UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

David Bala

Manipulace s trhem

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Ing. Lenka Dupáková, Ph.D.

Katedra: Národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 24. 6. 2019

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

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 109 622 znaků včetně mezer.

David Bala

V Praze dne 25. 6. 2019

Obsah

Úvod....5
1 Formy manipulace s trhem....8
1.1 Klasické formy tržní manipulace....9
1.1.1 Front Running....9
1.1.2 Squeezing a cornering....12
1.1.3 Pump and Dump....14
1.1.4 Bear raiding....15
1.1.5 Wash trading....16
1.2 Moderní formy tržní manipulace....16
1.2.1 Spoofing a layering....16
1.2.2 Momentum ignition....18
1.2.3 Pinging....20
1.2.4 Fake news....20
2 Legislativní proces pravidel v oblasti zneužití trhu....24
2.1 Lamfalussyho proces....24
2.1.1 Úroveň 1....26
2.1.2 Úroveň 2....26
2.1.3 Úroveň 3....30
2.1.4 Úroveň 4....31
3 Historický vývoj....32
3.1 Tržní manipulace před evropskou harmonizací....32
3.1.1 Spojené království 17. – 18. století....32
3.1.2 Spojené království - 19. století....33
3.1.3 Spojené království - 20. století a současnost....35
3.2 Vývoj v rámci evropské integrace....36
3.2.1 Počátek – nezávazná doporučení....36
3.2.2 Bílá kniha a příprava směrnic Evropské komise....37
3.2.3 Market Abuse Directive – směrnice o zneužívání trhu....39
3.2.4 Market Abuse Regulation – nařízení o zneužívání trhu a Market Abuse Directive II – směrnice o zneužívání trhu....41
4 Nynější právní úprava manipulace s trhem....45

4.1 Oblast působnosti zákazu tržní manipulace 45
4.2 Formy jednání spadající do působnosti zákazu tržní manipulace 51
Závěr 53
Seznam použitých zdrojů 55
Seznam zkratek 60
Seznam grafů a schémat 61

Úvod

Finanční trhy (zejména kapitálové) představují v dnešní době jeden ze základních pilířů, na kterých stojí celý společenský systém. Díky globalizaci a celkové propojenosti světa se ale stávají čím dál více křehčí a náchylnější ke zneužití. Důsledkem zneužití pak může být narušení tržní rovnováhy, která v horších případech nepřímo negativně ovlivní i osoby, které nejsou aktivními účastníky finančních trhů. Právní regulace v této oblasti je proto nezbytná.

Jako jednu z forem zneužití trhu lze považovat manipulaci s trhem. Manipulace s trhem je velmi dynamicky rozvíjející se oblast, která koreluje s exponenciálním rozvojem informačních technologií a jejich využitím v obchodování na finančních trzích. Právní úprava stanovující mantinely jednání tedy spíše vždy až reaguje na chování subjektů na trzích, než aby dokázala předvídat a regulovat už ex ante. Nicméně též i právní úprava prošla za několik desítek let velmi dynamickým rozvojem, ve kterém se těžko orientují i odborníci. Dle autora se díky tomuto fenoménu vytváří prostor pro zmapování geneze a dalšího vývoje úpravy. Motivací mu byla právě jeho snaha o uchopení problematiky, při které velmi záhy zjistil, že k tématu není moc relevantních zdrojů.

Dnes je v oblasti tržní manipulace na území Evropské unie stěžejní normou nařízení o zneužívání trhu (MAR).[1] Nařízení rozlišuje tři formy zneužití trhu – obchodování zasvěcené osoby, nedovolené zpřístupnění vnitřní informace a manipulaci s trhem. Česká právní úprava i literatura je v oblasti zneužití trhu velmi strohá, a to hlavně z důvodu nedostatečné velikosti finančních trhů v České republice. Na poli trestního práva se manipulaci věnuje § 250 TZ,[2] který upravuje trestný čin *manipulace s kurzem investičních nástrojů*. Před nařízením MAR byla manipulace s trhem definována v §126 ZPKT[3], ten ale byl novelou ZPKT zrušen.[4] Definici tedy najdeme pouze v evropském nařízení[5]. Počet případů, které řešily české soudy je pramálo. Práce se tedy nebude

[1] 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 směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES, dále jen MAR nebo nařízení MAR – z anglického „Market Abuse Regulation".
[2] Zákon č. 40/ 2009 Sb., trestní zákoník.
[3] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.
[4] Právě kvůli adaptaci k nařízení MAR.
[5] A na něj navázaných právních aktech – viz dále.

omezovat pouze tuzemskem. Naopak, díky efektu globalizace a provázanosti všech finančních trhů (některé akciové tituly jsou například kótované na více burzách v různých státech) by bylo nesprávné při shromažďování právních poznatků se omezovat pouze jedním státem. Cílem ale není rozebírat tržní manipulaci ve spojitosti s právem trestním, které je odlišné v jednotlivých členských státech Evropské unie,[6] ať už v pojetí zavinění či v některých skutkových podstatách.[7] Práce tedy cílí hlavně na harmonizaci právní úpravy v rámci evropské integrace. Jelikož na právním poli EU a v angloamerické právní kultuře jde regulace ruku v ruce s judikaturou (dvě největší finanční centra jsou Londýn a New York[8]), práce se letmo dotkne vybraných důležitých případů, které měly velký vliv na formování právního prostředí obchodování na finančních trzích.

Dalším cílem je navrhnutí nového teoretického třídění forem tržní manipulace, které má sloužit k lepšímu strukturování dané problematiky a má se pokusit přinést systém do oblasti, která jej postrádá. Hlavní motivací zde byla (opět) absolutní absence v českých zdrojích. To se zdá býti na první pohled logické, jelikož český trh je velmi malý. To ale nic nemění na tom, že jedním ze základních pilířů celého společenského systému, na kterém vše stojí, jsou právě finanční trhy. A právě z tohoto důvodu by si problematika zasloužila větší pozornost.

K tématu práce má autor velmi blízký vztah, má za sebou dvouletou zkušenost v investiční společnosti, kde sám obchodoval na několika světových trzích s akciemi. Sekundárním důvodem, proč si téma vybral, bylo právě překvapení, jak velkou vlnu nejistoty jednotlivé evropské regulace přinášejí i do velkých zavedených společností. Terciárním důvodem byly velké manipulace s trhem na burze cenných papírů v Istanbulu (která samozřejmě nespadá do právního režimu evropských regulací, ale může sloužit velmi dobře ke komparaci „co by zde mohlo být, kdyby tu evropská regulace nebyla“), což ho také motivovalo se do tématu hlouběji ponořit a lépe mu porozumět.

Práce je členěna do čtyř kapitol. V první kapitole práce se autor pokusil vytvořit nové členění forem manipulace a ty nejběžnější a nejvýznamnější jsou dále vymezeny a povrchově zanalyzovány. Třetí kapitola je věnována historickému vývoji regulace tržní manipulace, s akcentem na Spojené království (které hrálo nejvýznamnější roli v období

[6] Dále jen „EU“.
[7] Základní skutková podstata je ale harmonizována – více viz níže.
[8] THE GUARDIAN. *London still world's top financial centre despite Brexit, says survey* | Business | [online]. [cit. 09. 10. 2018]. Dostupné z: https://www.theguardian.com/business/2017/sep/11/london-financial-centre-brexit-frankfurt-dublin-new-york-donald-trump.

před evropskou integrací) a právní úpravu v rámci evropské integrace. Druhá kapitola je věnována legislativnímu procesu v oblasti tvorby pravidel zneužití trhu, která doplňuje zejména kapitolu třetí – historický vývoj – její druhou část – regulaci v rámci evropské integrace. Čtvrtá kapitola přirozeně navazuje na předchozí kapitolu (a podkapitoly) a věnuje se aktuální právní úpravě a jejímu rozsahu působnosti a blíže charakterizuje formy jednání, které spadají pod zákaz tržní manipulace v kontextu evropské právní úpravy.

V práci jsou použity metody analýzy, syntézy, explanace a deskripce.

1 Formy manipulace s trhem

Finanční trhy se neustále vyvíjí a s nimi se i rozšiřují formy manipulace. Primárním cílem této kapitoly je představení nového teoretického třídění. Autor se zde dále pokusí nashromáždit poznatky o nejčastějších formách manipulace. Výčet ale zůstane vždy pouze demonstrativní, protože formy jsou limitovány pouze představivostí člověka.

Pro účely této kapitoly si autor rozdělil formy manipulace do dvou základních skupin. První skupinu lze nazvat jako *klasické formy manipulace*, které jsou prováděny zpravidla lidskými účastníky (v dnešní době to ale není podmínkou) a míří proti dalším lidským účastníkům na trhu. Cílem je zkreslit či úplně deformovat cenu daného finančního instrumentu a posléze se obohatit na úkor ostatních subjektů na trhu, které o této skutečnosti nevědí. To se děje například pomocí posílání falešných signálů trhu, sdílením nepravdivých informací za účelem podvodu, narušením tržní rovnováhy využitím velkého množství kapitálu (se schopností výrazně ovlivnit a deformovat cenu) ke svým podvodným účelům. Mezi ***klasické formy tržní manipulace*** můžeme zařadit zejména: front running, squeezing, cornering, wash trading, bear raiding,[9] pump and dump[10].

