

XIV.

INSIDER TRADING JAKO VHODNÁ
ODMĚNA PRO MANAGEMENT?

JUDr. Josef Kotásek, Ph.D.*

1. Málokterá problematika je předmětem tak dlouhodobých a obsáhlých diskusí jako oblast využívání neveřejných a kurzotvorných informací na kapitálovém trhu. Otázka, zda regulovat – a pokud ano, jakým způsobem – jednání, při kterém zasvěcená osoba (insider) využívá při obchodu s cennými papíry neveřejné vnitřní informace (inside information), příp. kdy tato osoba předává informaci dále, je stálým předmětem diskusí právníků a ekonomů, a to zejména v zahraniční literatuře.

Obecně plaší, že využití informačních privilegií je samozřejmou, aporobvanou a velmi žádoucí složkou hospodářského života. Asymetrické rozdělení informací je v podstatě přirozeným východiskem a také výsledkem každého soutěžního procesu.

Proto je otázkou, proč by obdobné využití důvěrných informací na kapitálovém trhu mělo být omezeno či dokonce úplně zakázáno. Samozřejmě bychom si mohli alibisticky vystačit s odkazem na příslušnou evropskou předlohu (směrnice nebo nařízení) a na nutnost její transpozice a implementace¹. Otázka po smyslu a cfech právní úpravy však má svůj hlubší smysl: ať již

* Odborný asistent na katedře obchodního práva MÚ, Brno

¹ Jde o směrnici 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o transakcích zasvěcených osob a manipulaci s trhem (směrnice o zneužívání trhu), prováděcí směrnici Komise: 2003/124/ES o vymezení pojmu vnitřní informace a manipulace s trhem, směrnici 2003/125/ES o investičních doporučeních a uveřejňování konfliktu zájmů a směrnici 2004/72/ES o přijatelných tržních postupech, definici vnitřní informace ve vztahu ke komoditním derivátům, vedení seznamů zasvěcených osob, hlášení vlastních obchodů s cennými papíry a hlášení podezřelých transakcí; prováděcí nařízení Komise č. 2273/2003 týkající se výjimek pro programy zpětných odkupů a kurzových stabilizačních opatření (stabilizace finančních nástrojů).

jím bude nutková zvědavost vědce, praktická potřeba výkladu (a zjištění jeho hranic) nebo vítaná – a u nás zatím téměř neprobíhající – diskuse mezi právníky a ekonomy.

Evropské vzory jsou výsledkem diskusí, které nás historicky a odborně minuly. *Ratio legis* jednotlivých norem můžeme pochopitelně hledat v preambuli relevantních směrnic. I to je ovšem úsilí, které nemusí mít jednoznačný výsledek, protože mnohé skutečné důvody nám zůstanou – jako u každého projevu moci – skryty. Z uvedených důvodů je vhodné seznámit se se základními polemikami vedenými nad smyslností regulace využití vnitřních informací.

2. Archetypem regulace využití vnitřních informací je právní úprava v USA; v roce 1934 zde byl přijat SEA (Securities Exchange Act), který v reakci na burzovní krach v roce 1929 a související negativní jevy v oblasti kapitálového trhu zavedl podrobnou regulaci obchodu s cennými papíry (tzv. *blue sky law*). Jednou z novinek byla právě i úprava zakazující využití neveřejných informací.

Tato nová legislativa původně nebyla terčem kritiky. Mezi právníky i ekonomy panovala – mnohdy spíše intuitivní a ne vždy empiricky podložená – shoda v tom, že normy omezující transakce zasvěcených osob jsou nutné, účelné a efektivní. S touto relativní harmonií ale radikálně skoncoval Henry G. Manne, když v roce 1966 publikoval svou známou knihu „*Insider Trading and the Stock Market*“². V ní z liberálních pozic podrobil kritice dosavadní právní regulaci a argumentoval naopak pozitivními efekty využívání vnitřních informací na kapitálovém trhu.

