků z mezinárodní konference studentů doktorského studijního programu „obchodní právo“ Masarykovy univerzity „Ekonomické aspekty právní úpravy a jejího výkladu“*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2006, s. 166.

<sup>7</sup> Jedná se o tzv. středně-silnou teorii efektivních kapitálových trhů. K jednotlivým teoriím blíže viz FAMA, E. The Behavior of stock market. *The Journal of Business*. 1965, roč. 38, č. 1, s. 34–105. DOI: <https://doi.org/10.1086/294743>

<sup>8</sup> PAYNE, J. Disclosure of Inside Information. *Oxford Legal Studies Research Paper*. 2019, č. 8, s. 3. Dostupné z: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3244401](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3244401)

<sup>9</sup> K pojmu „zaslíbená osoba“ blíže viz kapitolu č. 4 *Zákaz zaslíbené obchodování a realizace opčních programů*.

<sup>10</sup> KOTÁSEK, J. In: KOTÁSEK, J., POKORNÁ, J., RABAN, P. a kol. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 4. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, s. 7 a 28.

podléhající obligatorně publikaci ze strany emitenta. Předpokladem kladného zjištění je naplnění všech definičních znaků vnitřní informace ve smyslu čl. 7 odst. 1 písm. a) MAR, tedy informace, která: *a) je přesná, b) není veřejně známá, c) týká se přímo nebo nepřímo jednoho nebo několika emitentů finančního nástroje nebo jednoho nebo několika finančních nástrojů, a d) měla by poté, co by se stala veřejně známou, pravděpodobně významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny souvisejících derivátových finančních nástrojů.*

## 2.1 Přesná informace

Dle zpřesňujícího výkladu obsaženého v čl. 7 odst. 2 věta první MAR se informace považuje za informaci přesné povahy, „*pokud je jejím obsahem souborná okolnost, který existuje nebo u něhož lze důvodně očekávat, že vznikne, nebo událost, která nastala nebo u níž lze důvodně očekávat, že nastane, pokud je konkrétní natolik, že umožňuje vyvozovat závěry týkající se možného vlivu tohoto souborné okolnosti nebo události na ceny finančních nástrojů nebo souvisejících derivátových finančních nástrojů, souvisejících spotových komoditních smluv nebo dražených produktů založených na povolenkách na emise.*“ Při zkoumání přesné povahy informace je dále nutné zohlednit judikaturu Soudního dvora, dle které nelze požadovanou preciznost informace ztotožňovat s exaktností či znalostí konkrétního výsledku. Určitost je nutná v takové míře, aby bylo možné učinit určitý závěr o dopadech informace na trh. Znalost emitenta, v jakém směru se informace projeví na cenách obchodovaných aktiv poté, co bude uveřejněna, tedy není požadována.<sup>11</sup> Za vnitřní informace nelze naopak považovat informace obecné či vágní, na jejichž základě nelze jakkoliv predikovat vývoj kurzu finančního nástroje.

S ohledem na uvedený výklad pojmu přesnosti nelze dle mého názoru za vnitřní informace považovat údaje o akciovém programu existujícím pouze v podobě záměru poskytnout jako jednu z komponent odměny akcie společnosti, aniž jsou vyjasněny základní parametry takového plánu. Mezi ty lze zařadit například úpravu otázek, jaké konkrétní bazické instrumenty lze nabýt, v jakém objemu, jakým způsobem, které kategorie osob mohou na programu participovat, jaká bude výše opční prémie a realizační ceny či jakým způsobem bude program financován. Do vyjasnění záměru a jeho „vykrytalizování“ do podoby akciového opčního programu s konkrétními parametry nelze činit závěry o dopadech na kapitálový trh.

Při posuzování podmínky přesnosti naopak není dle mého názoru na překážku skutečnost, že opce je spojena s potestativní podmínkou, a tedy i prvkem nejistoty ohledně rozhodnutí oprávněného. To je činěno na základě spekulativního posouzení, zda se využití nákupní opce vyplatí (tj. zda akcie spojené s opcí mají vyšší tržní hodnotu, než je tzv. realizační cena opce), či nikoliv. Dle výkladu pojmu určitosti informace lze totiž za relevantní obsah informace přesné povahy považovat též okolnosti nejisté či budoucí, existuje-li rozumná míra pravděpodobnosti, že tyto okolnosti nastanou.<sup>12</sup> Přestože tedy nelze se 100% jistotou činit závěry o tom, kolik osob nakonec nákupní opci využije, s ohledem na smysl a účel opčních programů lze důvodně předpokládat, že je v zájmu emitentů, aby opční právo bylo beneficiary

<sup>11</sup> Rozsudek Soudního dvora (druhého senátu) ze dne 11. 3. 2015, *Jean-Bernard Lafonta proti Autorité des marchés financiers*, věc C-628/13.

<sup>12</sup> KOTÁSEK, J. *Emitent finančního nástroje a vnitřní informace*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 43–44 a 106–107.

realizováno, opce byly zásadně „*in the money*“<sup>13</sup> a jejich vlastníci tak mohli na opcích vydělat. Ze stejného důvodu nelze prvek nejistoty vylučující přesnost informace spojovat s otázkou přijetí potřebných korporátních rozhodnutí ze strany emitenta. Byť nelze garantovat s absolutní jistotou, že valná hromada schválí zvýšení základního kapitálu, případně přijme rozhodnutí o zpětném odkupu akcií, v situaci, kdy je smyslem přijatých rozhodnutí realizace akciových bonusových programů, lze přijetí těchto rozhodnutí považovat za pravděpodobná.

## 2.2 Neveřejná informace

Vnitřní informace musí být z povahy věci informací neveřejnou. Praktický význam při interpretaci definičních znaků vnitřní informace lze přisoudit rovněž metodickému výkladovému materiálu ČNB ve formě souboru odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentnosti (dále jen „Stanovisko ČNB k MAR“) dle kterého se obecně považuje informace za veřejně známou, je-li dostupná širokému okruhu investorů neurčitého počtu.<sup>14</sup> Z ekonomického hlediska pak lze informaci označit za veřejnou tehdy, pokud zasvěcená osoba využitím takové informace již nemůže dosáhnout jakýchkoliv zvláštních výhod ve srovnání s jinými účastníky kapitálového trhu.<sup>15</sup> Veřejnost informací o opčních akciových programech může být důsledkem plnění některé z dalších publikačních informací emitenta (podrobněji ke kumulaci informačních povinností viz kap. 2.6). Při posouzení nutnosti publikace informace o akciovém opčním programu jako informace vnitřní, je tak vhodné posoudit, zda tato informace nebyla zveřejněna již dříve, z jiného titulu.

## 2.3 Informace, jež se přímo týká emitenta

Publikační povinnost se týká primárně informací, které se „*přímo dotýkají emitenta finančního nástroje, jeho hospodářské situace a vyhlídek do budoucna, popřípadě které se týkají práv plynoucích z finančního nástroje.*“<sup>16</sup> V případě akciových opčních programů bude tento definiční znak vnitřních informací s velkou pravděpodobností splněn, neboť možnost nabytí účasti na emitentovi se týká jak přímo emitenta, tak jeho hospodářské situace a práv plynoucích z emitovaného finančního nástroje.<sup>17</sup> Totožný závěr se uplatní dle mého názoru i v případě

<sup>13</sup> Realizační cena (*strike price*) se stanoví zpravidla ve výši tržní ceny akcií v okamžiku uzavření opční smlouvy (*at the money*). Výhodnější realizační cena pod tržní cenu akcií (*in the money*) je poskytována v případě očekávané stagnace růstu hodnoty akcií. Pokud je ve výsledku realizační hodnota opce vyšší než současná tržní cena akcie, hovoříme o ztrátových opcích (*out of money* či *underwater*).

<sup>14</sup> Stanovisko ČNB k MAR, bod 2.3.

<sup>15</sup> KOTÁSEK, J. *Emitent finančního nástroje a vnitřní informace*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 46 a 107.

<sup>16</sup> Stanovisko ČNB k MAR, bod 2.2.

<sup>17</sup> Předmětem ochrany může být též vnitřní informace, která se emitenta týká nepřímo, v případě, že jde o přesnou neveřejnou cenotvornou informaci, která může významně ovlivnit hospodaření emitenta, potažmo výnosy z účasti na emitentovi, vzniká povinnost s takovou informací nakládat jako s informací vnitřní. Ačkoliv ji emitent není povinen uveřejnit, je kvalifikace takové informace významná zejména z pohledu zasvěceného obchodování či dalších zakázaných jednání. Příkladem může být informace o zavedení tzv. *windfall tax* u vybraných daňových poplatníků. Bude-li takovou informací v předstihu disponovat např. zaměstnanec či člen orgánu emitenta, jehož výnosy budou nově podléhat mimořádnému zdanění, lze dle mého názoru dovodit zákaz užití této neveřejné informace (indikující propad hodnoty akcií) při prodeji finančních nástrojů emitenta za aktuální (vyšší) cenu dosud neovlivněnou negativní vnitřní informací.

akciových opčních programů, do kterých jsou (převážně z daňových důvodů) zapojeny jako přímí poskytovatelé odměny mateřské společnosti emitenta, případně jiné další osoby tvořící koncern.