Druhou skupinu lze pojmenovat jako ***moderní formy tržní manipulace***. Sem můžeme zařadit ty formy, které jsou více spjaty s informačními technologiemi a obchodujícími algoritmy. Tyto manipulace zneužívají[11] jejich způsob získávání informací (podle kterých následně přizpůsobují svoji strategii obchodování) či způsob jejich vnitřní komunikace. Základní cíl je stejný jako u *klasických forem tržní*

[9] GIBBS LAW GROUP CLASS ACTION, INJURY AND WHISTLEBLOWER ATTORNEY. Market *Manipulation Examples & Cases | Example: Manipulating Markets.* [online] [cit. 08. 10. 2018]. Dostupné z: https://www.classlawgroup.com/securities-fraud/stock/market-manipulation/examples/.

[10] Poznámka k cizím názvům: V žádném relevantním českém zdroji se nepřekládají (pravděpodobně z důvodu jejich novoty). Autor je tedy nadále užívá v originálním znění.

[11] Anglicky „exploit“ – v odborných kruzích se používá počeštěné sloveso „exploitují“ z důvodu lepší přiléhavosti slova.

manipulace. Patří sem zejména: spoofing, layering, momentum ignition,[12] pinging a fake news.[13]

1.1 Klasické formy tržní manipulace

1.1.1 Front Running

Pojem *front running* pochází z dvacátých let dvacátého století, kdy obchody byly uskutečňovány prostřednictvím papírových dokumentů, které se přenášely mezi jednotlivými makléři. Za normálních okolností se v obchodujícím meziprostoru chodilo, ale stávalo se, že některý z makléřů běžel přes celou halu, aby stihl nakoupit nějaký titul na svoji knihu, těsně předtím, než se zobchoduje velký příkaz klienta, který zvýšil cenu akcie (run in front → *front running*)[14]. Poté, co akcie podražila v důsledku nákupu klienta, makléř ji prodal. O *front running* se též jedná, pokud makléř sdělí informaci o plánovaném obchodním příkazu nějaké jiné (blízké) straně, která na tom posléze vydělá obdobným principem. Tato praktika je na všech vyspělých trzích zakázána[15], ale používána dodnes[16] (akorát se vše už odehrává v elektronické podobě, prapůvodní princip se ale za sto let nezměnil). Nejpřekvapivější ale je, v jak velké míře.

Studie[17] z roku 2008 uvádí velmi přesvědčivé důkazy, že *front running* probíhá i na Wall Street. Autoři Khan a Lu analyzovali krátké prodeje[18] v letech 2005-2007 ve dnech, kdy výkonný ředitel společnosti[19] (CEO) společnosti se zbavoval části svých akcií. Krátký prodej zde může být profitabilní ze dvou důvodů: 1) CEO tím dává informaci o tom, jaký je jeho budoucí výhled na cenu společnosti 2) pokud je transakce dostatečně velká, může pohnout s trhem. CEO je dle zákona povinen ohlásit obchod regulatornímu orgánu (ve Spojených státech amerických to je *Securities Exchange*

[12] DRAUGHON, Tayloe. *Momentum Ignition: Arson for Financial Markets.* Finextra Research: Latest FinTech (financial technology) news, analysis, interviews and features. [online]. [cit. 08.10.2018]. Dostupné z: https://www.finextra.com/blogposting/13080/momentum-ignition-arson-for-financial-markets.
[13] PICARDO, Elvis. *High-Frequency Trading Terminology.* Investopedia – Sharper Insight. Smarter Investing. [online [cit. 08. 10. 2018]. Dostupné z: https://www.investopedia.com/articles/active-trading/042414/youd-better-know-your-highfrequency-trading-terminology.asp.
[14] LEFEVRE, Edwin. *Reminiscences of a stock operator*. Hoboken, N.J.: J. Wiley, 2006. Wiley investment classics, Str. 116.
[15] Na půdě EU jej upravuje nařízení MAR, jakožto insider dealing, srov. FCA Handbook MAR 1.3.2. odst.2
[16] Viz například SEC v. Daniel Bergin and Jaqueline Zaun nebo USA v. Mark Johnson and Stuart Scott
[17] KHAN, MOZAFFAR a LU HAI. *Do Short Sellers Front-Run Insider Sales?* (January 28, 2011). MIT Sloan Research Paper No. 4706-08. SSRN [online]. [cit. 09. 10. 2019]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1140694.
[18] Z anglického „short-sales".
[19] Dále jen CEO.

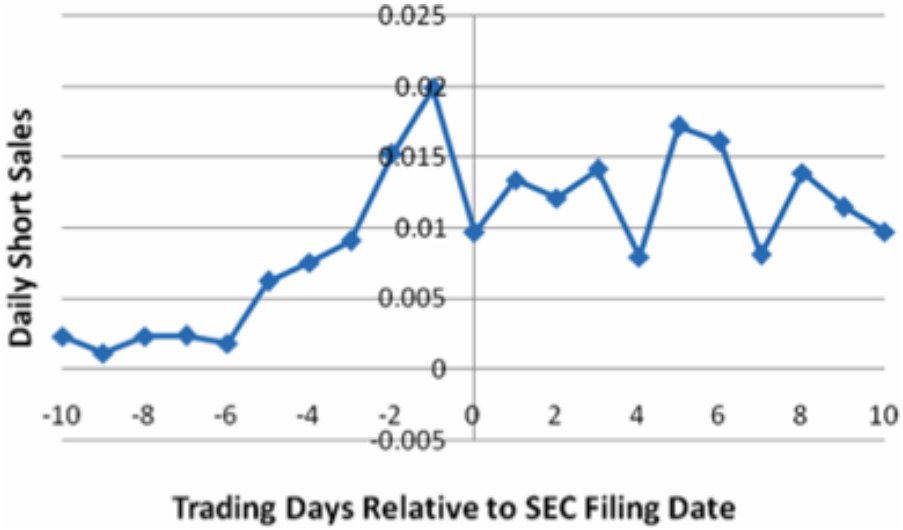
Commission[20]) do 2 dnů.[21] Ten ji pak posléze okamžitě zveřejňuje. Z logiky věci tedy lze vyvodit, že pokud zde odehrává nějaký *front running*, tak ve chvíli, kdy je tato informace zveřejněna, by měly poklesnout objemy krátkých prodejů.

[20] Dále jen SEC.
[21] SEC. *Officers, Directors and 10 % Shareholders*. SEC.gov | HOME [online] [cit. 09. 10. 2019]. Dostupné z: https://www.sec.gov/smallbusiness/goingpublic/officersanddirectors .

Graf č. 1 – Front running studie[22]

Zdroj: KHAN, MOZAFFAR a LU HAI. *Do Short Sellers Front-Run Insider Sales?* (January 28, 2011). MIT Sloan Research Paper No. 4706-08. SSRN [online]. [cit. 09. 10. 2019]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1140694

Graf č. 2 – Front running studie[23]



Zdroj: KHAN, MOZAFFAR a LU HAI. *Do Short Sellers Front-Run Insider Sales?* (January 28, 2011). MIT Sloan Research Paper No. 4706-08. SSRN [online]. [cit. 09. 10. 2019]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1140694

[22] Krátké prodeje před a potom, co se CEO na trhu zbavil části akcií své společnosti – na ose X je nula den, kdy proběhl obchod.

[23] Nula na ose X je den, kdy CEO zveřejnil informaci regulatornímu orgánu (a ten posléze informaci zveřejnil veřejnosti). Poznámka: SEC je orgán dohledu na finančními trhy ve Spojených státech amerických.

Z **grafů č. 1 a č. 2** vyplývá, že objemy krátkých prodejů jsou největší v den, kdy CEO prodával své akcie (graf č. 1) a největší objemy jsou cca den předtím, než se dozví ostatní účastníci trhu, že CEO prodal své akcie (graf č. 2). Celkový počet prodejů za měřené období byl větší o 3 miliardy amerických dolarů, než byl průměr.[24]

1.1.2 Squeezing a cornering

Squeezing a cornering jsou nejstarší formy manipulace, které se datují už do starověkého Řecka.[25] *Cornering* nastává ve chvíli, kdy jedna či více stran získá velké (blížící se 100 % z volného oběhu[26] – čímž získává monopol) množství daného finančního instrumentu a tím kontroluje jeho dodávku a cenu.[27] Ti, kteří mají otevřenou krátkou pozici, jsou pak nuceni ji uzavřít za velmi nevýhodných podmínek, které si určuje protistrana - instrument musí strana s krátkou pozicí dodat a jelikož protistrana s dlouhou pozicí ovládá i trh s půjčkami, má strana s krátkou pozicí možnost půjčit si instrument pouze od ni, díky čemuž je tzv. „zatlačena do kouta“ (z anglického corner = kout/roh). V této situaci má pak na výběr mezi uzavřením pozice za velmi nevýhodnou cenu (tj. nakoupením instrumentu a tím srovnání své pozice minimálně na nulu), kterou určuje protistrana, nebo si půjčí za stejně nevýhodných podmínek (zpravidla za obří poplatek).