Na jeho dílo poté navázala řada liberálních ekonomů zdůrazňujících výhody využití vnitřní informace a argumentujících tím, že využití relevantní neveřejné informace je nikomu neškodícím zločinem bez oběti (*victimless crime*). Zákaz využití vnitřních informací je podle tohoto kritického tábora spíše výsledkem právnických morálních sentimentů³ nebo obecně setrvačností právního řádu neschopného rychlejší sebereflexe.

² Srov. Manne, H. G. *Insider trading and the Stock Market*, New York: The Free Press, 1966.

³ Kotásek, J. in Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. C. H. Beck: Praha 2005, s. 172.

Ovšem i pro ekonomický tábor platí konstatování, že pouze část řešení můžeme považovat za věcně odůvodněnou; mnoho názorů je formulováno zbytečně ostře a bez ohledu na opačná pojetí a připomíná tak spíše vědomé než souhrn vědeckých argumentů. Opoziční vztah ekonomických a právních věd se až zdá potvrzovat Stiglitzovo skeptické konstatování, že „the traditional attitude of each discipline toward the other had been one of indifference. Only gradually has this attitude been replaced by a mixture of cooperation and hostility“⁴.

3. Ve svém příspěvku se pokusím prezentovat a zhodnotit jeden z „klasických“ argumentů používaných proti zákazu využití důvěrných informací. Budu podrobněji polemizovat s pojetím, že *insider trading* je efektivní formou odměny pro management a že by proto měl být – jako alternativní nástroj ke snížení *agency cost* – aprobován.

Předtím však pár slov k otázce, zda jednání označované jako *insider trading* skutečně v určitém relevantním rozsahu existuje. Není totiž zbytečných úvah než těch, které jsou zaměřeny na fakticky neexistující lidské chování. Závěr o (značném) rozsahu zasvěcených transakcí můžeme učinit pro Spojené státy⁵. V Evropě jsou příslušná data daleko méně přehledná. Postací letný pohled do statistik publikovaných na internetových stránkách německého (BAFIN)⁶ nebo italského orgánu dozoru. Pokud bychom vyšli jen z těchto publikovaných údajů, můžeme dospět k optimistickému a velmi unáhlenému závěru, že v Evropě se s využíváním vnitřních informací v podstatě nesetkáme.

Řádově nižší počet odhalených zasvěcených transakcí svědčí ovšem spíše o kvalitě a pravomoci dozorových orgánů, než o vyšší morálce potenciálních evropských zasvěcenců. Americká SEC představuje patrně nejlépe vybavený orgán dozoru na světě a disponuje rozsáhlými pravomocemi a zku-

⁴ Cít. podle *Lahmann, K.* Insiderhandel. Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas. Berlin: Duncker Humblot, 1994, s. 15.
⁵ Statistika publikovaná na stránkách Security and Exchange Commission, www.sec.gov.net.
⁶ Stov. např. výroční zprávy publikované na stránkách německého dozorového orgánu, www.bafin.de.

senostmi. Hlavní náplň činnosti SEC tvoří právě potírání *insider trading*, zatímco v Evropě byla této oblasti věnována spíše jen okrajová pozornost⁷.

Pominout nelze ani vliv mechanismu právní úpravy: v Evropě převládá veřejnoprávní řešení (správněprávní a trestněprávní), což sebou logicky nese nutnost rozsáhlého a sofistikovaného dokazování. Naproti tomu v USA je postih realizován i ve formě civilněprávního řízení a časté je řešení ve formě smíru, kterým se právě odvrací veřejnoprávní postih. Můžeme proto vyjít z toho, že zneužití vnitřních informací v Evropě a ČR se bude vyskytovat přibližně ve stejném rozsahu jako v USA.