## 2.4 Informace s kurzotvorným potenciálem

Mezi klíčové, současně však nejhůře vymežitelné pojmové znaky vnitřní informace patří podmínka významného kurzotvorného potenciálu. Dle čl. 7 odst. 4 MAR platí, že tržně relevantní informací se rozumí „*informace, kterou by racionální investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí.*“ Zvažován je hypotetický, nikoliv skutečný dopad na vývoj ceny investičního nástroje. Z (*ex ante*) pohledu referenční zaslíbené osoby by měla mít informace takovou hodnotu, že ji (jako racionálního investora) motivuje k realizaci transakce, kterou hodnotí ve výsledku (tzn. po odečtení nezbytných nákladů) jako efektivní. Stanovisko ČNB k MAR v rámci katalogu skutečností způsobilych přivodit významnou změnu ceny nastávající přímo ve sféře emitenta finančního nástroje uvádí *inter alia* též „*návrh a následné rozhodnutí o snížení nebo zvýšení základního kapitálu, nové emisi investičních nástrojů vydávaných emitentem finančního nástroje, která významně ovlivní jeho finanční situaci nebo činnost*“ či „*projednání a rozhodnutí týkající se nabývání vlastních finančních nástrojů (buy-back program) nebo rozsáhlých transakcí s jinými finančními nástroji*“.<sup>18</sup>

Obě zmíněná korporátní rozhodnutí přitom hrají významnou úlohu při generování podkladových aktiv, která lze následně využít jako odměnu v rámci akciových opčních programů. Z tohoto pohledu lze rozhodnutí o schválení opčního programu nahlížet jako určitou předzvěst kroků s výrazným kurzotvorným potenciálem. Nelze proto vyloučit, že již samotné schválení opčního programu bude naplňovat zkoumanou charakteristiku definice vnitřní informace.<sup>19</sup> Na druhou stranu se lze setkat i s negativním stanoviskem zahraniční i tuzemské doktríny k hodnocení zavedení akciového opčního programu jako vnitřní informace, přičemž důvod je shledáván právě v absenci kurzotvorného potenciálu takové informace.<sup>20</sup> Pausální závěry k problematice možné kurzotvorné významnosti informací o akciových opčních programech však dle mého názoru nelze vyslovit. Při posuzování otázky budou klíčovou roli hrát individuální okolnosti konkrétního případu, přičemž lze očekávat, že míra vlivu informace na cenu se bude u jednotlivých emitentů a konkrétních finančních nástrojů lišit.<sup>21</sup>

<sup>18</sup> Stanovisko ČNB k MAR, bod 2.6.

<sup>19</sup> DIETBORN, Ch. In: KESSLER, M., SAUTER, T. *Handbuch Stock options: rechtliche, steuerliche und bilanzielle Darstellung von Stock-Option-Plänen*. München: Verlag C. H. Beck, 2002, s. 247 a 257–258.

<sup>20</sup> OECHSLER, J. § 71 AktG. In: SPINDLER, G., STILTZ, E. *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*. 5. vyd. 2019, Rn 298; či LOTZE, Ch. *Die insiderrechtliche Beurteilung von Aktienoptionsplänen*. München: Herbert Utz Verlag, 2000, s. 36. Z tuzemských autorů srov. KOTÁSEK, J. *Emitent finančního nástroje a vnitřní informace*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 55.

<sup>21</sup> Jak k tomu uvádí Kotásek, „*určitá skutečnost se může u jednoho emitenta projevit neutrálně, bez vlivu na vývoj kurzu, a stejná skutečnost bude u jiného emitenta, informační třaskavinou vedoucí k prudkým výkyvům.*“ KOTÁSEK, J. *Emitent finančního nástroje a vnitřní informace*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 59.

## 2.5 Dílčí krok jako vnitřní informace

Vnitřní informací nemusí být pouze výsledná konkrétní událost, ale též jednotlivé dílčí kroky, které v tuto událost vyústily, pokud samy o sobě budou splňovat kritéria požadovaná čl. 7 odst. 1 MAR.<sup>22</sup> Kvalifikace dílčího kroku dlouhodobého procesu jako vnitřní informace je relevantní též pro posouzení otázky, s jakými konkrétními skutečnostmi spojovat vnitřní informaci týkající se akciového opčního programu, jako určitého komplexního záměru.<sup>23</sup>

Opční programy jsou zpravidla realizovány jako víceleté a sestávají standardně z několika relativně samostatných fází spojených jak s nabýváním, tak pozbýváním akcií. Po obdržení příslibu (*grant*) oprávnujícího beneficenta k nabytí určitého počtu akcií (*grant size*) za předem stanovenou tzv. realizační cenu (*exercise price*; též jako *strike price*) běží zpravidla vázací doba (*vesting period*) po kterou je odměňovaná osoba povinna setrvat ve funkci člena orgánu či na příslušné pracovní pozici. Alternativou je rovněž podmínění možnosti uplatnění opčního práva dosažením konkrétních výkonnostních kritérií. Po uplynutí této vázací doby (v trvání obvykle 3 až 5 let) či dosažení konkrétního milníku (např. IPO či vstup nového investora) je beneficent oprávněn uplatnit nákupní opci (*exercise*), vyzvat emitenta k převodu akcií a zaplatit realizační cenu. V případě, že tak neučiní ve stanovené lhůtě (obvykle desetileté), právo opce zaniká (*expire*). Akcie nabyté na základě výkonu práva opce musí beneficent dle nastavení konkrétního programu buď držet po určitou dobu (*retention period*), či je může prodat za tržní cenu (*exit*). Motivační působení opcí je pak spojeno s možností dosažení zisku představovaného rozdílem mezi realizační cenou opce a tržní cenou akcií.

Z hlediska smyslu a účelu regulace MAR se jako klíčové transakční momenty jeví uplatnění opčního práva ( fáze *exercise*) a zcizení aktiv nabytých díky účasti v programu ( fáze *exit*). Byť ve většině případů patrně nepůjde o události s významným vlivem na kurs finančních nástrojů, je na místě obezřetnost při některých mimořádných transakcích. Pokud např. CEO společnosti zcizí významný balík akcií, aniž pro toto rozhodnutí existuje jiný důvod (např. změna kontroly a s ní související personální změny či neodkladná potřeba získání peněžních prostředků), může tímto krokem signalizovat zbývajícím tržním aktérům informaci o blížícím se poklesu hodnoty akcií.<sup>24</sup>

Jak naznačují některé zahraniční studie, vývoj hodnoty akcií může být v některých případech ostatními účastníky trhu odhadován rovněž ze způsobu výkonu opčního práva. Volba mezi možnostmi okamžitého prodeje realizovaného bezprostředně poté, co opce dospěje (*early exercise*) či naopak držení akcií může úzce souviset s neverejnými informacemi (ne nutně

<sup>22</sup> Srov. body 16 a 17 preambule a čl. 7 odst. 3 MAR a související judikaturu Soudního dvora, zejména rozsudek Soudního dvora (druhého senátu) EU ze dne 28. 6. 2012, *Markus Gelll proti Daimler AG*, věc C-19/11.

<sup>23</sup> Srov. DIETBORN, Ch. In: KESSLER, M., SAUTER, T. *Handbuch Stock options: rechtliche, steuerliche und bilanzielle Darstellung von Stock-Option-Plänen*. München: Verlag C. H. Beck, 2002, s. 259.

<sup>24</sup> Toto riziko je pak jedním z důvodů, proč emitenti v řadě případů jako prevenci před negativním vývojem ceny akcií zahrnují do opčních programů povinnost nabývat či zcizovat akcie pouze postupně, resp. retenční povinnost držet po určitou dobu část akcií ve svém portfoliu. Podrobněji viz výklad v kap. 5 k vybraným omezujícím podmínkám v opčních smlouvách.



svoji povahou vnitřními), kterými odměňovaná osoba disponuje.<sup>25</sup> V případě programů, u nichž nefunguje automatické nastavení okamžiků pro uplatnění opce, si beneficiant navíc může okamžik nabytí a okamžitého prodeje akcií „načasovat“ na nejpříhodnější okamžik, např. těsně před uveřejněním nepříznivé zprávy o výsledcích hospodaření.<sup>26</sup> Uplatnění práva opce může být za těchto okolností vnímáno jako indikátor blížícího se propadu hodnoty akcií. Pokud si naopak po uplatnění opčního práva beneficiant akcie ponechá, aniž je k držení akcií nepřímo donucen omezeními v obchodování<sup>27</sup>, lze naopak usuzovat na existenci pozitivních skutečností nasvědčujících růstu hodnoty akcií.

## 2.6 Kumulace publikačních povinností jako možné řešení

*Ad hoc* informační povinnost emitentů finančních nástrojů se nevyčerpává pouze obligatorní publikací vnitřních informací. Praktickým řešením otázky, zda určitá skutečnost týkající se akciového opčního programu je či není vnitřní informací, tak může být identifikace jiného a jednoznačněji aplikovaného právního titulu pro povinné uveřejnění údajů.

Možnou kumulaci publikačních povinností lze ilustrovat na příkladu opčního programu realizovaného emisí tzv. „mladých“ akcií. V případě emitentů účastnických cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu se sídlem v ČR [§ 118 odst. 1 písm. a) ZPKT] rozšiřuje sféru průběžných informací povinné předložení návrhu rozhodnutí valné hromady o zvýšení základního kapitálu organizátorovi evropského regulovaného trhu a České národní bance (§ 120 odst. 1 ZPKT). Jestliže má být na pořadu jednání valné hromady rozhodnutí o zvýšení nebo snížení základního kapitálu, emitent uveřejní spolu s oznámením o konání valné hromady, případně zašle spolu s pozvánkou na valnou hromadu, informace o dopadu rozhodnutí na práva vlastníka (§ 120a odst. 3 ZPKT). Totéž pravidlo se uplatní přiměřeně, bude-li o zvýšení základního kapitálu rozhodovat z pověření valné hromady představenstvo společnosti (srov. § 120a odst. 4 ZPKT). Konkrétní seznam a obsah povinně publikovaných informací stanoví § 120b ZPKT, dle jehož třetího odstavce platí, že emitent zpřístupní dokumenty vyjmenované v odst. 1 akcionářům a uveřejní údaje o výsledcích hlasování konkretizované v odst. 2 bezplatně na svých internetových stránkách. Emitenti finančních nástrojů spadající do kategorie emitentů zmíněných v § 118 odst. 1 písm. a) ZPKT mají dále povinnost uveřejňovat vybrané informace (typicky dokumenty z oblasti finančního výkaznictví) na periodické bázi.

<sup>25</sup> CICERO, D. C. The Manipulation of Executive Stock Option Exercise Strategies: Information Timing and Backdating. *Journal of Finance*. 2009, roč. 64, č. 6, s. 2627–2663. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01513.x>; CAI, J. *Executive Stock Option Exercises: Good Timing or Backdating?* 2007. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.951693>

<sup>26</sup> Okamžitý prodej akcií může mít i jiná vysvětlení, než je předtucha negativního vývoje akciového kurzu. Např. v USA, tj. v zemi s vysoce rozvinutým kapitálovým trhem, je tzv. *cash exercise* zdaleka nejčastějším způsobem uplatnění opčního práva, jelikož akciové opce tvoří v USA nezřídka podstatnou část odměny beneficiantů. Obvyklým důvodem okamžitého zpeněžení opčního práva je snaha eliminovat možná tržní rizika, a to vzhledem k nemožnosti užití obvyklých preventivních prostředků, např. diverzifikace portfolia či *hedgingu*. KYRIACOU, K., LUINTEL, K. B., MASE, B. Private Information in Executive Stock Option Trades: Evidence of Insider Trading in the UK. *Economica*. 2010, roč. 77, č. 308, s. 751–774. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00775.x>

<sup>27</sup> Podrobněji viz výklad níže k vybraným omezujícím podmínkám v opčních smlouvách, zejména pak k uzavřeným obdobím (*closed periods*) a obchodním oknům (*trading windows*).