Squeezing je méně extrémní forma *corneringu*, kdy jedna či více stran má nezanedbatelně velké množství a daného instrumentu a tím má velký vliv na jeho cenu a dodávku.[28] Obě formy manipulace obvykle potřebují velké množství kapitálu, aby se dosáhlo jejich účelu. V dnešní době nejsou už tak časté a stávají se spíše na méně vyspělých trzích (z důvodu jejich nedostatečné regulace) a málo likvidních aktivech (z důvodu velké kapitálové náročnosti).

---

[24] Autor zároveň může z vlastního pozorování a zkušeností potvrdit, že toto se děje i na evropských regulovaných trzích.

[25] ARISTOTELÉS. *Politika*. Druhé vydání. Praha: Petr Rezek, 1998. ISBN 80-86027-30-9. Str. 59-60 – Podle Aristotela dokázal Thales z Milétu ovládnout trh s olivovým olejem. Povedlo se mu totiž už v zimě odhadnout, že bude velká úroda oliv, pronajmul si velké množství lisů na olivový olej a ve chvíli, kdy nadešel čas úrody, tak si díky svému monopolu mohl nadiktovat podmínky.

[26] Vlastnická struktura společnosti může být rozdělena na akcie ve volném oběhu (tzn. typicky na sekundárním trhu – např. burze) a akcie, které nejsou ve volném oběhu (tzn. vlastník si je zpravidla neopatřil na sekundárním trhu). 100 % akcií z volného oběhu se tedy nerovná 100 % všech akcií.

[27] Definice volně přeložena z Cargill Inc. v. Hardin (odstavec 1162) – případ z roku 1971, který definoval pojem na instrumetnu futures s komoditami.

[28] Tamtéž.

Graf č. 3 – Příklad corneringu

Zdroj: TRADINGVIEW. *AVGYO Stock Price and Chart — BIST: AVGYO.* TradingView. Free Stock Charts, Stock Quotes and Trade Ideas — TradingView [online]. [cit. 27.03.2019]. Dostupné z: https://www.tradingview.com/symbols/BIST-AVGYO/

Na **grafu č. 3** můžeme sledovat vývoj ceny akcie s tickerem[29] AVGYO kótované na Istanbulské burze, který byl zapříčiněn *corneringem* – titul udělal pohyb 600 % během několika měsíců bez jakéhokoliv fundamentu. Manipulující osoba na nejvyšších bodech ovládala přes 90 % volně dostupných akcií a posléze naprostou většinu prodala. V průběhu manipulace profitovala na protistranách, které držely na začátku a uprostřed pohybu krátké pozice (manipulující osoba pracovala podle schématu nastíněného výše), a protože celý průběh trval půl roku, tak i na účastnících, kteří v posledním úseku, kde se akcií zbavoval (a cena šla dolů), akcii nakupovali díky anomálně velkému pohybu za velmi krátkou dobu (z ceny 6 na 1.6 trval pohyb necelý měsíc).[30] Tento případ zůstal (stejně jako vícero podobných více či méně úspěšných) bez povšimnutí místního regulátora - *Capital Markets Board of Turkey*[31] i když teoreticky se jednalo o porušení tureckého zákona č. 4054,[32] který zakazuje zneužití dominantní pozice (tak se zpravidla

[29] Tickerem se rozumí označení finančního nástroje (zpravidla několik písmen) za účelem jeho snadnější identifikace, viz např. PATRIA.CZ. *Ticker*. Investice, ekonomika a finance, kurzy, akcie, měny a komodity - *Patria.cz* [online]. [cit. 19. 01. 2019]. Dostupné z: https://www.patria.cz/slovnik/492/ticker.html
[30] Zdrojem je pozorování a přímá účast autora na trhu v roce 2017 a 2018.
[31] CAPITAL MARKETS BOARD OF TURKEY. *Capital Markets Board of Turkey* [online]. [cit. 10. 10. 2018]. Dostupné z: http://www.cmb.gov.tr/.
[32] Srov. čl. 6 zákona: Turkey: Law No. 4054 of December 12, 1994, on the Protection of Competition. [cit. 10. 10. 2018]. Dostupné z: http://www.wipo.int/wipolex/en/text.jsp?file_id=245123.

dané jednání právně kvalifikuje[33]). Vzhledem k velikosti istanbulské burzy (je přibližně patnáctkrát větší než burza cenných papírů v Praze, pokud srovnáme objem obchodních transakcí) [34] se jedná o vcelku zajímavý úkaz, ačkoliv se děje na těch nejméně likvidních akciích, které nemají velký vliv na celkový objem.

1.1.3 Pump and Dump

Pump and Dump taktika vešla do povědomí široké veřejnosti s nástupem kryptoměn, svůj počátek má ale už v roce 1720, s tzv. Jihomořskou bublinou.[35] Schéma funguje na principu, kdy manipulující osoba si nakoupí určitý finanční nástroj, který pak veřejně propaguje. V minulosti se to uskutečňovalo například telefonáty, dnes už spíše přes „spam" e-maily, sociální sítě, podvodné webové stránky atp. Po propagaci přichází první část pohybu, *pump*, kterou aktivně způsobí manipulující osoba, aby podpořila své tvrzení. To znamená, že nakupuje, krátkodobě zvýší poptávku po aktivu a tím se krátkodobě zvýší jeho cena. Tím započne umělé nafukování ceny, do kterého se posléze přidají další účastníci, které manipulátor nalákal propagací – kupci, kterým postupně začne dělat protistranu. Se zvyšující cenou prodaný objem zpravidla lineárně navyšuje a „ideálně" manipulátor prodá co nejvíce na nejvyšší ceně (a tudíž s co nejvyšším ziskem). V tento moment nastává druhá fáze, *dump*, kdy se postupně začnou nástroje zbavovat i ostatní účastníci, kteří naletěli ve snaze „ztratit co nejméně". Poté zpravidla přichází korekce.[36] Nejvíce zranitelná jsou aktiva na neregulovaných trzích, o kterých nelze najít dostatek informací, aktiva s nižší kapitalizací a u kterých je kurzotvorný i malý objem obchodních transakcí – nejběžněji to budou tzv. haléřové akcie[37] a (v posledních dvou letech) kryptoměny na neregulovaných trzích.

---

[33] US LEGAL, INC..*Cornering the Market Law and Legal Definition*. USLegal, Inc.. Legal Definitions Legal Terms Dictionary [online]. [cit. 10. 10. 2018]. Dostupné z: https://definitions.uslegal.com/c/cornering-the-market/.

[34] Srovnání objemů dostupných online: BORSA ISTANBUL A.Ş. *Consolidated Data*. [online]. Borsa İstanbul [cit. 10. 10. 2018]. Dostupné z: http://www.borsaistanbul.com/en/data/data/consolidated-data a BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA (PRAGUE STOCK EXCHANGE). *Objemy obchodů: Prague Stock Exchange.* BCPP: Prague Stock Exchange [online] [cit. 10.10.2018]. Dostupné z: https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/objemy-obchodu/.

[35] Růst akcií South Sea Company (Jihomořské společnosti) spustil boom v zakládání nových společností, které slibovaly rychlé zisky, aniž by se o nich cokoliv vědělo a měly sliby reálně podloženy. Během několika měsíců ale tyto bubliny splaskly. Srov. LIPOVSKÁ, Hana. *Moderní ekonomie: jednoduše o všem, co byste měli vědět*. Praha: Grada, 2017. ISBN 978-80-271-0120-7. Str. 176.

[36] DHIR, Rajeev. *Pump and Dump Definition.* Investopedia - Sharper Insight. Smarter Investing. [online]. [cit. 10. 10. 2018]. Dostupné z: https://www.investopedia.com/terms/p/pumpanddump.asp.

[37] Z anglického „penny stocks" – ve Spojených státech amerických (kde mají velkou tradici) je na ně bohatá judikatura i regulace (každý stát má svoji a na federální úrovni vše zaštiťuje SEC), tímto pojmem myslí autor tituly na neregulovaných trzích.

Pump and dump schémata jsou na všech vyspělých regulovaných trzích nelegální, právně se kvalifikují jako podvod.[38] Jak již bylo zmíněno výše, hlavním problémem jsou neregulované trhy. Regulatorní orgány se tomu alespoň snaží předcházet vydáváním varovných prohlášení.[39]

Graf č. 4 - Pump and Dump schéma

Zdroj: BOCCONI STUDENTS INVESTMENT CLUB (BSIC). *Tips and tricks for manipulating the market (and getting punished for it).* Bocconi Students Investment Club-Bocconi Students Investment Club [online]. [cit. 08. 10. 2018]. Dostupné z: http://www.bsic.it/marketmanipulation/

Ke **grafu č. 4**: Na ose X jsou ve sloupcích znázorněny objemy – na vrcholu jsou největší, zde se totiž manipulující osoba zbavila největší části svého podílu (tvořila totiž hlavní protistranu). V *dump* fázi lze sledovat lineárně klesající velikost objemů.