4. Argument, že povolené využití vnitřních informací může být vhodnou formou odměny managementu, vychází z tzv. *agency theory*⁹, která se zaměřuje na střet zájmu vlastníkú podílů na společnosti a osob podílejících se na řízení podniku společností (managementu) a ekonomické dopady této kolize. Vychází z nutné dichotomie mezi zájmem vlastníka (principal) na pokud možno dobrém hospodaření společnosti a zájmem managementu (agent) na rozšíření osobního bohatství.

V ideálním případě se oba zájmy shodují. Taková konstelace může nastat v zásadě jen v situaci, kdy je manažer současně vlastníkem. Možná je tak jen u individuálního podnikání fyzické osoby v malém rozsahu. U společnosti, jejíchž nástroje se obchodují na kapitálovém trhu, je to z podstaty věci nerealné: vlastníctví (nepřímou reprezentováním akciemi), ale současně i řízení, je nutné rozptýleno mezi větší počet osob¹⁰. Relevantní rozptyl je ostatně podmínkou přijetí takového cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu¹¹.

⁷ Přístup amerického regulátora, bývá někdy s trochou nadsázky shrnován do přesevěčenání, že „ti, jež byli uvědčeni ze zneužití vnitřní informace, by měli být ponecháni nazí, bez domova a automobilu“ (dle *Comstock, J.* Fenomén zvaný INSIDER TRADING. <http://www.businessinfo.cz>, stav k 20. 12. 2005).

⁸ Podle *Krawetz, W.* Insiderhandel. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1999, s. 19.

⁹ Blíže k tomu např. *Jensen, Meckling*. 3 J. Fin. Econ., 1976, s. 306.

¹⁰ Platí vcelku očekávatelná úměra, že s rostoucí velikostí klesá i podíl, kteří drží majoritu (viz *Demsetz*, 26 J. L. Econ. 375, 388 (1983)).

¹¹ Stov. § 44 odst. 2 písm. i) zák. č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

Je proto třeba sladit zájmy vlastníků a manažerů formou příslušných kompenzací a odměn vázaných na hospodářský výsledek společnosti. Prostředkem mohou být tantiémy, příp. odměny ve formě opcí na akcie společnosti, anebo právě povolené využití neveřejných informací.

Agency theory obrací pozornost na jeden ze zásadních aspektů ovlivňujících rozhodovací procesy v obchodních společnostech: motivaci jednání managementu¹². Finanční prospěch ostatně zůstane hlavním popudem jednání, který se odedávna vnucoval a stále vnučuje lidem všech společenských tříd, všech vyznání a všech historických epoch, agnostikům i skeptikům, analfabetům jako vzdělaným, prostomyslným tak jako bystrým. Je však otázka, zda uvedené aspekty mají hrát klíčovou roli pro rozhodnutí o případné aprobaci využití vnitřních informací.

5. *H. Manne*¹³ vychází z toho, že dohody o využití vnitřních informací mezi vlastníky a managementem mají být možné a dovolené. Možnost profitu ze zaskvěcených transakcí má tvořit motivaci a odměnu pro vyšší management¹⁴. Manažer by tak mohl volit mezi relativně stálou vyšší odměnou a nebo nižším ohodnocením spojeným ovšem s možnostmi dodatečných zisků ze zaskvěcených transakcí na kapitálovém trhu.

Pro vlastníka (principal) by takové řešení mohlo představovat značnou úsporu v nákladech na pracovní sílu, neboť významnou část nákladů by za něj přebíral anonymní kapitálový trh¹⁵. Takto dosažená úspora by současně mohla omezovat nevýhody, které společnosti a akcionářům vznikají

¹² K tomu také *Davis, R. B.* The Bonding Effects of Directors' Statutory Wage Liability: An Interactive Corporate Governance Explanation, Law and Policy, Vol. 24, č. 4/2002, s. 403-431.