V oblasti transparency týkající se odměn je zvláštní právní úprava spojená s konceptem „*say on pay*“. Ten zahrnuje schvalování obecných odměňovacích principů (*remuneration policy*) v pravidelných čtyřletých intervalech a uveřejnění schválené politiky odměňování na internetových stránkách společnosti (§ 121j a násl. ZPKT). Pod koncept *say on pay* dále spadá vyhotovení, schválení a zveřejnění zprávy o odměňování (*remuneration report*) obsahující úplný přehled odměn poskytnutých nebo splatných v průběhu účetního období předešlého kalendářního roku (§ 121o ZPKT). Výslovně je přitom pamatováno na odměny představované akciovými opcemi. Dle § 121p odst. 1 písm. d) ZPKT konkrétně platí, že zpráva o odměňování obsahuje „*počet poskytnutých nebo nabídnutých akcií a opcí na akcie a hlavní podmínky uplatnění práv z opčního programu, včetně ceny a data realizace opce, a jakékoli změny těchto podmínek*“. Tyto údaje je emitent povinen ve zprávě uvést na individuální bázi, tedy nikoliv jako souhrnný údaj.<sup>28</sup>

## 2.7 Odložení publikace vnitřní informace jako možný problém

Zatímco plnění některé z výše uvedených publikačních povinností může přispět nejen ke zvýšení transparency kapitálového trhu, ale též jako prevence před některými zakázanými jednáními v čele se zasvěceným obchodováním, jako potenciálně rizikové je nutné naopak vnímat odložení publikace vnitřní informace, bez ohledu na to, zda se týká akciového opčního programu či jiné události, jež s odměňováním bezprostředně nesouvisí.<sup>29</sup>

Obecně platí, že k uveřejnění vnitřní informace musí dojít v zájmu vyrovnání informační asymetrie jednotlivých účastníků trhu co nejdříve (čl. 17 odst. 1 MAR).<sup>30</sup> Okamžikem publikace vnitřní informace zaniká a stává se veřejnou. Čím kratší je interval mezi vznikem a uveřejněním informace, tím menší je riziko zneužití této informace ze strany zasvěcených osob. V některých případech však bude emitent motivován k využití moratoria upraveného v čl. 17 odst. 4 MAR, dle kterého lze zveřejnění vnitřních informací odložit, za předpokladu, že: *a) okamžitě zveřejnění pravděpodobně obrozí oprávněné zájmy emitenta, b) odkladem zveřejnění pravděpodobně nedojde ke uvedení veřejnosti v omyl, a c) emitent je schopen zajistit důvěrnost těchto informací.*

I v případě oprávněného využití této výjimečné možnosti je nutné pamatovat na možnou kolizi s akciovým opčním programem. Jako problematické lze vnímat zejména účelové načasování přidělení opce (*fáze grant*) po uveřejnění negativních vnitřních informací, a naopak

<sup>28</sup> K otázce konkretizace povinné publikovaných informací týkajících se odměn bliže viz ŠPAČKOVÁ, M. Právo na vysvětlení ohledně individuálně vyplácených odměn reprezentantů exekutivy akciových společností. *Obchodněprávní revue*. C. H. Beck, 2022, roč. 2022, č. 3, s. 153–163.

<sup>29</sup> Srov. CHARNITZKY, M. Die Festsetzung variabler Vergütungsbestandteile im Vorstandsvergütungssystem börsennotierter Gesellschaften. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*. 2021, s. 1442.

<sup>30</sup> Dle stanoviska ČNB k MAR, bod 3.1, lze lhůtu „co nejdříve“ vyložit jako „*přiměřený časový úsek, v němž je emitent finančního nástroje schopen uveřejnit vnitřní informace za daných okolností, s využitím všech možností pro splnění povinnosti a při svém běžném chodu.*“ Forma a způsob uveřejňování povinně uveřejňované informace je stanoven v § 19 a 20 vyhlášky ČNB č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparenci a dále v prováděcím nařízení Komise (EU) 2016/1055, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o technické prostředky pro vhodné zveřejňování vnitřních informací a odklad zveřejnění vnitřních informací v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014. Veškeré vnitřní informace je emitent povinen publikovat na svých internetových stránkách, standardně v rámci zvláštního oddílu pro investory [srov. čl. 3 prováděcího nařízení Komise (EU) 2016/1055].

zveřejnění pozitivních vnitřních informací těsně před využitím opčního práva (fáze *exercise*). Jako možné řešení uvedeného střetu se nabízí smluvně zakotvený zákaz obchodování s akciemi v době odložení vnitřní informace či využití některé z obligačních alternativ akciových programů (např. stínových akciových plánů).

## 2.8 Dílčí závěr

Na základě rozboru jednotlivých znaků vnitřní informace nelze poskytnout jednoznačnou odpověď na otázku, zda informace týkající se akciového opčního programu představuje vnitřní informaci, či nikoliv. Zavedení opčního programu s jasně formulovanými základními parametry ohledně předmětu plnění, oprávněných osob či lhůt, by na jednu stranu vnitřní informaci představovat mohlo, neboť toto korporační rozhodnutí předjímá následné transakční kroky, jako je zpětný odkup akcií, či zvýšení základního kapitálu, které jsou obecně považovány za skutečnosti obvykle tvořící obsah vnitřní informace. Protiargumenty naopak pracují s tvrzením, že akciové opční programy ve většině případů nepředstavují skutečnosti s významným vlivem na vývoj ceny akcií. Posouzení schválení opčního programu jako vnitřní informace tak ve výsledku bude záležet na vyhodnocení okolností každého jednotlivého případu. Významnou roli při posouzení zkoumané otázky bude mít zejména konkrétní parametrické nastavení programu z hlediska načasování a možného objemu transakcí, okruhu oprávněných osob a osoby emitenta.

Praktické obtíže při hodnocení akciového opčního programu, resp. jeho dílčích fází, jako vnitřní informace ve smyslu čl. 7 odst. 1 MAR lze překlenout nahrazením opčního akciového programu obligační variantou. Alternativa založená např. na stínových akciích současně může pomoci eliminovat rizika účelového načasování realizace akciového programu související s odložením vnitřní informace.

Další možností řešení je dobrovolná (preventivní) publikace informací týkajících se implementace akciového opčního programu, případně splnění jiné z řady publikačních povinností, které dopadají ať již na emitenty (např. povinnost publikovat zprávu o odměňování) nebo na odměňované osoby (např. hlášení manažerských transakcí zahrnující i nabytí opce či nabytí akcií), jak bude podrobněji zkoumáno níže.

## 3 Hlášení manažerských obchodů při nabytí opcí a při nabytí akcií

Informační povinnosti mohou stíhat nejen emitenty finančních nástrojů, ale též jejich nabyvatele, tedy odměňované osoby. Vedle oznámení o dosažení, překročení či snížení materiálně významného podílu na hlasovacích právech dle § 122 a násl. ZPKT, jde zejména o hlášení manažerských obchodů (*director's dealing*) ve smyslu čl. 19 odst. 1 MAR. Pro osoby s řídicí pravomocí<sup>31</sup>, jakož i osoby, jež jsou s nimi úzce propojené<sup>32</sup>, je konkrétně stanovena

<sup>31</sup> Povinnými osobami (fyzickými i právnickými) jsou nejen členové orgánů emitenta, ale i jakékoliv jiné osoby, které mají pravidelný přístup k vnitřním informacím a jednají jménem emitenta finančního nástroje nebo se podílejí na jeho rozhodování (typicky vysoce postavení manažeři, CEO, CFO a další osoby, jež jsou přímo zapojené do rozhodování o budoucím vývoji a strategii emitenta). Srov. čl. 3 odst. 1 bod 25 MAR.

<sup>32</sup> Srov. čl. 3 odst. 1 bod 26 MAR.

povinnost oznámit emitentovi a současně též ČNB každý obchod uskutečněný na jejich vlastní účet, vztahující se k akciím nebo dluhovým nástrojům daného emitenta nebo k derivátům nebo k jiným finančním nástrojům s nimi spojeným. Oznámení podléhají zásadně veškeré druhy transakcí s výjimkou přeměn, tedy nejen úplatné obchody s cennými papíry, ale rovněž případy nabytí na základě dědění, darování či výpůjčky. Povinnému hlášení manažerských transakcí budou z tohoto důvodu podléhat rovněž případy nabytí akcií ve spojitosti s akciovým bonusovým programem, bez ohledu na to, zda jsou akcie nabývány úplatně, se zvýhodněním či zcela bezúplatně.

### 3.1 Výjimka *de minimis*

Výjimku z oznamovací povinnosti představují transakce, pro něž platí, že součet jejich hodnot v kalendářním roce nedosahuje částky odpovídající hranici 5 000 € (čl. 19 odst. 8 MAR). Při aplikaci výjimky *de minimis* se jako klíčové ukazuje správné stanovení hodnoty transakce, přičemž obecným standardem je tržní hodnota předmětu transakce ke dni uskutečnění. V případě investičních nástrojů, jejichž hodnota se vztahuje k akciím, zatímním listům nebo dluhovým nástrojům (tj. typicky právě u opcí) se hodnotou rozumí ekonomická hodnota těchto odvozených nástrojů uvedená jejich emitentem při jejich vydání, příp. hodnota zjištěná na základě jiných výpočtů.<sup>33</sup> Jako východisko pro správné posouzení podmínek využití bagatelní klauzule tak bude sloužit hodnota opcí určená pomocí některé ze standardních metod valuace. Dle názoru ESMA je využitelný jakýkoliv běžně akceptovaný model oceňování opcí určující cenu přidělených opcí na základě proměnných jako je aktuální tržní cena akcií emitenta, realizační cena opce či expirační lhůta opce. Z dalších v úvahu přicházejících proměnných lze zmínit bezrizikovou úrokovou míru, budoucí dividendu a implikovanou volatilitu.

Užití konkrétních veličin bude záviset na použití příslušného oceňovacího modelu.<sup>34</sup> V případě opcí poskytovaných emitentem bezúplatně se hodnota transakce bude rovnat nule.<sup>35</sup>

<sup>33</sup> Stanovisko ČNB k MAR, bod 10.2.