1.1.4 Bear raiding

Praktika *bear raiding* je velmi podobná *pump and dump* strategii, akorát má za cíl snížit danému finančnímu nástroji cenu. Manipulující osoba tak činí šířením negativním zpráv. Zpravidla tak koná z důvodu velké krátké pozice – po stlačení ceny pak pozici uzavírá se ziskem. Alternativně se může jednat o koordinovaný (tzn. více osob) výprodej

[38] V angloamerické právní kultuře „securities fraud“, viz např. *U.S. v. Gallison,* 1:15-cr-00178 (E.D. Va.)
[39] Viz např. prohlášení CTFC z 15. února 2018. Viz CTFC. *Customer Advisory: Beware Virtual Currency Pumd-and-Dump Schemes*. [cit. 24. 03. 2019] Dostupné z: https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@customerprotection/documents/file/customeradvisory_pumpdump0218.pdf.

aktiva za účelem stlačení jeho ceny. *Bear raiding se* právně kvalifikuje stejně jako *pump and dump* strategie.[40]

1.1.5 Wash trading

Wash trading strategie, kde jedna či více manipulujících stran vytváří falešné obchodní transakce s cílem zvýšit uměle jejich objemy či změnit cenu aktiva ve svůj prospěch. Manipulující osoba tak může činit například nákupem i prodejem aktiva za stejnou cenu (čímž zvýší uměle objem, vytvoří iluzi zájmu o titul a přiláká další investory, kteří by titul jinak neobchodovali) nebo uskutečňováním obchodních transakcí malého množství aktiva za nevýhodnou cenu (tím uměle vytváří cenový pohyb, což opět může přilákat další účastníky).[41] Jako *wash trading* se též považuje případ, kde makléř uskutečňuje obchodní transakce, které se navzájem „vykrátí" (tzn. nevznikne žádná expozice[42]) za účelem naúčtování nákladů klientovi, které by jinak naúčtovat nemohl (této metodě se též říká *churning*).[43] Na všech vyspělých trzích je tato forma manipulace zakázána, burzy mají standardně jako jednu z podmínek účasti právě zákaz *self-matchingu*,[44] respektive implementování technického opatření do systému účastníka.[45]

1.2 Moderní formy tržní manipulace

1.2.1 Spoofing a layering

Spoofing je strategie, při níž manipulující osoba rozbíjí rovnováhu v trhu vytvářením enormně velkých příkazů za limitní cenu bez intence je zobchodovat (tzn. bez dobré víry). Tímto jednáním vytváří falešnou představu o ceně. Ve stejný okamžik osoba posílá mnoho (mohou to být i stovky až tisíce, není to ale podmínkou) malých příkazů za limitní cenu na opačnou stranu, které mu ostatní účastníci na trhu budou mít

---

[40] US LEGAL.INC. *Bear Raid Law and Legal Definition.* Legal Definitions Legal Terms Dictionary | USLegal, Inc. [online]. [cit. 13. 10. 2018]. Dostupné z: https://definitions.uslegal.com/b/bear-raid/.

[41] Wash Trading Law and Legal Definition | USLegal, Inc.. *Legal Definitions Legal Terms Dictionary | USLegal, Inc.* [online]. Copyright © Copyright 1997 [cit. 13. 10. 2018]. Dostupné z: https://definitions.uslegal.com/w/wash-trading/.

[42] Z anglického „exposure".

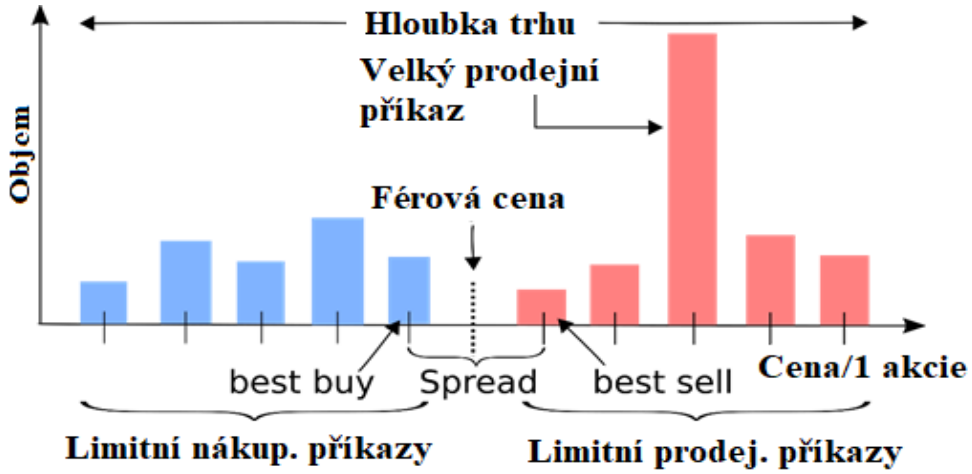
[43] Srov. např.: DAKERS, Marion. *Tullett Prebon confirms FCA investigation into its 'wash trades'.* Telegraph. The Telegraph - Telegraph Online, Daily Telegraph, Sunday Telegraph - Telegraph [online]. [cit. 13. 10. 2018]. Dostupné z: https://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/11215973/Tullett-Prebon-confirms-FCA-investigation-into-its-wash-trades.html.

[44] Tím se rozumí obchodní transakce, kde chybí protistrana (tzn. účastník obchoduje sám se sebou).

[45] Ve Spojených státech amerických se jedná o zakázanou praktiku dokonce už od roku 1936, od vydání Commodity Exchange Act, srov. MARKHAM, W. Jerry. *Prohibited Floor Trading Activities Under the Commodity Exchange Act*. 58 Fordham L. Rev. 1 (1989).

větší tendenci zobchodovat – právě z důvodu enormně velkého příkazu na straně druhé. Po zobchodování malých příkazů (či těsně před exekucí velkého příkazu) manipulující osoba velký příkaz ruší a cena se vrací do neumělé hladiny.[46] Metoda začala být populární s nástupem vysokofrekvenčního obchodování[47] (HFT) – vše se totiž zpravidla děje za pomocí algoritmů v rámci sekund (což manuálně člověk nedokáže). Velmi často se právě jedná o algoritmy, které zneužívají rychlých reakcí dalších HFT algoritmů, které reagují na jakoukoliv velkou změnu v hloubce trhu. Jejich obchodní transakce pak spouští řetězovou reakci, kdy další algoritmy (které např. reagují na obchodní transakce) vytváří „efekt sněhové koule“[48].

Schéma č. 1 – Spoofing



Zdroj: Převzato a přeloženo podle: MIRANDA, Enrique Martinez. *Robor Learining Lab* [online]. [cit. 14. 11. 2018]. Dostupné z: https://nms.kcl.ac.uk/rll/enrique-miranda/index.html

Na **schématu č. 1** můžeme pozorovat simulovanou názornou ukázku *spoofingu*, kde manipulující strana ve skutečnosti chce nakupovat. Vytvořením falešného velkého limitního příkazu na prodej dává zkreslenou představu trhu o zvýšené nabídce. Cena tedy pravděpodobně poklesne, čehož využije tím, že nechá zobchodovat zakótované limitní příkazy na straně nákupu (a nakoupí tak za nižší cenu), Ve chvíli, kdy by se první dva limitní prodejní příkazy před ním zobchodovaly, příkaz zruší, aby nedošlo k jeho zobchodování.

[46] CORPORATE FINANCE INSTITUTE. *Spoofing - Overview, How it Works and Current Legislation.* Financial Modeling Courses & Training - Financial Analyst Certification [online] [cit. 14. 11. 2018]. Dostupné z: https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/spoofing/.
[47] Z anglického „high-frequency-trading“, dále jen HFT.
[48] Efektem sněhové koule je zde myšlena reakce na reakci – algoritmy fungují na různých principech, každý může reagovat na jiný signál v trhu. Ve chvíli, kdy jich ale postupně začne reagovat většina, může to vyvolat velké pohyby ceny (aniž by byla něčím reálně podložena).