¹³ *Manne, H. G.* Insider trading and the Stock Market, New York: The Free Press, s. 131 an., který vychází ze Schumpeterovy teorie, že hospodářský pokrok vytváří podnikatelsky uvažující řídicí struktury ve společnosti. Manne konstatuje, že uvedená funkce může nejvyšší management (*Manne* emphaticky hovoří o „organizer of uncertainties“) plnit pouze tehdy, má-li k tomu dostatečnou motivaci.

¹⁴ *Manne (Manne, H. G.)* Insider trading and the Stock Market, New York: The Free Press, 1966, s. 118) zde přitom rozlišuje mezi kreativním vedením (*entrepreneur*) a prostou správou (*manager*), když pro druhou skupinu má postacovat klasický způsob odměňování a profit z využívání vnitřních informací má náležet pouze prvnímu privilegovanému okruhu.

¹⁵ *Die Hopt, K. J.* Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR č. 1/1991, s. 24.

z využití vnitřních informací¹⁶. Navíc by management motivovala k lepším výkonům – tj. k tvorbě „pozitivních“ informací. Model odměňování ve formě povolených zaskvěcených operací by tak mohl být daleko efektivnější než-li tradiční formy motivace.

6. Argumenty předestřené *H. Manne* a jeho následovníky jsou ovšem z více důvodů sporné¹⁷. V další části svého příspěvku se budu zabývat argumenty proti uvedenému ultraliberálnímu pojetí: údajnou neefektivností tradičních forem odměňování, morálním hazardem navrhovaného modelu, jeho vlivu na rozhodování managementu a konečně jeho nepředvídatelností a neurčitostí pro všechny zúčastněné.

a) K neefektivnosti klasických způsobů odměňování

Nejprve k názoru, že klasické podoby odměňování nejsou dostatečné. Takové tvrzení je bohužel neověřitelné. Potenciální zisky ze zaskvěcených transakcí mohou bezpochyby dosahovat enormních částek¹⁸. Není ale empiricky zjištěno, že by běžné mechanismy odměňování byly neefektivní a ne-dostatečně motivující; stejně emphaticky můžeme plédovat pro vhodnost tradičních forem ohodnocení.

Údajná pozitivita odměňování v podobě využití vnitřních informací zůstane spíše jen neověřitelnou teorií. V praxi budou nepřezkoumatelná, když jen stěží můžeme očekávat, že by některý stát či burza cenných papírů vydala svůj kapitálový trh všanc zaskvěcencům za účelem ověření teoretického ekonomického modelu.

Prosté srovnání s ostatními skupinami zaměstnanců naznačuje, že odměna určená pro (řeceno slovy *H. Manneho*) „organizer of uncertainties“ se vždy umísťuje na horních místech v pomyslném výdělkovém žebříčku –

¹⁶ Blíže k tomu *Ott, Schäfer.* Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland, ZBB, 1991, s. 226-241.

¹⁷ *Stov. Padilla, A.* Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?, The Quarterly Journal of Austrian Economics, Vol. 5, č. 1/2002, s. 3.

¹⁸ Existence zaskvěcených transakcí a výnosy z nich jsou předmětem řady empirických studií a ty dokládají značné výnosy zaskvěcenců, srov. např. *Segburn, H. N.* The Effectiveness of the Insider-Trading Sanctions, Journal of Law and Economics, vol. XXXV, č. 1/1992, str. 149.

měřeno alespoň v absolutních číslech. Odměny, zvláště ty, které jsou poskytovány ve formě akciových opcí, dosahují mnohdy excesivních částek, což vyvolává kritiku odborné i neodborné veřejnosti¹⁹.

b) Morální hazard a závadné podněty

Neomezené využití vnitřních informací vytváří a rozšiřuje morální hazard. Při aprobaci *insider trading* by totiž manažer profitoval nejen z pozitivních ale i z negativních informací. Zásvěcená transakce vychází z nevěřejné a kurzotvorné informace; její charakter je v podstatě irelevantní. Osobní profit manažera by tedy byl zajištěn – alespoň v krátkodobém pohledu – v každém případě. Manažer by inkasoval vždy, bez ohledu na povahu vnitřní informace a také bez ohledu na míru přičinění na vzniku takové informace. Nelze navíc vyloučit, že by se na kompenzaci podílely osoby, které nijak nepřispěly ke vzniku informace (*free riding*).