<sup>34</sup> Za celosvětově nejrozšířenější způsob valuace opcí lze označit *Black-Scholes* metodu z roku 1973. Výchozí premisou tohoto matematického modelu je úvaha, dle které je cena opce implicitně dána vývojem ceny akcie jako bazické hodnoty. Cena akcií se přitom vyvíjí stochasticky s konstantním posunem a s konstantní likviditou. Jako každý oceňovací model je i *Black-Scholes* metoda pouze aproximací skutečné hodnoty. Některé základní předpoklady pro fungování modelu proto nebudou vždy korespondovat s realitou (např. volatilita a bezriziková sazba se mění v čase, oproti výchozím předpokladům modelu tedy nejde o konstantní veličiny), což se může projevit negativně právě u dlouhodobějších opcí. V praxi jsou užívány i jiné metody valuace opcí (binomický model či alternativy vycházející z *Black-Scholesova modelu*, např. model s konstantní elasticitou rozptylu), které mohou dospívat k odlišným výsledkům. Nelze tedy vyloučit, aby splnění podmínky bagatelnosti manažerské transakce ve smyslu čl. 19 odst. 8 MAR bylo v případě užití některé valuační metody konstatováno, a naopak v případě užití alternativního modelu oceňování vznikla povinnost nabytí ohlásit z důvodu překročení minimální hodnoty transakce. Podrobněji k otázce valuace opcí viz např. MURPHY, K. J. *Executive compensation*. 1998, s. 19 a násl. Dostupné z: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=163914](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914)

<sup>35</sup> ESMA. *QA 7.6 Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)*. Stav ze dne 23. 9. 2022 (ESMA70-145-111. Version 17).

### 3.2 Okamžik vzniku informační povinnosti

Dlouhodobost opčních akciových programů, resp. jejich rozdělení do několika vzájemně provázaných, současně však relativně samostatných fází může v praxi komplikovat nejen otázku existence povinnosti emitenta uveřejnit (*ad hoc*) vnitřní informaci, ale i otázku načasování hlášení manažerských obchodů.

Obecně platí, že k oznámení transakce musí dojít nejpozději do tří obchodních dnů od uskutečnění obchodu (čl. 19 odst. 1 MAR). Dle stanoviska ČNB k MAR tímto „*uskutečněním transakce se pro účely vzniku oznamovací povinnosti rozumí zejména okamžik nabytí nebo zcizení nástroje. Fyzické vypořádání transakce již není pro vznik oznamovací povinnosti podstatné.*“<sup>36</sup> Obchody podléhající oznamovací povinnosti a okamžik vzniku této povinnosti konkretizuje čl. 10 prováděcího nařízení Komise k MAR (EU) 2016/522 (dále jen „prováděcí nařízení Komise“).

Dle čl. 10 odst. 2 písm. b) prováděcího nařízení Komise do obchodů podléhajících oznamovací povinnosti spadá též přijetí nebo uplatnění akciové opce, a to i akciové opce poskytnuté osobám s řídicí pravomocí nebo zaměstnancům v rámci jejich odměny, a zcizení akcií vzniklých uplatněním akciové opce. Povinnost hlásit nabytí nebo uplatnění opce lze dále opřít o písm. f) téhož článku, dle kterého se informační povinnost vztahuje dále na nabytí, zcizení nebo uplatnění práv, včetně prodejních a kupních opcí, a warrantů. Dle čl. 10 odst. 2 písm. j) prováděcího nařízení Komise podléhá oznámení rovněž automatická nebo neautomatická konverze finančního nástroje na jiný finanční nástroj včetně výměny konvertibilních dluhopisů za akcie. Z textu prováděcího nařízení lze tedy v případě obchodů realizovaných prostřednictvím akciových opcí vyčíst tři časové mezníky plnění oznamovací povinnosti, a to nabytí práva opce, uplatnění opčního práva a nabytí akcií.<sup>37</sup>

Tento závěr však nepodporuje formulace konkretizujících pravidel obsažených ve stanovisku ČNB k MAR, ze kterých pro případ realizace opčních programů vyplývá dvojfázové plnění oznamovací povinnosti. První krok představuje oznámení o nabytí práva opce, přičemž za rozhodující okamžik uskutečnění transakce se považuje uzavření opční smlouvy.<sup>38</sup>

V závislosti na tom, zda oprávněná osoba využije oprávnění plynoucí z opční smlouvy, či nikoliv, nastupuje jako druhý krok oznámení nabytí akcií.<sup>39</sup>

Využití opčního práva dle stanoviska ČNB k MAR oznámení nepodléhá, na druhou stranu však platí, že využití opčního práva je považováno za okamžik uskutečnění transakce.<sup>40</sup>

Jelikož právo opce pracuje s odkládací podmínkou, nabízí se dále otázka aplikace pravidel formulovaných pro oznamování podmíněných transakcí. Dle čl. 10 odst. 2 písm. i)

<sup>36</sup> Stanovisko ČNB k MAR, bod 10.2.

<sup>37</sup> Samostatnou oznamovací povinnost by dále zakládalo případné zcizení akcií.

<sup>38</sup> Srov. ESMA. *QA 7.6 Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)*. Stav ze dne 23. 9. 2022 (ESMA70-145-111. Version 17).

<sup>39</sup> Je-li akciový opční program realizován cestou zvýšení základního kapitálu společnosti, bude v souladu s čl. 10 odst. 2 písm. a) prováděcího nařízení Komise nutné oznámit jako manažerský obchod úpis akcií, přičemž dle stanoviska ČNB k MAR se uskutečněním transakce rozumí zápis do listiny upisovatelů.

<sup>40</sup> Podobně viz též bod II.3.9.1.2 metodiky BaFin. *Emittentenleitfaden. Modul C. Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)*. Stav ze dne 25. 3. 2020, s. 74 a 75.

prováděcího nařízení Komise se v případě podmíněných transakcí oznamovací povinnost spojuje až s uskutečněním transakce, nikoliv s uzavřením smlouvy. Odkládací podmínku spojenou s vnější objektivní skutečností (např. s uplynutím času) však nelze zaměňovat s uplatněním práva opce, které lze z hlediska obecné úpravy obsahu závazků charakterizovat jako utvářecí právo (*Gestaltungsrecht*)<sup>41</sup>, resp. potestativní podmínku<sup>42</sup>, jejíž splnění je závislé na vůli osoby, která má právo nabývat. Tento rozdíl je reflektován i ve stanovisku ČNB k MAR, dle kterého platí, že transakce vázaná na odkládací podmínku, již může uplatnit výlučně povinná osoba, se oznamuje jako bezpodmínečná transakce. Případné rozhodnutí o neuplatnění opčního práva je pak dle ČNB nutno oznamovat znovu. Informaci, že byla transakce podmíněná, je třeba uvést do oznámení jako doplňující informaci.<sup>43</sup>

### 3.3 Kritika regulace oznamování manažerských transakcí a dílčí závěr

Nabytí akcií prostřednictvím akciového opčního plánu znamená z pohledu hlášení manažerských obchodů komplikaci. Dle výtek formulovaných v odborné literatuře představuje redundantní oznamování týkající se v principu téže transakce, ke kterému nabádá početný výčet skutečností podléhajících publikaci obsažený v čl. 10 odst. 2 prováděcího nařízení Komise, zbytečné zatížení pro beneficianty. Rizikem pro emitenty je dle kritiků snížení motivačního efektu zvoleného odměňovacího schématu. Poukazováno je i na kumulaci s dalšími informačními povinnostmi emitenta cenných papírů, zejména na povinnost publikace zprávy o odměňování (*remuneration report*) jako dalšího zdroje, ze kterého lze informace o uskutečnění manažerského obchodu vyčíst. Opakovaná publikace nabytí práva opce a následně nabytí akcií na základě využití opčního práva může být dle některých názorů škodlivá i z pohledu ostatních účastníků regulovaného trhu, neboť může způsobovat informační únavu (*information fatigue*) a zhoršovat transparentnost.<sup>44</sup>

Řešení je spatřováno ve výkladu povinnosti hlásit manažerské transakce v souladu se smyslem a účelem nařízení na ochranu před zneužitím trhu, o což se do určité míry snaží také ESMA, resp. ČNB, v rámci svých odpovědí na dotazy veřejnosti<sup>45</sup>. Po praktické stránce je jako možný nástroj vedoucí k eliminaci problému kumulace povinných hlášení uváděno alternativní využití virtuálních akciových opčních programů.<sup>46</sup>

Z důvodu širě svého záběru a z toho plynoucího množství překryvů v hlášení dílčích skutečností nelze úpravu skutečností spojených s nutnou publikací dle čl. 10 odst. 2 prováděcího

<sup>41</sup> CASPER, M. *Der Optionsvertrag*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, s. 42–74.

<sup>42</sup> Srov. ZÖLLTER-PETZOLDT, I., HÖHLING, N. Die Annahme von Aktienoptionen als Directors' Dealings. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*. 2018, s. 690.

<sup>43</sup> Srov. stanovisko ČNB k MAR, bod 10.2 a odpovědi na otázky publikované ESMA. *QA 7.5 Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)*. Stav ze dne 23. 9. 2022 (ESMA70-145-111. Version 17).

<sup>44</sup> ZÖLLTER-PETZOLDT, I., HÖHLING, N. Die Annahme von Aktienoptionen als Directors' Dealings. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*. 2018, s. 689–691.

<sup>45</sup> Viz stanovisko ČNB k MAR, bod 10.2 a odpovědi na otázky publikované ESMA. *QA 7.5 Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)*. Stav ze dne 23. 9. 2022 (ESMA70-145-111. Version 17).

<sup>46</sup> BaFin. Emittentenleitfaden. Modul C. Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR), stav ze dne 25. 3. 2020, s. 75.

nařízení Komise považovat za ideální. Jako řešení možných praktických obtíží spojených se snahami o maximální míru publikace informací může sloužit nastavení automatických režimů při nabývání opcí, resp. při uplatňování opčního práva. Nutno podotknout, že odměňovací schémata s potřebným algoritmickým nastavením okamžiku nabývání opcí, resp. akcií, v praxi převládají. Eliminace vlivu odměňovaných osob při určování okamžiku přidělení opcí a uplatnění opčního práva přitom současně slouží i jako určitá forma prevence před dalším zkoumaným rizikem spočívajícím v zasvěceném obchodování.