Spoofing je explicitně zakázán ve Spojených státech amerických od roku 2010 s účinností Dodd-Frank Act.[49] Ve Velké Británii není *spoofing* právně definován, nicméně místním orgánem dohledu FCA zakázán.[50] Nařízení MAR *spoofing* přesně nedefinuje[51] a zatím neexistuje k této problematice jakákoliv judikatura. Hlavní problém totiž tkví v náročnosti udržení důkazního břemene na regulátorovi,[52] tudíž se ve velkém děje dodnes.[53]

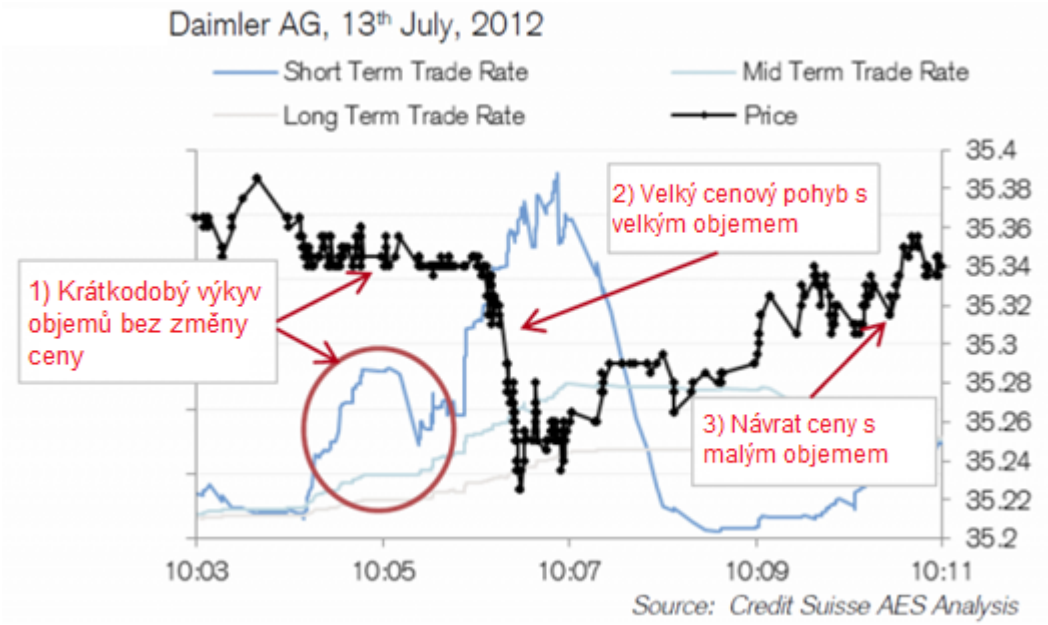
Layering je určitý druh *spoofingu,* kdy manipulátor využívá stejného schématu, tzn. pokud je zde zvýšená poptávka (nabídka), cena půjde nahoru (dolů). Osoba tak ale činí mírně odlišným způsobem – místo kótování jednoho velkého příkazu kótuje vícero příkazu malých. Opět tak ale činí bez dobré víry je zobchodovat a jejím hlavním cílem je zobchodovat příkazy na druhé straně za cenu vyšší.

1.2.2 Momentum ignition

Momentum ignition je praktika, při které je úmyslem manipulátora způsobit velký cenový pohyb během krátké doby pomocí jedné či více obchodních transakcí (tvořící určitý pravidelný vzorec), které mají zapříčinit reakci obchodujících algoritmů ostatních účastníků na trhu. Této reakce pak manipulátor může využít zejména tím, že vytváří účastníkům protistranu při obchodní transakci za již vychýlenou cenu v jeho prospěch (měl například už předem připravenou pozici, kterou ziskově uzavře).

[49] Srov. Dodd-Frank Act, Část 747.
[50] Slovy FCA *"Abusive strategies that act to the detriment of consumers or market integrity will not be tolerated"* – citováno ze sekundárního zdroje: MILLER, David; STERLING, Josh; YONGE William. *Spoofing the order book: UK and US regulators take aim*. Financier Worldwide Magazine. [online]. [cit. 10. 11. 2018]. Dostupné z: https://www.financierworldwide.com/spoofing-the-order-book-uk-and-us-regulators-take-aim/#.Ws-eSpdrzcs/.
[51] K definici viz kapitola 3.2 a 4.
[52] HEINZ, Joseph. D. *Spoofing: Ineffective Regulation Increases Market Inefficiency*. 67DePaul L. Rev. (2018). Str. 86-91. [cit. 10. 11. 2018] Dostupné z: https://via.library.depaul.edu/law-review/vol67/iss1/.
[53] Případů, které by stanuly před soudem je velmi málo, když už se ale před soud nějaký dostane, jedná se o velké procesy. Viz např. případ z ledna 2018, kdy tři velké banky Deutsche Bank, HSBC a UBS byli pokutovány CTFC za jednání jejich zaměstnanců v celkové hodnotě několika desítek milionů dolarů. Srov. U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION - U.S. CFTC. C*FTC Files Eight Anti-Spoofing Enforcement Actions against Three Banks (Deutsche Bank, HSBC & UBS) & Six Individuals*. U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION. [online]. [cit. 10. 11. 2018]. Dostupné z: https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7681-18.

Graf č. 5 – Příklad momentum ignition



Zdroj: Převzato a přeloženo podle: TSE, Jonathan. LIN, Xian. DREW, Vincent. *Credit Suisse AES Analysis – High Frequency Trading – Measurement, Detection and Response*. Credit Suisse. [online]. [cit. 04.04.2019]. Dostupné z: https://c.mql5.com/forextsd/forum/170/high_frequency_trading__measurement_detection_and_response.pdf

K určení, zdali se jedná o *momentum ignition*, nám mohou pomoci tři základní charakteristiky (jak lze vypozorovat z **grafu č. 5**). 1) Stabilní cena a krátkodobý výkyv zobchodovaných objemů. 2) Velký cenový pohyb při porovnání s volatilitou v rámci obchodního dne. 3) Návrat do původní cenové hladiny.[54] Ačkoliv nelze s naprostou jistotou určit, že se opravdu jednalo o úmysl manipulující osoby, tento vzorec lze spatřit u naprosté většiny sekvencí manipulující strategie *momentum ignition.* Credit Suisse[55] ve svých odhadech z roku 2012 vypočetla, že praktika se objevila ve třetím kvartálu 2012 v průměru 1,6krát za den na každé akcii indexu STOXX 600.[56]

[54]TSE, Jonathan. LIN, Xian. DREW, Vincent. *Credit Suisse AES Analysis – High Frequency Trading – Measurement, Detection and Response*. Credit Suisse. [online]. [cit. 04.04.2019]. Dostupné z: https://c.mql5.com/forextsd/forum/170/high_frequency_trading__measurement_detection_and_response.pdf.
[55] Tamtéž.
[56] Index STOXX 600 tvoří 600 akciových společností, které tvoří cca 90 % celé hodnoty všech veřejně obchodovaných akcií v Evropě.

Ačkoliv od roku 2012 se regulace v tomto ohledu posunula kupředu a orgány dohledu nad kapitálovými trhy dokázaly problém identifikovat,[57] dodnes neexistuje celosvětově žádný soudní případ. Je to právě díky výše nastíněné složitosti unesení důkazního břemene.[58]

1.2.3 Pinging

Pinging je praktika, při které manipulující osoba posílá menší obchodní příkazy na určitém finančním nástroji za účelem odkrytí velkých obchodních příkazů nacházejících se v hloubce trhu.[59] Může tak činit buď posíláním pasivních příkazů bez intence exekuce (tzn. zakótováním do hloubky trhu) nebo menšími aktivními příkazy (tzn. přímým nákupem/či prodejem zanedbatelného množství). Pokud se velký příkaz objeví, manipulující osoba získává informaci o budoucí ceně, která bude vychýlená ve směru velkého obchodního příkazu – tzn. pokud například bude velký obchodní příkaz nákupní, lze očekávat, že cena v krátkodobém horizontu poroste. Toho manipulující osoba využívá a po zjištění uskutečňuje obchodní operace ve směru velkého příkazu. Důsledkem jednání je „vysátí" likvidity, která by jinak tvořila protistranu velkému příkazu a díky čemuž účastník trhu s velkým příkazem zobchoduje svůj objem za v průměru horší cenu.

Právní regulace této manipulativní techniky opět díky novotě nemá pevné základy, a ačkoliv jsou zde určité snahy o její identifikaci a sankcionování,[60] do dnešní doby neexistuje žádný relevantní soudní případ manipulace.

1.2.4 Fake news

Termín *fake news* v posledních dvou letech nabral na obrovské popularitě s nástupem Trumpovy administrativy, která se tímto označením brání útokům a snaží zničit

[57] Srov. například Finální zpráva Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) s označením ESMA/2015/224 z 3. února 2015, odst. 9 nebo DURDEN, Tyler. *The ICE Just Banned Market Manipulative "Momentum Ignition" Trading* Zero Hedge. [online]. [cit. 04.04.2019]. Dostupné z: https://www.zerohedge.com/news/2014-12-30/ice-just-banned-market-manipulative-momentum-ignition-trading.

[58] Nicméně s raketovým vývojem umělé inteligence bude s velkou pravděpodobností problém velmi brzy vyřešen. Srov. DRAUGHON, Tayloe. *Momentum Ignition: Arson for Financial Markets.* Poslední odstavec. Finextra Research: Latest FinTech (financial technology) news, analysis, interviews and features. [online]. [cit. 04.04.2019]. Dostupné z: https://www.finextra.com/blogposting/13080/momentum-ignition-arson-for-financial-markets.

[59] FINCYCLOPEDIA. *Pinging.* The Financial Encyclopedia. Investment and Finance. [online]. [cit. 05.04.2019]. Dostupné z: https://www.investment-and-finance.net/exchanges/p/pinging.html.