Samí přímuvci legalizace *insider trading* ovšem uvádí, že odměna v době zásvěcených transakcí není vždy perfektní a nelze ji vázat jen na pozitivní intervence příslušného managementu. I obvyklé formy ohodnocení (např. vazba odměn na hospodářský výsledek) nezabrání totiž tomu, aby někdo nebyl ohodnocen za něco, k čemu svou činností nepřispěl²⁰ nebo naopak nebyl postižen za něco, co sám nemohl ovlivnit. Proto je třeba, jak uvádí H. Manne, vycházet z toho, že „nespravedlnost“ odměny bude časem vykompenzována²¹ a během delšího období bude nalezen adekvátní poměr mezi výkonem a odměnou.

Je pravda, že manažer je někdy ohodnocen za výkon, ke kterému sám nepřispěl a naopak mnohdy bude snášet negativní důsledky stejně neovlivnitelných procesů. A při povoleném využití důvěrných informací by byl manažer ohodnocen za výkon, který ovlivnit mohl (externí vlivy totiž u zásvěcen-

¹⁹ Srov. např. kritická stanoviska in Thüssing, G. Auf der Suche nach dem iustum pretium der Vorstandstätigkeit, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), 2003, s. 458; dále také Körner, M. Die Angemessenheit von Vorstandsbezüge in § 87 AktG, Neue Juristische Wochenschrift, č. 38/2004, s. 2697.

²⁰ Srov. Krauel, W. Insiderhandel. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1999, s. 37.

²¹ Manne, H. G. Insider trading and the Stock Market, New York: The Free Press, 1966, s. 156.

kých transakcí z podstaty věci téměř nehrají roli)²². Nelze ale pominout, že u využití vnitřních informací může manažer těžit i z negativních informací; oslabuje se tak podnět ke tvorbě jen těch „pozitivních“. Pro příslušného manažera bude výhodná i negativní informace, v podstatě bez ohledu²³ na zájmy společnosti. Zásvěcenec je vlastně v pozici držitele *put* i *call* opce současně (tzv. *straddle*)²⁴.

Podceňovat nelze ani související důsledek případné deregulace využití vnitřních informací na kapitálovém trhu: vliv na rozhodování managementu. Mnozí autoři²⁵ zdůrazňují spíše pozitivní efekty případné aprobace zásvěcených transakcí na rozhodování managementu. *Insider trading* pojmají jako vhodný podnět k obchodům, které jsou sice více rizikové, ale také slibují větší zisky²⁶. Jinak řečeno: manažer má nalézt v potenciálním *insider trading* bezpečné „zázemí“: nevyjde-li operace konaná v zájmu společnosti, zbývá by mu „alespoň“ naděje na osobní odměnu ze zásvěcených operací na kapitálovém trhu. Jak uvádí Easterbrook, „the opportunity to gain from insider trading also may induce managers to increase the volatility of the firm's stock prices. The may select riskier projects than the shareholders would prefer, because of the risk pays off they can capture a portion of the gains in insider trading and, if the project flop, the shareholders bear the loss“.

Manažer ale – jak již bylo uvedeno výše – profituje totiž nejen z pozitivních, nýbrž i z negativních informací. Může tak být motivován i k tvorbě negativních informací – rizikovými rozhodnutími, které nejsou ve prospěch společnosti.

Otázkou, zda *insider trading* ovlivňuje riziko či výnos investičních projektů, se zabývali Agrawal s Mendelkerem ve své empirické studii z roku 1987²⁷. Výsledkem jejich bádání je závěr, že s rostoucím počtem akcií a ak-

²² Podle Krauel, W. Insiderhandel. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1999, s. 34.