## 4 Zákaz zasvěceného obchodování a realizace opčních programů

Vysoká úroveň transparence umožňující, aby jednotliví účastníci trhu disponovali aktuálními a korektními informacemi, na jejichž základě mohou z pozice (potenciálních) vlastníků přijímat adekvátní investiční rozhodnutí a v roli akcionářů se informovaně podílet na řízení společnosti,<sup>47</sup> představuje pouze jeden z pilířů řádného fungování kapitálového trhu. Druhý významný nástroj reprezentují pravidla zabráňující neoprávněnému těžení z informačního náskoku na straně zasvěcených osob v mezidobí ohraničeném seznámením se s vnitřní informací a její publikací. Vedle nedovoleného doporučení a navádění k obchodování a nedovoleného zpřístupnění vnitřní informace je právní úpravou výslovně zakázáno zneužití vnitřní informace formou zasvěceného obchodování. Na rozdíl od regulace hlášení manažerských obchodů tak není řešením uveřejnění uskutečněného obchodu, ale naopak zákaz jakýkoliv obchod s využitím vnitřní informace uskutečnit.<sup>48</sup>

O zakázané zasvěcené obchodování se dle čl. 8 odst. 1 MAR věty první jedná tehdy, pokud „osoba disponuje vnitřní informací a použije ji při nabytí nebo zřízení finančních nástrojů, jichž se informace týká, na svůj vlastní účet nebo na účet třetí osoby, přímo nebo nepřímo“. Dle věty druhé čl. 8 odst. 1 MAR se za obchodování zasvěcené osoby 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.“ Pro vyřešení otázky, zda je zákaz zasvěceného obchodování aplikovatelný i na případy transakcí uskutečňovaných v rámci akciových opčních programů, je nutné blíže vymezit pojmy „zasvěcená osoba“, „finanční nástroj“, „užití vnitřní informace“ a „nabytí nebo zřízení finančního nástroje“. Ohledně definování pojmu „vnitřní informace“ lze odkázat na výklady shora uvedené.

### 4.1 Beneficienti opčního programu jako zasvěcené osoby

Jako (primární) zasvěcenou osobu označuje čl. 8 odst. 4 MAR každou osobu, která disponuje vnitřní informací v důsledku toho, že je členem správních, řídicích nebo dozorčích orgánů emitenta (ad a), má podíl na kapitálu emitenta (ad b), má přístup k této informaci v souvislosti s výkonem zaměstnání, povolání nebo v souvislosti s plněním povinností (ad c), nebo je zapojena do trestné činnosti

<sup>47</sup> KRAAKMAN, R. H. Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay. In: FERRARINI, G. et al. (eds.). *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2004, s. 96.

<sup>48</sup> Srov. rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 20. 9. 2012, sp. zn. 2 Afs 36/2012, a rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 3. 4. 2012, sp. zn. 6 As 152/2014.

(*ad d*). Dále je za (sekundární) zasvěcenou osobu považována každá osoba mimo výše uvedený okruh primárních zasvěcenců, pokud tato osoba ví nebo by měla vědět, že se jedná o vnitřní informaci. Zatímco pro okruh primárních zasvěcenců je prvořadě jejich formální postavení, u sekundárních zasvěcenců (může jít i o osoby, které se vnitřní informaci dozvěděly zcela nahodile, novináře, osoby blízké primárním zasvěcencům atd.) je rozhodující subjektivní vědomost zasvěcené osoby o povaze informace.

Participanty akciových opčních programů z řad reprezentantů exekutivy akciových společností bude zásadně možné kvalifikovat jako *primární zasvěcence*, a to z titulu výkonu jejich funkce v rámci řídicích orgánů společnosti (*ad a*).<sup>49</sup>

U dalších beneficentů programu záleží jejich kvalifikace jako zasvěcených osob na konkrétní pracovní či jiné povinnosti. Za primární zasvěcence dle písm. *c*) se přitom nepovažují pouze osoby vykonávající určitou činnost pro emitenta, ale může jít též o jiné osoby, na osobě emitenta nezávislé, které ve vztahu k emitentovi plní (smluvní) povinnost, např. poradce. Není vyloučeno, aby rovněž těmto osobám byla přiznána účast v opčním programu emitenta.

Akciové opční programy s ohledem na svoji dlouhodobost zpravidla umožňují postupné „dozrávání“ opčního práva v předem stanovených časových úsecích, a tedy i postupně se otevírající možnosti nabývání akcií v samostatných tranších. I v případě, že by odměňovaná osoba nebyla zasvěcencem dle písm. *a*) či *c*) před nabytím vlastnického práva k akciím, bylo by možné status zasvěcence odvozovat od získaného akcionářského postavení dle písm. *b*). Z pohledu kvalifikace určité osoby jako zasvěcence dle čl. 8 odst. 4 písm. b) MAR je přitom irelevantní, zda má osoba postavení majoritního či pouze minoritního společníka.

## 4.2 Opce na akcie a finanční nástroje

Regulace MAR svoji věcnou působnost spojuje s finančními nástroji, které lze dle čl. 3 odst. 1 bod 1 MAR definovat jako jakékoliv finanční nástroje vymezené v čl. 4 odst. 1 bodu 15 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů (MiFID II).<sup>50</sup> Uvedený pojem zahrnuje mimo jiné též nástroje

<sup>49</sup> Zasvěcenými osobami budou zásadně též členové dozorčích rad. Opční programy však nejsou vzhledem ke svému zaměření na výkonnost určené nevýkonným členům orgánů. Za zcela nevhodné jsou považovány programy počítající s odměňováním členů dozorčích rad prostřednictvím akcií společnosti. Byť se v minulosti takové programy vyskytovaly (srov. např. starší verzi opčního programu společnosti ČEZ, a. s. schváleného valnou hromadou společnosti dne 19. 6. 2001), v současnosti je taková praxe považována za problematickou. Přestože tuzemská právní úprava, na rozdíl např. od úpravy v SRN (srov. § 192 odst. 2 bod 3 AktG), výslovně členství členů dozorčích rad v opčních programech nezakazuje, resp. ji zmiňuje jako nežádoucí v rámci *soft-law* doporučení [srov. Kodex správy a řízení společností (ČR) 2018 bod 4. 1. 4], lze v tomto ohledu upřednostnit zdrženlivost. K podrobnějšímu odůvodnění nevhodnosti odměňování členů dozorčích rad na základě akciových opcí viz rozsudek německého Spolkového soudního dvora ze dne 16. 2. 2004, sp. zn. II ZR 316/02. Podobný závěr lze vztáhnout i na nabytí akcií členy dozorčí rady na základě vyměnitelných a prioritních dluhopisů. ZÖLLTER-PETZOLDT, I., HÖHLING, N. Die Annahme von Aktienoptionen als Directors' Dealings. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*. 2018, s. 688.

<sup>50</sup> Do tuzemského právního řádu byla transpozice směrnice MiFID II provedena novelou ZPKT (zákonem č. 204/2017 Sb.), v jejímž důsledku došlo k určitému zpřesnění pojmu finančních nástrojů upraveného v § 3 ZPKT a jeho sladění s evropskou úpravou. Věcná působnost MAR zahrnuje i investiční nástroje podléhající regulaci MIFID II, mezi které patří např. emisní povolenky či investiční nástroje obchodovatelné na mimoburzovních (OTF) trzích či prostřednictvím MTF obchodních platform.



obchodované (či přijaté k obchodování) na mimoburzovních trzích a rovněž nástroje odvozené (deriváty), včetně opcí. Tyto veřejně obchodované opce jakožto finanční nástroje však nelze automaticky ztotožňovat s opcemi představujícími základní konstrukční prvek opčních motivačních programů.<sup>51</sup> Právo opce poskytované emitentem jednotlivým odměňovaným osobám na základě opční smlouvy je s ohledem na smysl a účel opčních motivačních programů právem nepřevoditelným. Zásadně jej tak nebude možné kvalifikovat jako finanční nástroj ve smyslu čl. 3 odst. 1 bod 1 MAR. Na základě uplatnění opčního práva pak dochází k nabytí akcií zásadně přímo od společnosti, tedy mimo kapitálový trh. Tato skutečnost, stejně jako fakt, že právo opce není finančním nástrojem, však ještě neopravňuje k závěru, že se na takový převod regulace MAR neaplikuje, byť by k takovému závěru mohl vést doslovný výklad textu použitého v čl. 8 odst. 1 MAR. Bez ohledu na způsob nabytí akcií je totiž s ohledem na smysl a účel regulace nutné za rozhodující vnímat skutečnost, že realizací transakce došlo k obohacení odměňované osoby na úkor ostatních účastníků kapitálového trhu (srov. bod 23 preambule MAR).<sup>52</sup>

### 4.3 Nedovolené užití vnitřní informace a získání nespravedlivé výhody

Za primární smysl zákazu zasvěceneckého obchodování lze označit zabránění vzniku nespravedlivé výhody a těžení z informačního náskoku ke škodě ostatních účastníků i trhu jako takového. Klíčový význam při zkoumání (ne)dovolenosti užití informace proto hraje dopad tohoto užití z pohledu možného získání nespravedlivé výhody ve prospěch odměňované osoby, resp. na úkor třetích stran, které těmito informacemi nedisponují. Z tohoto pohledu zákaz obchodování zasvěcené osoby platí dle bodu 23 preambule MAR tehdy, „získá-li osoba, která má k dispozici vnitřní informaci, díky této informaci nespravedlivou výhodu tím, že v souladu s touto informací provede tržní transakce tím, že nabude nebo zcizí finanční nástroj, pokusí se takový nástroj nabyt nebo zcizit, zruší či změní nebo se pokusí zrušit či změnit pokyn k nabytí nebo zcizení takového finančního nástroje, a to přímo nebo nepřímo na vlastní účet nebo na účet třetí strany.“ Dle domněnky formulované v bodu 24 preambule MAR současně platí, že pokud osoba disponující vnitřní informací skutečnou tržní transakcí týkající se finančních nástrojů, k nimž se vnitřní informace vztahuje, či se o takovou transakci pokusí, je třeba se domnívat, že zasvěcená osoba vnitřní informaci použila. Uvedená domněnka je nicméně konstruována jako vyvratitelná, kdy obhajobu osoby disponující vnitřní informací lze opřít o tvrzení, že na základě obchodní transakce k žádnému neoprávněnému zvýhodnění nedošlo.<sup>53</sup>

<sup>51</sup> Srov. rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 30. 3. 2017, sp. zn. 29 Cdo 1738/2015.

<sup>52</sup> Srov. KOTÁSEK, J. *Ochrana vnitřních informací*. Brno: Tribun EU, 2008, s. 127.