[60] Srov. například Finální zpráva Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) s označením ESMA/2015/224 z 3. února 2015, odst. 25. Evropský orgán pro cenné papíry a trhy zde pinging („v textu „ping orders") identifikoval za jednu z forem zneužití trhu.

kredibilitu mediálních domů, které jsou jí „nepohodlné“. *Fake news,* jakožto formou tržní manipulace, se nerozumí pouze šíření nepravdivých zpráv pomocí „klasických“ médií (televize, noviny, rádio…), nýbrž taktéž rozšiřování špatných technických dat, na kterých pak účastníci trhu staví své obchodní strategie či jiné úmyslné šíření informací přes informační kanály, které sledují účastníci trhu. Nemusí jít ale jen o sociální sítě, nýbrž i o informační kanály, které nemusí být široké veřejnosti přístupné. Děje se tak například šířením falešných hospodářských výsledků společnosti, falešnými oznámeními regulatorních orgánů o zahájení řízení proti společnosti atp. Pokud jsou schémata činěna sofistikovaným způsobem, mohou mít v krátkodobém horizontu obří kaskádový efekt na volatilitu trhu a mohou otřást s důvěrou v celý trh v horizontu dlouhodobějším.

Ačkoliv by se na první pohled mohlo zdát, že termín *fake news* se z velké části kryje s termínem *pump and dump*, jsou zásadně odlišné. *Pump and dump* schémata fungují nejlépe na neznámých nelikvidních aktivech, přičemž *fake news* naopak na obecně známých aktivech, a to právě z důvodu jejich vyšší sledovanosti. Tak například falešná zpráva o akciích americké společnosti Tesla s kapitalizací 40 miliard dolarů bude pro mnoho investorů důležitější než falešná zpráva o akciích společnosti X z Kazachstánu, která má kapitalizaci pár milionů dolarů.

Prohlášení[61] ředitele americké národní zpravodajské služby[62] z února 2016 o hrozbách zařadilo kybernetické a technologické útoky (kam též patří užití falešných dat) mezi hlavní světové hrozby. Jak již bylo výše nastíněno, mnoho účastníků na finančních trzích dnes spoléhá z velké části na systémy s umělou inteligencí, které za ně sami rozhodují a obchodují. Z důvodu jejich velké vzájemné provázanosti představuje hrozba jejich zneužití velký problém, který může posléze umožnit manipulátorům (či jiným pachatelům) nabourat celou vnitřní kritickou infrastrukturu. Signifikantním rozdílem je právě úmysl manipulující osoby. Cílem tedy nutně nemusí být pouze snaha o finanční sebeobohacení, ale taktéž další důvody mířící proti celému společenskému systému. Právě z důvodu možnosti úplně odlišné motivace manipulující osoby

[61] CLAPPER, James R. *Statement for the Record – Worldwide Threat Assessment of the US Intelligence Community.* [online]. [cit. 24.04.2019]. Dostupné z: https://www.dni.gov/files/documents/SASC_Unclassified_2016_ATA_SFR_FINAL.pdf.

[62] Ředitel národní zpravodajské služby je funkce v rámci exekutivy Spojených států amerických, která zaštiťuje všechny zpravodajské služby – slouží mj. jako jejich zástupce při každodenním kontaktu s prezidentem a má též poradní funkci. Jelikož americké zpravodajské služby patří určitě mezi ty nejlepší (ne-li nejlepší) na světě, lze přiložit prohlášení velkou váhu.

a potenciálně velkým škodám se jedná o jednu z nejnebezpečnějších forem tržní manipulace, která do budoucna bude tvořit čím dál větší hrozbu.

K demonstraci závažnosti této formy tržní manipulace lze užít dva příklady. V říjnu 2013 vyšla na stránkách švédské veřejně obchodované společnosti Fingerprint Cards, že se chystá její akvizice Samsungem za 650 milionů dolarů, což bylo hodně nad tržní kapitalizací 420 milionů dolarů. Během další půl hodiny se hodnota společnosti zvýšila o 50 % (tzn. cca 200 milionů dolarů). Po tiskové zprávě Samsungu, která zprávu Fingerprints card negovala, se rozhodl švédský regulátor všechny obchody v daném časovém rozmezí anulovat.[63] Ačkoliv se zde „toho moc nestalo“, nejedná se vůbec o ojedinělý případ a byl pouze vybrán jako reprezentant vzorku čítajících další stovky případů jiných.[64]

[63] MIRANI, Leo. *One fake press release created $200 million today—and another one made it disappear* Quartz. [online]. [cit. 02.02.2019]. Dostupné z: https://qz.com/134493/one-fake-press-release-created-200-million-today-and-another-one-made-it-disappear/.

[64] Viz např. OWENS, Jeremy. *Fake-news fraudsters find new ways to trick traders*. MarketWatch: Stock Market News – Financial News. [online]. [cit. 24. 04. 2019]. Dostupné z: https://www.marketwatch.com/story/fake-news-fraudsters-find-new-ways-to-trick-traders-2017-04-12

Graf č. 6 – Propad indexu S&P 500 ze dne 23. dubna 2013

Zdroj: Terminál Bloomberg. Převzato ze sekundárního zdroje: FOSTER, Peter. *'Bogus' AP tweet about explosion at the White House wipes billions off US markets*. The Telegraph – Telegraph Online [online]. [cit. 24. 04. 2019]. Dostupné z: https://www.telegraph.co.uk/finance/markets/10013768/Bogus-AP-tweet-about-explosion-at-the-White-House-wipes-billions-off-US-markets.html.

Na **grafu č. 6** lze pozorovat případ z dubna 2013, kdy neznámí hackeři dokázali získat přístup k twitterovému účtu velkého mediálního domu, přes který zveřejnili zprávu o bombových útocích na Bílý dům a o zranění tehdejšího prezidenta Baracka Obamy. Index S&P 500[65] během 3 minut ztratil 136 miliard dolarů, a ačkoliv se posléze vrátil do původních hodnot (Twitter účet rychle zablokoval a vydala se tisková zpráva), může sloužit jako memento, že finanční trhy nejsou stále připraveny na plnou automatizaci (prudký pád způsobily právě na sebe reagující algoritmy). K útoku se posléze přihlásili hackeři ze Sýrie.[66]

[65] Index S&P 500 (zkráceně Standard & Poor's 500) tvoří 500 nejhodnotnějších společností kótovaných na burzách NASDAQ a NYSE.

[66] FISHER, Max. *Syrian hackers claim AP hack that tipped stock market by $136 billion. Is it terrorism?* The Washington Post. [online]. [cit. 24. 04. 2019]. Dostupné z: https://www.washingtonpost.com/news/worldviews/wp/2013/04/23/syrian-hackers-claim-ap-hack-that-tipped-stock-market-by-136-billion-is-it-terrorism/?utm_term=.739a34353b6f. Srov. také PRIGG, Mark. *The tweet that cost $139 BILLION: Researchers analyse impact of hacked message claiming President Obama had been injured by White House explosion*. Daily Mail Online. [online]. [cit. 02.02.2019]. Dostupné z: https://www.dailymail.co.uk/sciencetech/article-3090221/The-tweet-cost-139-BILLION-Researchers-analyse-impact-hacked-message-claiming-President-Obama-injured-White-House-explosion.html.

2 Legislativní proces pravidel v oblasti zneužití trhu

Ke komplexnějšímu pochopení právního režimu Evropské unie v oblasti tržní manipulace (potažmo zneužití trhu) je potřeba mít alespoň zevrubný přehled o legislativním procesu, který je základem vyvstávající regulace. K tomuto účelu slouží tato kapitola.