²³ Odhlédneme-li od jiných disciplinárních opatření.

²⁴ Podle Fürhoff, J. Kapitalmarktrechtliche Ad-hoc-Publikität zur Vermeidung von Insiderkriminalität, Frankfurt nad Mohanem: Peter Land, 2000, s. 70.

²⁵ Např. Ott, Schäfer. Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland, ZBB, 1991, s. 225.

²⁶ Podle Holmström, B. Moral Hazard and Observability, Bell Journal of Economics, č. 10/1977, s. 74–91.

²⁷ Agrawal, A. Mandelker, G. N. Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decision, Journal of Finance, č. 42/1987, s. 823an.

ciových opcí v rukou managementu roste také variabilita investičních výnosů (případně ztrát) a tím i volatilita kurzu akci společnosti. Výsledek studie by mohl nasvědčovat tomu, že investiční riziko mohou ovlivňovat případné zasvěcenské aktivity, resp. pouhá možnost jejich realizace.

c) Neurčitá výše odměny

Proti aprobaci *insider trading* jako formy odměny managementu lze ko-
něně argumentovat její neurčitostí. Přesnější kalkulace je v podstatě ne-
možná²⁸, což oběma aktérům znemožňuje učinit kvalifikované rozhodnutí.
Odměna spočívající v povoleném využití vnitřních informací by se tak mohla
blížit „odměně“ spočívající v předání loterijní sázky ve hře slibující velkou
výhru²⁹.

Zdáleka přitom nejde o nejistotu, která je obvyklá např. u tantiém nebo
obecně u všech odměn vázaných nějakým způsobem na hospodářský výsle-
dek společnosti. Reakce kapitálového trhu na uveřejnění vnitřní informace je
mnohdy nepředvídatelná a navíc kurs ovlivňuje řada vnějších efektů typic-
kých pro vlastní kapitálový trh, jako např. obecná investorská nálada, vlivy
konkurenčních trhů a alternativních možností investování apod.

Obvyklé formy odměňování vázané na hospodářský výsledek či kurs akci
vychází sice (zejména ve druhém případě) z veličin, které manažer nemů-
že ovlivnit svým jednáním a kde také svou roli hrají externí faktory. Vliv
těchto externalit, zejména nepředvídatelnost odměny, je ovšem nestrovná-
telný s nejistotou, se kterou odhadujeme zisky z budoucích zasvěcenských
transakcí.

7. Pro argumentaci reprezentantů *agency theory* mířící ve prospěch
(de)regulace využití vnitřních informací bohužel platí moje konstatování
v úvodu tohoto příspěvku. Empirické ověření hypotéz a modelů je v pod-
statě nemožné. Většina závěrů tak zatím skutečně připomíná spíše vyzná-
ní víry či pouhou agitaci. Zatímco je existence a ziskovost zasvěcenských

²⁸ Scott, K. *Insider trading*, Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy, *Journal of Legal Studies*, č. 9/1980, s. 801.

²⁹ Easterbrook, F. H. *Insider trading*, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, *Supreme Court Review*, č. 11/1981, s. 332.

transakcí potvrzována řadou empirických studií, nelze totéž říci o logicko-
deduktivních modelech vytvářených teorií *principal-agent* pro oblast využití
vnitřních informací.

Argumentační slabost teorie *principal-agent* v otázkách využití vnitřních
informací je navíc, zdá se, dána již samotným jejím zaměřením: příliš se kon-
centruje na řešení konfliktu vlastníků a manažerů a pomíjí přitom význam
vnitřních informací pro samotný kapitálový trh. Společnostní aspekty týka-
jící se *insider trading* jsou samozřejmě významné, nelze je však přeceňovat
a učinit z nich základ argumentace v oblasti, která je daleko komplexnější.
Bude proto třeba zohlednit navazující procesy na sekundárním kapitálovém
trhu a posoudit další vlivy zneužití vnitřních informací.