<sup>53</sup> Srov. rozsudek Soudního dvora (třetího senátu) ze dne 23. 12. 2009, *Spector Photo Group NV a Chris Van Raemdonck proti Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiëwezen (CBFA)*, věc C-45/08. Další výjimky spojené s obrácením důkazního břemene stanoví čl. 9 MAR upravující legitimní jednání. Příkladem mohou být obchody za účelem nabytí nebo zcizení finančních nástrojů, které zasvěcená osoba provádí v rámci plnění povinnosti vzniklé v dobré víře, pokud tato povinnost není určena k obejití zákazu obchodování zasvěcené osoby a vyplývá z pokynu zadaného nebo z dohody uzavřené předtím, než dotyčná osoba získala vnitřní informaci.

### 4.3.1 Jednání v rozporu s vnitřní informací

K absenci zvýhodnění bude docházet typicky v situacích, kdy zasvěcená osoba jedná nikoliv v souladu, ale naopak v rozporu s vnitřní informací. Jako konkrétní příklad může sloužit prodej akcií za aktuální nižší tržní cenu, v situaci, kdy je prodávající vnějšími okolnostmi donucen zpeněžit svůj majetek a nemůže proto vyčkávat na skutečné promítnutí vnitřní informace do navýšení ceny. O jednání v rozporu s vnitřní informací se dále může jednat v případě, kdy zasvěcená osoba prodává podhodnocené akcie, zohlední-li možnou cenovou diskrepanci, a nabídne tak kupujícímu vyšší cenu reflektující vnitřní informaci.<sup>54</sup>

### 4.3.2 Absence kauzality

Z konceptu zneužití vnitřní informace dále vyplývá požadavek kauzality mezi vnitřní informací a uskutečněnou transakcí. Jinými slovy jde o to, že právě znalost vnitřní informace je důvodem realizace určité obchodní transakce. Naopak platí, že bez znalosti vnitřní informace by k obchodu nedošlo. Absence kauzality pak vede k tomu, že jednání nemůže být shledáno jako nelegitimní.

V případě uplatnění opčního práva zneužití vnitřní informace zásadně nebude přicházet v úvahu právě z důvodu chybějící kauzality. Primární příčinou realizace práva opce a následného nabytí akcií je totiž předchozí ujednání mezi odměňovanou osobou a emitentem finančního nástroje zakládající účast v akciovém opčním programu. K využití opčního práva dle základní logiky fungování opcí pak dochází v případě, že je realizační cena opce nižší, než tržní cena akcií („*in the money*“) a odměňovanému se tedy uplatnění opčního práva vyplácí. Skutečnost, že odměňovaný současně disponuje pozitivní vnitřní informací je pak v odborné literatuře vnímáno jako irelevantní.<sup>55</sup> Byť by se následně vlivem vnitřní informace cena akcií dodatečně zvýšila, z hlediska kauzality je hlavním důvodem realizace opčního práva opční prémie jako taková, nikoliv její výše. V případě, že by naopak odměňovaný disponoval negativní vnitřní informací indikující pravděpodobný pokles hodnoty akcií, a nevyužil proto z důvodu nevýhodnosti takové transakce opčního práva, nelze o užití vnitřní informace ve smyslu čl. 8 odst. 1 MAR hovořit. Nevyužití opce je právem volby odměňovaného a nelze jej ztotožňovat např. se situací zrušení nevýhodného pokynu, které naopak může být z pohledu zasvěceneckého obchodování relevantní.

Při zcizování akcií nabytých na základě využití opčního práva (či z jakéhokoliv jiného titulu) budou pod zákaz zasvěceneckého obchodování zásadně spadat veškeré transakce spojené s užitím negativní vnitřní informace. Za rizikové z pohledu zasvěceneckého obchodování lze

<sup>54</sup> HANSEN, J. L. Market Abuse Case Law—Where Do We Stand With MAR? *European Company and Financial Law Review*. 2017, roč. 14, č. 2, s. 379. DOI: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2017-0019>; či HANSEN, J. L. The Danish Green Paper on Insider Dealing. *European Business Organization Law Review*. 2011, roč. 12, č. 2, s. 263. DOI: <https://doi.org/10.1017/S156675291120003X>

<sup>55</sup> Srov. OECHSLER, J. § 71 AktG. In: SPINDLER, G., STILTZ, E. *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*. 5. vyd. 2019, Rn 298; DIETBORN, Ch. In: KESSLER, M., SAUTER, T. *Handbuch Stock options: rechtliche, steuerliche und bilanzjelle Darstellung von Stock-Option-Plänen*. München: Verlag C. H. Beck, 2002, s. 251; či HARRER, H. *Mitarbeiterbeteiligungen und Stock-Option-Pläne*. 2., přepr. vyd. München: C. H. Beck, 2004, s. 146.

přítom označit zejména programy, u nichž není následný prodej akcií nijak omezen, a je tedy na volné úvaze odměňované osoby, zda, resp. kdy a za jakých podmínek akcie převede. Vnitřní motivace odměňované osoby přitom není z pohledu kvalifikace takového jednání podstatná. Dle odborné literatury nelze proto činit výjimku ani v situaci, kdy je kauzou prodeje potřeba získat peněžité prostředky pro plnění jiných povinností, typicky daňových, byť by vznik těchto povinností byl v příčinné souvislosti s účastí zasvěcence na opčním programu.<sup>56</sup>

#### 4.3.3 Zpětný odkup akcií jako výjimka ze zákazu zasvěcenceckého obchodování

Jako potenciální zasvěcená osoba připadá v úvahu rovněž společnost, pokud realizuje akciový opční program prostřednictvím zpětného odkupu akcií na sekundárním trhu. Nabízí se proto otázka, zda lze při znalosti pozitivní vnitřní informace na nákup vlastních akcií společností nahlížet jako na *insider trading*. Řešení této v minulosti diskutované otázky<sup>57</sup> přináší čl. 5 MAR, který některá jednání zcela vylučuje ze zákazu zasvěcenceckého obchodování. Mezi jednání dovolená patří i program zpětného odkupu, je-li jeho jediným účelem splnění podmínek vyplývajících z akciových opčních programů [srov. čl. 5 odst. 1, 2 písm. c) a 3 MAR], pokud emitent oznámí příslušnému orgánu obchodního systému, na němž byly akcie přijaty k obchodování nebo jsou obchodovány, každý obchod související s programy zpětného odkupu. Jelikož je zpětný odkup obvykle vnímán jako skutečnost s výrazným kurzotvorným potenciálem, je využití tohoto postupu spojováno rovněž s *ad hoc* informační povinností dle čl. 17 MAR a dále s povinností informování o konání valné hromady rozhodující ve věci zpětného odkupu a o výsledcích jejího zasedání dle § 120b ZPKT.<sup>58</sup> S ohledem na kumulaci informačních povinností je možnost využití institutu odkladu publikace vnitřní informace ve smyslu čl. 17 odst. 4 MAR, který jinak představuje zvýšení rizika užití vnitřní informace s cílem získání neoprávněné výhody, fakticky vyloučena. Lze proto usuzovat, že společnost v praxi zásadně nebude mít možnost své případné informační výhody využít.

#### 4.4 Nabytí nebo zcizení investičního nástroje

Jak již bylo zmíněno, akciové opční programy jsou obvykle konstruovány jako víceleté a jejich realizace je rozdělena do několika dílčích fází, kdy beneficiant nejprve (dle své volby) uplatňuje opční právo a až následně nabývá vlastnické právo k akciím, či jej (opět ze své vůle) pozbývá prostřednictvím prodeje akcií společnosti na sekundárním trhu. Otázkou tak je, jakým způsobem je odměňovaná osoba disponující vnitřní informací omezena v jednotlivých fázích realizace akciového opčního programu z pohledu čl. 8 MAR, který užití vnitřní informace spojuje s nabytím nebo zcizením finančního nástroje. Zakázaný je přitom rovněž pokus o nabytí nebo zcizení, zrušení nebo změna pokynu k uskutečnění transakce (včetně pokusu o zrušení nebo změnu pokynu). MAR rovněž nerozlišuje, zda k zakázané transakci došlo přímo nebo nepřímo na vlastní účet třetí strany.

<sup>56</sup> KUTSCH, A. § 32 Vorstands- und Mitarbeiterbeteiligung. In: SCHÜPPEN, M., SCHAUB, B. *Münchener Anwaltsbandbuch Aktienrecht*. 3. vyd. München: C. H. Beck, 2018, Rn. 100.

<sup>57</sup> LOTZE, Ch. *Die insiderrechtliche Beurteilung von Aktienoptionsplänen*. München: Herbert Utz Verlag, 2000, s. 67.

<sup>58</sup> Srov. stanovisko ČNB k MAR, bod 2.6.

#### 4.4.1 Uplatnění práva opce (*exercise*) jako nabytí finančního nástroje

Výkon práva opce získaného jako součást kompenzačního balíčku zpravidla nebude možné podřadit pod nedovolené užití vnitřní informace z již zmíněného důvodu chybějící kauzality. Je-li využití opčního práva podmíněno uplynutím lhůty v řádu několika let, je praktické využití vnitřní informace v zásadě limitované. Rozhodující roli totiž hraje disponování vnitřní informací v okamžiku uzavření smlouvy, přičemž lze mít pochybnosti, zda s odstupem času bude možné původní skutečnost označit za vnitřní informaci.<sup>59</sup>

Proti nelegitimnímu využití vnitřní informace zpravidla svědčí též v praxi hojně využívaný automatismus v nastavení jednotlivých realizačních kroků nabývání akcií. Zjednodušeně lze konstatovat, že šance na vyvrácení domněnky nelegitimního užití vnitřní informace je nepřímou úměrná rozhodovacímu prostoru, který byl beneficiantovi ponechán.<sup>60</sup> Aplikace čl. 8 odst. 1 MAR tak bude připadat v úvahu pouze výjimečně, v případě programů, u nichž je načasování realizace a konkrétní způsob výkonu opčního práva přizpůsoben potřebám beneficianta. Zvláštní pozornost přitom bude nutné věnovat situacím, kdy je beneficiant současně osobou, která má vliv na plnění *ad hoc* publikační povinnosti emitenta spočívající v uveřejnění vnitřních informací ve smyslu čl. 17 odst. 1 MAR, resp. ve využití možnosti odložení publikace dle čl. 17 odst. 4 MAR.<sup>61</sup>

Neutrální z pohledu dopadu norem na ochranu proti zneužívání trhu nebude typicky například realizace opčního práva, jehož cena není pevně stanovena předem, ale je určena až k okamžiku uplatnění opčního práva. Načasování realizace opčního práva (a tím i výše realizační ceny) je totiž v tomto případě v rukou odměňovaného.<sup>62</sup>

Další potenciálně problematickou situaci může představovat bezhotovostní realizace opčních programů (*cashless exercise*, též jako *same day sale*), při níž dochází k nabytí akcií a jejich prodeji v tentýž den, přičemž výnos z prodeje akcií slouží na úhradu realizační ceny. Fázi prodeje akcií v takovém případě nelze oddělit od okamžiku uplatnění opce, a proto není vyloučeno ani s prodejem související riziko využití negativní vnitřní informace.