2.1 Lamfalussyho proces

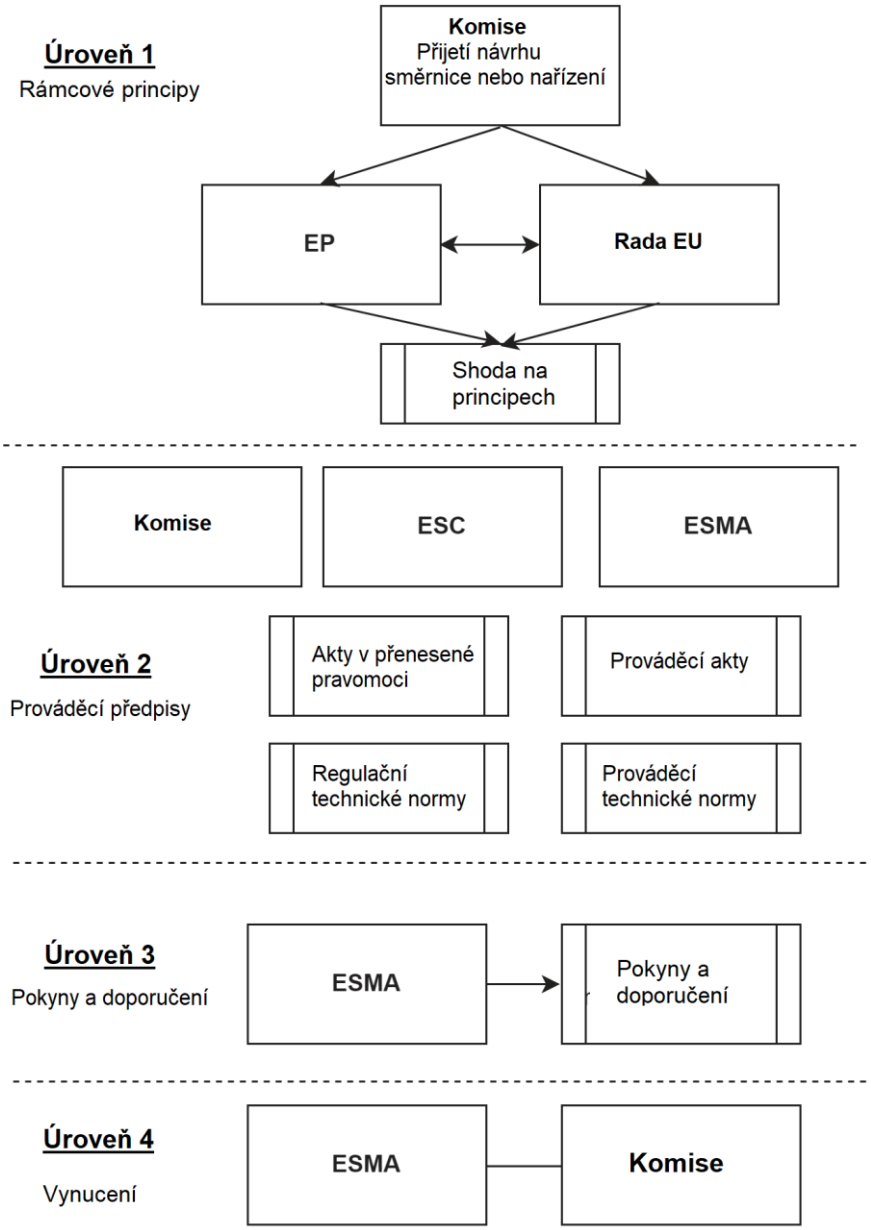
Akční plán v oblasti finančních služeb[67] (FSAP) byl představen Komisí v roce 1999 jako dokument, jehož hlavním cílem bylo sjednocení evropských finančních trhů a vytvoření trhu vnitřního.[68] Akční plán byl složen ze seznamu aktů a formy jejich provedení. Velkou překážku ale představoval velmi pomalý legislativní proces,[69] vyznačující se velkou rigiditou.[70] V průměru totiž zabíral 3 až 4 roky,[71] což okolo přelomu tisíciletí představovalo velký problém. Ve chvíli, kdy se určitá legislativa přijala, v některých ohledech už byla zastaralá. Bylo tak velmi obtížné reagovat na dynamický rozvoj kapitálových trhů po celé Evropě. Díky velkému množství alokovaného kapitálu v této oblasti mají subjekty zpravidla k dispozici tu nejmodernější výpočetní techniku (což je konsekvencí vysoké konkurence). Ve svém důsledku to pak znamenalo, že vznikaly nové obchodní systémy a účastníci trhů přicházeli s novými způsoby obchodování (tzn. i s novými způsoby manipulace s trhem). Regulace tedy vždy byla pozadu a spíše reagovala až ex post. Pozdější reakce nemusí být nutně špatně, protože tento fenomén lze sledovat napříč všemi právními obory, nicméně problém byl právě v pomalém legislativním procesu, který nemohl pružně reagovat na změny.

K řešení problému byl Komisí v červenci 2000 sestaven tzv. *Výbor moudrých.*[72] V únoru 2001 výbor publikoval dokument - tzv. *Lamfalussyho zprávu*[73] – nazván po předsedovi výboru Alexandru Lamfalussym. Zpráva představila novou formu legislativní procesu, která byla rozdělena do 4 úrovní.[74] Dokument obsahoval mj. také doporučení

[67] Dále jen FSAP – z anglického „Financial Services Action Plan“
[68] FSAP str. 17–27.
[69] Což komise zmínila na straně 14 FSAP.
[70] Lamfalussyho zpráva str. 88 – viz poznámka č. 53.
[71] Tamtéž, viz také str. 87.
[72] Z anglického „Committee of Wise men“.
[73] Z anglického „Lamfalussy Report“.
[74] Z anglického „levels“, viz Lamfalussyho zpráva str. 19.

pro ustanovení 2 nových institucí – Evropský výbor regulátorů trhu s cennými papíry[75] (CESR)[76] a Evropský výbor pro cenné papíry[77] (ESC).[78]

Schéma č. 2 – Lamfalussyho proces v nynější podobě[79]



Zdroj: Převzato a přeloženo podle: BERGÞÓRSSON, Andri Fannar. *What is market manipulation?: an analysis of the concept in a European and Nordic context*. Boston: Brill, [2018]. *Lamfalussyho zpráva.,* VEIL, Rüdiger a Rebecca AHMLING. *European capital markets law*. Portland, Oregon: Hart Publishing, 2013. ISBN 9781849464406.

[75] Z anglického „The Committee of European Securities Regulators“ – dále jen CESR nebo v českém překladu.
[76] Lamfalussyho zpráva str. 28 a 31 – v dokumentu je nazván ESRC, materiálně se ale jedná o tu stejnou instituci.
[77] Lamfalussyho zpráva str. 28-29.
[78] Z anglického „European Securities Committee“ – dále jen ESC nebo v českém překladu.
[79] Proces za dobu od svého počátku prošel řadou menších či větších úprav.

2.1.1 Úroveň 1

Úroveň 1 se skládá z rámcových aktů, které obsahují základní principy navrhované regulace. Proces se zahajuje předložením návrhu Evropské komise[80] Evropskému parlamentu či Radě a ti jej posléze a přijímají jako směrnice či nařízení v rámci tzv. spolurozhodovacího procesu. Spolurozhodovací proces je dle čl. 294 SFEU považován za součást běžného legislativního proces (od přijetí Lisabonské smlouvy).[81,82] Během spolurozhodovacího procesu mají obě strany (Evropský parlament a Rada) rovné postavení – tzn. stejná práva a povinnosti[83] – nemůže tedy například nastat situace, aby strany přijaly odlišná znění legislativního aktu. Mimo základní principy a charakter, které na první úrovni mají jednotlivé akty načrtnout, by akty měly obsahovat též rozsah (mantinely) úpravy prováděcích předpisů.[84]

2.1.2 Úroveň 2

Na 2. úrovni Komise dále implementuje konkrétnější specifikace a technická pravidla legislativy přijaté na první úrovni ve spolupráci s expertními výbory v dané oblasti. Toto se děje formou tzv. *komitologie*, což je *„způsob, jakým Komise vykonává prováděcí pravomoci, které ji svěřily zákonodárné orgány EU, s pomocí výborů složených ze zástupců členských států EU – útvary komise předkládají těmto výborům návrhy prováděcích aktů, aby tak získaly jejich stanovisko.“*[85]

Jak již bylo zmíněno výše, Lamfalussyho zpráva obsahovala také doporučení pro vytvoření dvou nových výborů – CESR a ESC. Obě instituce vznikly z důvodu, aby mohly pomoci Komisi s hladším průběhem legislativního procesu, zejména v určení způsobu implementace detailů rámcového aktu první úrovně Lamfalussyho procesu.[86]

---

[80] Dále jen Komise nebo Evropská komise

[81] LATHAM &WATKINS LLP. *Practices – Lamfalssy Process*. [online]. Latham [cit. 10. 02. 2019]. Dostupné z: https://www.lw.com/MarketAbuseRegulation/Lamfalussy.

[82] Spolurozhodovací proces prošel od svého vzniku s Maastrichtskou smlouvou stejně jako Lamfalussyho proces několika změnami, celkový trend se dá generalizovat jako zesilování postavení a atrahování nových pravomocí Evropským parlamentem.

[83] EVROPSKÝ PARLAMENT. *Codecision and conciliation: A guide to how the European Parliament co-legislates under the ordinary legslative procedure.* Str. 1. [online]. [cit. 10. 02. 2019]. Dostupné z: http://www.epgencms.europarl.europa.eu/cmsdata/upload/3679a0a2-80fd-43c2-aec8-a72121ff3010/Guide-ordinary-legislative-procedure-en.pdf.

[84] MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition*. Oxford: Oxford University Press, 2016. 978-01-9966435-1. Str. 888-90.

[85] Citováno z prezentace katedry mezinárodního a evropského práva Masarykovy univerzity „Komitologie“. Dostupné z: https://is.muni.cz/el/1422/jaro2015/NP207Zk/um/2015-PEU-Komitologie [cit. 10. 02. 2019].