#### 4.4.2 Převod akcií (*exit*) jako zcizení finančního nástroje

Za nejrizikovější fázi akciového opčního programu z pohledu zákazu zasvěceného obchodování lze označit následný převod akcií. Na ten se totiž uplatní obecný režim aplikovatelný i na jakékoliv jiné převody finančních nástrojů, bez ohledu na způsob jejich nabytí. Klasickým příkladem nelegálního jednání při prodeji akcií zasvěcenou osobou je *front*

<sup>59</sup> DIETBORN, Ch. In: KESSLER, M., SAUTER, T. *Handbuch Stock options: rechtliche, steuerliche und bilanzielle Darstellung von Stock-Option-Plänen*. München: Verlag C. H. Beck, 2002, s. 249.

<sup>60</sup> KUTSCH, A. § 32 Vorstands- und Mitarbeiterbeteiligung. In: SCHÜPPEN, M., SCHAUB, B. *Münchener Anwaltsbandbuch Aktienrecht*. 3. Auflage, München: C. H. Beck, 2018, Rn. 99.

<sup>61</sup> Srov. YERMACK, D. Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. *The Journal of Finance*. 1997, roč. 52, č. 2, s. 449–476. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04809.x>

<sup>62</sup> LOTZE, Ch. *Die insiderrechtliche Beurteilung von Aktienoptionsplänen*. München: Herbert Utz Verlag, 2000, s. 67. Srov. též DIETBORN, Ch. In: KESSLER, M., SAUTER, T. *Handbuch Stock options: rechtliche, steuerliche und bilanzielle Darstellung von Stock-Option-Plänen*. München: Verlag C. H. Beck, 2002, s. 250.

*running*, tedy situace, kdy v předstihu před zveřejněním vnitřní informace indukující pokles tržní hodnoty akcií zasvěcenec jím vlastněné akcie prodá za stávající (vyšší) cenu. Rovněž v tomto případě může jako určité řešení pomoci omezení svobodného prostoru pro úvahu prodávajícího zakotvením automatického mechanismu prodeje (konkrétní příklady nástrojů viz níže) v kombinaci se zvýšenou transparentností a důsledným dodržováním povinnosti publikace vnitřních informací ve smyslu čl. 17 MAR.<sup>63</sup>

## 5 Smluvní řešení

Právní úprava nenabízí preskriptivní řešení regulující (obecně) opční smlouvu, natož (speciálně) opční smlouvu na akcie. Obsahové náležitosti opčních smluv uzavíraných typicky jako smlouvy inominační (§ 1742 odst. 2 ObčZ) jsou tak ponechány do značné míry kreativitě smluvních stran. Prostor pro autoregulaci lze využít za účelem posílení jak incentivních, tak retenčních funkcí motivačních programů spojených s možností nabytí majetkové účasti na emitentovi. Právě druhá zmíněná oblast přitom v praxi často zahrnuje prvky využitelné nejen z pohledu optimalizace managementu lidských zdrojů, ale i jako prevence zasvěcenec-kého obchodování. Porušení norem na ochranu trhu před jeho zneužitím je totiž rizikové nejen z pohledu pokut ukládaných zasvěcencům<sup>64</sup>, ale i z pohledu emitentů, neboť podezření ze zneužití vnitřní informace může vést k narušení jejich renomé a odlivu zájmu investorů.

Společným jmenovatelem jednotlivých „bezpečnostních komponentů“ tvořících obsahovou součást opčních smluv, je omezení prostoru pro autonomii vůle odměňované osoby a posílení předvídatelnosti transakcí z hlediska času či objemu. Uvedené nástroje jsou současně zmiňovány i v právní nauce<sup>65</sup> či v tuzemském Kodexu správy a řízení společností (ČR) 2018 (dále jen „Kodex CG“).<sup>66</sup> Dodržování těchto standardů lze proto označit za dobrou praxi (*best practice*). Přestože nelze využití ochranných limitů chápat jako absolutní garanci toho, že transakce bude zcela neutrální z pohledu dopadu norem na ochranu proti zneužívání trhu<sup>67</sup>, lze s vědomím uvedené rezervy zakotvení těchto prvků do opčních smluv obecně doporučit.

<sup>63</sup> CHARNITZKY, M. Die Festsetzung variabler Vergütungsbestandteile im Vorstandsvergütungssystem börsennotierter Gesellschaften. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*. 2021, s. 1442.

<sup>64</sup> K sankcím srov. zejména § 160 odst. 1 písm. a) ZPKT a § 177 odst. 1 písm. a) ZPKT. Zasvěcenec-ké obchodování může být též trestněprávně postižitelné dle § 255 TrZ, resp. dle § 7 TOPO (ve spojení s § 255 TrZ).

<sup>65</sup> Srov. např. BAUMS, T. *Aktioptionen für Vorstandsmitglieder*. 1996, s. 39–40. Dostupné z: <https://d-nb.info/1059710056/34>; či HARRER, H. *Mitarbeiterbeteiligungen und Stock-Option-Pläne*. 2., přepr. vyd. München: C. H. Beck, 2004, s. 147.

<sup>66</sup> Srov. Kodex CG, body 4.1.8 a 4.1.11 až 4.1.16. Kodex správy a řízení společností (ČR) 2018 je dostupný z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2018\\_Kodex-spravy-a-rizeni-spolocnosti-CR.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2018_Kodex-spravy-a-rizeni-spolocnosti-CR.pdf)

<sup>67</sup> Použití ochranných lhůt a dalších limitů omezujících autonomii vůle odměňované osoby může vést k jinému kontroverznímu jednání, jenž spočívá v obchodování se „substituty“ finančních nástrojů emitovaných např. konkurenty společnosti poskytující odměnu. Příkladem může být využití vnitřní informace o získání veřejné zakázky na dodání bezpečnostních systémů pro kontrolu letového provozu pro následný short sale akcií konkurenční společnosti, která tutěž zakázku nezískala. Problematické může být rovněž obchodování s finančními nástroji dodavatelů nebo zákazníků emitenta. Příkladem může být nákup akcií společností produkcující polovodiče v situaci, kdy odměňovaná osoba disponuje vnitřní informací o tom, že společnost, ve které působí, zaznamenala rekordní prodeje čipů, při jejichž výrobě je nutné používat právě polovodiče. Podrobněji viz AYRES, I., BANKMAN, J. Substitutes for Insider Trading. *Stanford Law Review*. 2001, roč. 54, č. 2, s. 235–294. DOI: <https://doi.org/10.2307/1229397>

**5.1 Obchodní okna (*trading windows*) a uzavřená období (*closed periods*)**

První skupinou limitujících pravidel jsou časové podmínky, jejichž společným cílem je podpora záměru dlouhodobosti programů a zabránění možnosti krátkodobých spekulací.

Obchodní okna (*trading windows*) umožňují obchodování pouze v předem vyhrazených časech, přičemž intervaly, po které je možné transfery finančních nástrojů uskutečnit, jsou zpravidla vázány na oznámení tržně významných informací. Obvykle se jedná o lhůty v řádech několika týdnů po prezentování čtvrtletních výsledků (*earnings calls*) přenášných obvykle v reálném čase prostřednictvím internetu a dalších médií tak, aby byly sdělované informace dostupné co nejdříve co nejširšímu okruhu investorů. Smyslem obchodních oken je tedy umožnit obchodování v době, kdy je riziko využití informačního náskoku minimální. S ohledem na reakční dobu ze strany trhu absorbujícího čerstvě prezentované informace<sup>68</sup> je současně doporučováno otevření obchodního okna až s určitým odstupem od uveřejnění výsledků hospodaření (*reasonable waiting period*) s cílem zabránění rizika uskutečnění obchodu před tím, než informace vyvolá adekvátní investiční odezvu (*beating the news*).

Obdobou obchodního okna je uzavřené období (*closed period*) v jehož rámci je možnost obchodování vyloučena.<sup>69</sup> Smyslem uzavřeného období je opět odstranění informačního náskoku, který by mohl jinak vést k neoprávněnému zvýhodnění odměňované osoby. Zpravidla se jedná o období předcházející prezentování hospodářských výsledků, které je spojeno s největším rizikem zasměcenského obchodování.

Zvláštní úpravu uzavřeného období před uveřejněním finančních zpráv obsahuje rovněž čl. 19 odst. 11 a 12 MAR pro obchody řídicích osob. Uzavřeným obdobím se dle čl. 19 odst. 11 MAR rozumí období 30 kalendářních dnů před oznámením jakékoliv průběžné finanční zprávy nebo výroční zprávy. Po tuto dobu tedy řídicí osoba nesmí uskutečňovat jakékoliv transakce s finančními nástroji emitenta na svůj účet ani na účet třetí osoby. S ohledem na povahu obchodování je v čl. 19 odst. 12 MAR stanovena výjimka, dle které může emitent finančního nástroje dovolit osobě s řídicí pravomocí obchodování i během uzavřeného období v případě obchodů uskutečňovaných v rámci systému zaměstnaneckých akcií, systémů spoření, nároků či oprávněnosti k akciím nebo v souvislosti s nimi nebo obchodů, kdy se podíl na výtěžku z příslušného cenného papíru nemění.<sup>70</sup>

V souvislosti s využíváním výše uvedených ochranných lhůt je pro úplnost nutné upozornit na riziko nivelizace jejich efektu v situaci, kdy vnitřní informace není publikována. K tomu

<sup>68</sup> Jak naznačují některé studie, konkrétní délka reakční doby (jež se obecně udává v řádech minut) závisí na řadě faktorů, mimo jiné i na překvapivosti sdělované informace. Podrobněji viz BROOKS, R. M., PATEL, A., SU, T. How the Equity Market Responds to Unanticipated Events. *The Journal of Business*. 2003, roč. 76, č. 1, s. 109–134. DOI: <https://doi.org/10.1086/344115>

<sup>69</sup> K zákazu obchodů během uzavřených období podrobněji viz KOTÁSEK, J. Manažerské transakce v nařízení MAR. *Časopis pro právní vědu a praxi*. 2023, roč. 31, č. 1, s. 132–134. DOI: <https://doi.org/10.5817/CPVP2023-1-4>. Ke starší úpravě srov. KOTÁSEK, J. Prevence před zneužitím vnitřních informací (insider trading) v českém právu – vybrané otázky. In: *Evropské finanční systémy*. Brno: Masarykova univerzita, ESF, 2008, s. 265–270. ISBN 978-80-210-4628-3.

<sup>70</sup> Bližší upřesnění podmínek využití výjimky obsahují čl. 7 až 9 prováděcího nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/522.

může dojít nejen v situaci zatajování vnitřní informace motivovaném blížícím se *trading window*, ale rovněž odložením publikace vnitřní informace dle čl. 17 odst. 4 MAR.

## 5.2 Minimální doba držení akcií (*retention period a retention ratio*)

Po uplynutí vázací doby se obvykle odměňovaná osoba stává plnoprávným akcionářem, jehož akcie jsou v principu neomezeně převoditelné, byť jak bylo zmíněno výše, realizace převodu může být v některých případech uskutečňována pouze v předem stanovených cyklicky se opakujících časových úsecích. Za účelem posílení vazby odměňované osoby na dlouhodobé cíle, resp. na setrvání ve společnosti, se lze v praxi setkat s dalším možným prvkem omezujícím autonomii odměňované osoby, pokud jde o rozhodnutí ohledně načasování transakce. Konkrétně jde o formulaci časově podmíněných dispozičních omezení stanovících povinnost držet na svém majetkovém účtu akcie nabyté na základě uplatněného opčního práva, či alespoň jejich části, po určitou dobu (např. po dobu trvání akciového opčního programu). V případě, že je doba minimálního držení akcií (celého balíku nebo jeho částí) shodná s délkou funkčního období člena statutárního orgánu, je nasnadě, že v takovém případě k realizaci transakce může dojít až po uplynutí funkčního období. K tomuto okamžiku dojde zpravidla i k ukončení privilegovaného informačního postavení této osoby, a tím i k faktickému omezení příležitosti pro tržní využití informačního zvýhodnění. Jelikož odměňovaný nemá při tomto aranžmá reálnou možnost akcie po určitou dobu zpeněžit, je vzniklé oslabení motivační funkce programu v praxi nezřídka kompenzováno prostřednictvím zápůjček peněžitých prostředků poskytovaných za zvýhodněných podmínek. Do určité míry pak mohou i tyto zvýhodněné zápůjčky fungovat jako prvek (nepřímo) podporující prevenci před zasvěceným obchodováním. V okamžiku, kdy osoba informacemi disponuje, je případně vzniklá potřeba získání kapitálu řešitelná právě skrze zápůjčky. V momentě, kdy již tyto informace nemá, je naopak odměňovanému umožněno obstarat si potřebný kapitál prostřednictvím prodeje akcií.

## 5.3 Transakční plány, *restricted lists* a obchodování s využitím nezávislé třetí osoby

Další inspiraci při nastavování podmínek opční smlouvy lze nalézt v metodickém Stanovisku ČNB k MAR, které jako prevenci před podezřením ze zasvěceného obchodování zmiňuje provádění transakcí s finančními nástroji pomocí zástupce jednajícího na účet zasvěcené osoby, případně prostřednictvím portfolio manažera, za podmínky, že zástupce jedná na základě dříve schváleného transparentního transakčního plánu nebo portfolio manažer výhradně na základě svého uvážení.<sup>71</sup>

Další možností jsou tzv. *restricted lists* nebo *watch lists* představující seznam vybraných finančních nástrojů, se kterými zaměstnanci nesmí obchodovat z preventivních důvodů. U finančních nástrojů, které byly ze zákazu obchodování vyňaty, je současně možné limitovat zhodnocení akcií využitím pravidla o zastropování odměny (*remuneration cap*).<sup>72</sup>

<sup>71</sup> Stanovisko ČNB k MAR, bod 9.

<sup>72</sup> Kodex CG, bod 4.1.8.

## 5.4 Alternativy akciových programů

K eliminaci rizika protiprávního jednání při nabývání a zcizování akcií může napomoci rovněž volba alternativy akciových opcí představovaná virtuálními akciovými programy. Odměňovací nástroje čistě obligačního charakteru, typicky stínové akcie (*phantom shares*) nebo bonusy ve formě práva na zhodnocení akcií (*stock appreciation rights*), nejsou na rozdíl od nástrojů spojujících odměnu s nabytím vlastnického práva k akciím vystaveny riziku zasvěceneckého obchodování. Jelikož odměňovaná osoba nabývá oprávnění pouze obligačního, nikoliv věcněprávního charakteru, je z podstaty věci *insider trading* ve smyslu čl. 8 MAR fakticky vyloučen, stejně jako povinnost hlásit manažerské obchody dle čl. 19 MAR.<sup>73</sup> Podobný efekt může mít rovněž nabídka alternativní možnosti vypořádání opčního práva v penězích (*cash out*), případně v cenných papírech jiného emitenta, ke kterému nemá odměňovaný žádný vztah zakládající možnost disponovat s vnitřní informací.

### Závěr

V zájmu zachování informační parity a rovných tržních podmínek (*market egalitarianism*) je beneficiům akciových opčních programů zapovězeno využívat při obchodování s finančními nástroji vnitřní informace. V praxi je proto realizace těchto bonusových programů umožňujících nabytí účasti na emitentovi spojena s řadou omezení a podmínek, které mají zamezit neoprávněnému těžení z informační výhody, kterou beneficianti programů jako zasvěcenci obecně mají. V případě absence „pojistek“ proti *insider tradingu* hrozí nejen faktický výskyt právně reprobovaného jednání ze strany odměňovaných, ale též negativní reakce účastníků trhu. Při nastavování konkrétních podmínek akciového opčního programu proto musí emitenti finančních nástrojů jako poskytovatelé odměny řešit souběh rizika zneužití vnitřní informace potenciálně aktivující následky právní (ve formě veřejnoprávních sankcí) a ekonomické (ve formě poklesu zájmu investorů o nabízení akcie) a rizika příliš svazujících podmínek, v jejichž důsledku nebude akciový opční program pro nadměrnou komplikovanost podmínek plnit zamýšlenou roli. Cestou autoregulace je tak nutné hledat hodnotově ospravedlnitelné řešení umožňující jak realizaci funkčních opčních programů, tak soulad s regulací mířící na ochranu kapitálového trhu.

Zmíněná série opatření přijatých za účelem snížení rizika *insider tradingu* mohou současně přispívat i k odstranění mnohých rizik dalších, jež jsou předmětem kritiky opčních programů. Jako příklad lze uvést možnou eliminaci rizika morálního hazardu pramenícího ze skutečnosti, že beneficiant jakožto akcionář a současně člen vedení společnosti v jedné osobě by teoreticky mohl ovlivnit podmínky nabytí akcií ve svůj prospěch. Zakomponování „pojistek“ do akciových opčních programů vynucené regulací na ochranu proti zneužívání trhu však tuto možnost *de facto* neguje.

<sup>73</sup> ZÖLLTER-PETZOLDT, I., HÖHLING, N. Die Annahme von Aktienoptionen als Directors' Dealings. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*. 2018, s. 688 a 690; ROSCHMANN, Ch., ERWE, P. In: HARRER, H. *Mitarbeiterbeteiligungen und Stock-Option-Pläne*. 2., přepr. vyd. München: C. H. Beck, 2004, s. 43; či HARRER, H. *Mitarbeiterbeteiligungen und Stock-Option-Pläne*. 2., přeprac. vyd. München: C. H. Beck, 2004, s. 143.



Současně je nutné korektně uvést, že ani sebestřísněji nastavený opční akciový program neposkytuje absolutní jistotu před zneužitím vnitřních informací. Řešení problému zaskvěceného obchodování by proto nemělo dle mého názoru spočívat pouze v zakotvení ochranných limitů (časových, objemových, věcných, personálních) do jednotlivých akciových programů, ale též na intenzivním plnění informačních povinností, a to (preventivně) i na dobrovolné bázi.

Při posuzování povinnosti publikace vnitřních informací (nejen z pohledu dodržení publikačních povinností, ale i jako prevence před *insider trading*) je současně nutné mít na paměti, že i spuštění akciového opčního programu může představovat kurzotvornou skutečnost. Přestože nelze spoléhat na fungování sebenaplňujících se proroctví, kdy v důsledku publikace informace o schválení akciového opčního programu automaticky dojde k pozitivní reakci trhu, signifikantnímu zvýšení hodnoty akcií a ve výsledku i k potvrzení presumované efektivity programu, je namístě nahlížení rozhodnutí o odměně ve formě akciových opcí jako na potenciální vnitřní informaci vyžadující nakládání v souladu s regulatorními požadavky. Nejistota ohledně kvalifikace informace o opčním akciovém programu jako informace vnitřní ve smysl čl. 7 MAR může vést v praxi ke komplikacím nejen při hodnocení dodržování *ad hoc* povinností publikace vnitřních informací, ale i ve vztahu k aplikaci zákazu zaskvěceného obchodování dle čl. 8 MAR. Jelikož je realizace akciového opčního programu spojena s nabýváním a zcizováním finančních nástrojů, je dle mého názoru namístě eliminace jakýchkoliv rizik, která by mohla ve výsledku ohrozit přínos těchto programů z pohledu motivace odměňovaných osob. Naopak neoznámení informací týkajících se akciového opčního programu by teoreticky mohlo z těchto osob (zbytečně) činit zaskvěcence vystavující se nebezpečí zakázaného jednání. S ohledem na možná rizika spojená s existencí vnitřní informace, zejména pak nebezpečí zaskvěceného obchodování lze proto doporučit co největší transparentnost, byť ve výsledku na dobrovolné bázi. I v případě, že by se nakonec o vnitřní informaci z důvodu nesplnění všech jejích definičních znaků nejednalo, může dobrovolná transparentnost ohledně akciového opčního programu, podmíněk nabytí akcií (zejména jejich ceny a množství) a vymezení konkrétních realizačních fází přinejmenším přispět ke snížení rizika zaskvěceného obchodování odměňovaných osob.