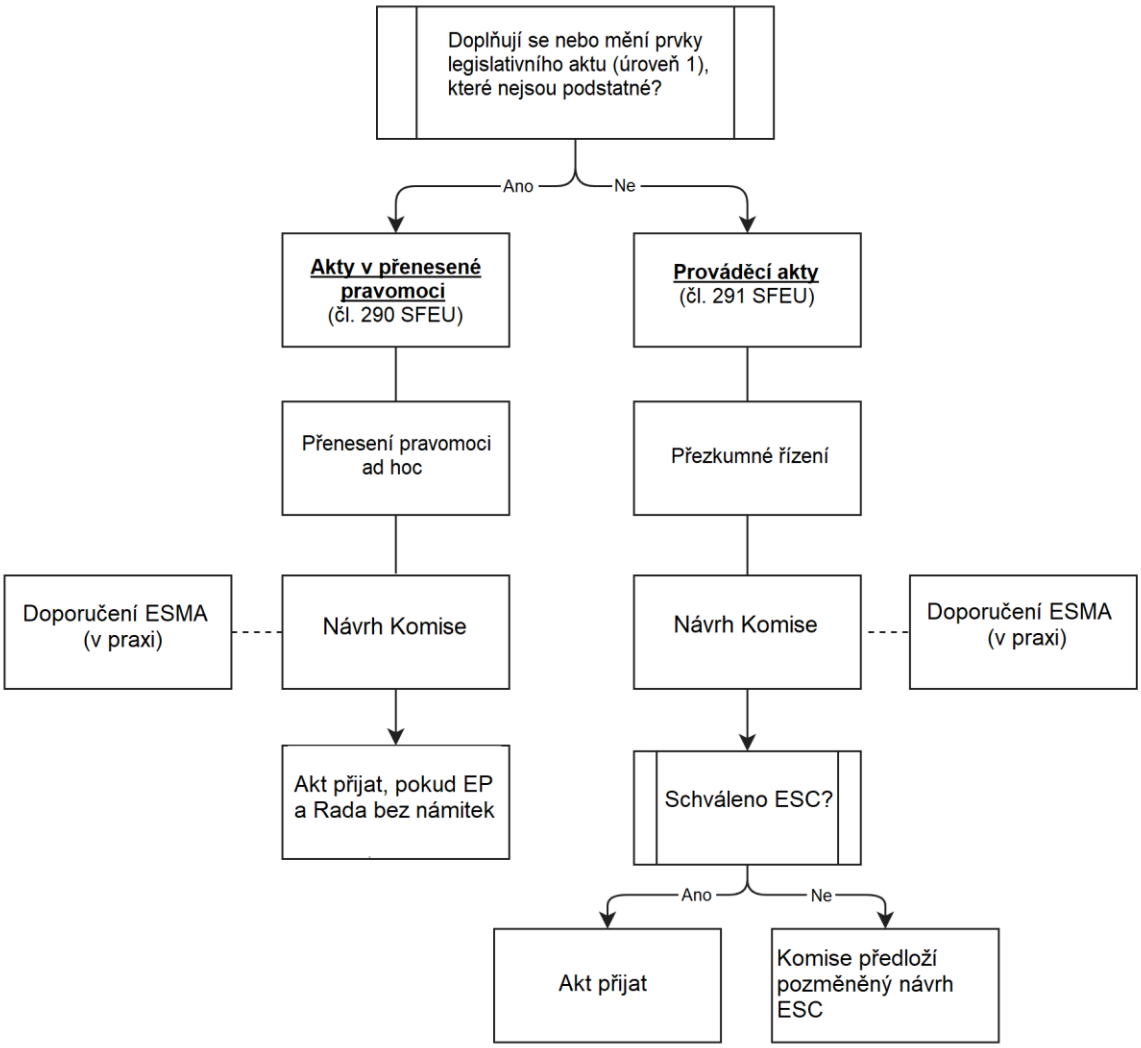
[86] Lamfalussyho zpráva str. 19.

CESR nahradila instituci *Forum of European Securities Commission*[87] (FESCO).[88] Jak z názvu instituce vypovídá, CESR se skládala z vysokých představitelů národních regulátorů finančních trhů jednotlivých členských států.[89,90] ESC se skládá z představitelů členských států a předsedá ji představitel Komise.[91] Obě instituce zastávaly poradní funkci, primární funkce ESC nicméně byla regulační – zastávala funkci tzv. *„regulačního výboru“.*[92]

Původně proces na druhé úrovni začínal přípravou poradního stanoviska CESR Komisi, kterému předcházely konzultace s účastníky trhu, spotřebiteli a koncovými uživateli v dané oblasti. Stanovisko poté bylo postoupeno Komisi, která jej podrobila přezkumu a následně vytvořila a postoupila návrh ESC, které o návrhu hlasovalo. Pokud ESC návrh schválilo, Komise návrh přijala.[93] Tímto procesem mj. prošla směrnice MAD.[94] S přijetím Lisabonské smlouvy[95] na konci roku 2009[96] a vznikem Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy[97] (ESMA) v roce 2010[98], který plně nahradil CESR[99], se proces druhé úrovně změnil, a tudíž nařízení MAR už bylo přijato jinou formou než směrnice MAD. Pro lepší názornost je druhá úroveň představena ve schématu níže.

[87] Dále jen FESCO – autor nenašel oficiální český překlad, a tudíž bude nechává název v originálním názvu
[88] Lamfalussyho zpráva str. 19.
[89] CESR [The Committee of European Securities Regulators]. *CESR in Short*. [online]. [cit. 10. 02. 2019]. Dostupné z: http://www.cesr-eu.org/index.php?page=cesrinshort&mac=0&id=.
[90] Věta je psána v minulém čase, jelikož CESR už nahradila nová instituce ESMA, viz dále.
[91] Dále k zasedání jsou přizváni členi Evropské centrální banky, CESR (tzn. dnes ESMA), země EFTA a kandidátské země do EU – viz CESR [The Committee of European Securities Regulators]. *CESR in Short*. [online]. [cit. 10. 02. 2019]. Dostupné z: http://www.cesr-eu.org/index.php?page=cesrinshort&mac=0&id=.
[92] Srov. Lamfalussyho zpráva, str. 29 – ESC má 3 role, s tím, že role „klíčová“ je regulační výbor.
[93] Viz schéma na str. 6 Lamfalussyho zprávy.
[94] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu). Dále jen „MAD“ nebo „směrnice MAD“.
[95] A tím opuštění pilířové struktury a zavedení rozdělení pravomocí na výlučné, sdílené a podpůrné.
[96] ODBOR EU A MEZINÁRODNÍHO PRÁVA MINISTERSTVA VNITRA ČESKÉ REPUBLIKY. Lisabonská smlouva. [online]. [cit. 11.02.2019]. Dostupné z: https://www.mvcr.cz/clanek/agenda-eu-na-mv-lisabonska-smlouva.aspx.
[97] Dále jen „ESMA“.
[98] Viz nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 1095/2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES.
[99] Srov. recitál č. 67 k nařízení č. 1095/2010.

Schéma č. 3 – Úroveň 2 Lamfalussyho procesu v nynější podobě (zjednodušeno)



Zdroj: Převzato a přeloženo podle: BERGÞÓRSSON, Andri Fannar. *What is market manipulation?: an analysis of the concept in a European and Nordic context*. Boston: Brill, [2018]. Čl. 290 a 291 SFEU.

S přijetím Lisabonské smlouvy úroveň 2 začala dělit akty na *akty v přenesené pravomoci* (podle čl. 290 SFEU) a *prováděcí akty* (čl. 291 SFEU). Důvodem byla nutnost rozlišit akty na druhé úrovni, které jsou materiálně akty legislativními[100], tzn. na úrovni první – *akty v přenesené pravomoci* – a akty, které plní spíše funkci exekutivní – *prováděcí akty.*[101]

[100] Podle čl. 289 odst. 3 SFEU se právní akty přijaté legislativním postupem nazývají akty legislativními.
[101] Prezentace katedry mezinárodního a evropského práva Masarykovy univerzity „Komitologie". Dostupné z: https://is.muni.cz/el/1422/jaro2015/NP207Zk/um/2015-PEU-Komitologie [cit. 10. 02. 2019]. Viz také CRAIG, Paul P. *Delegated Acts, Implementing Acts and the New Comitology Regulation* (October 1, 2011). European Law Review, Vol. 36, str. 672 a.n., Říjen 2011; Oxford Legal Studies Research Paper No. 58/2011.

Akty v přenesené pravomoci jsou akty s obecnou působností, kterými se doplňují nebo mění některé části legislativního aktu, které nejsou podstatné.[102] *Prováděcí akty* jsou taková opatření, která provádějí jednotlivé členské státy, aby dodržely všechny závazné akty EU.[103] Pokud jsou nezbytné jednotné podmínky pro provedení závazných aktů, jsou prováděcí pravomoci svěřeny přímo Komisi, [104] což je právě případ pravidel oblasti zneužití trhu (a tudíž pravidel tržní manipulace). *Prováděcí akty* mohou tedy mít v některých případech také obecnou působnost, nicméně hlavním rozdílem je, že neplní doplňující či měnící funkci těch částí, které nejsou podstatné. Rozdíly ale nejsou úplně přesně rozeznatelné a dělení čelí kritice odborné veřejnosti.[105]Ačkoliv dělení není úplně zřejmé, jedná se o kruciální rozdělení, jelikož na každý druh aktu spadá do jiného typu procesu. Výše nastíněná *komitologie* se totiž vztahuje pouze na *prováděcí akty*.

Důsledkem poté je, že u *aktů v přenesené pravomoci* neprobíhá žádná komunikace s výbory složenými z národních expertů (jako například ESC) a Komise tedy jedná samostatně. V praxi ale do procesu vstupuje ESMA, tím, že Komisi radí a doporučuje opatření v technické oblasti.[106] *Akt v přenesené pravomoci* je tedy přijat ve chvíli, kdy uplyne lhůta stanovená legislativním aktem pro námitky Evropského parlamentu či Rady (v legislativním aktu se také nachází ad hoc zmocnění k vydání daného aktu v přenesené pravomoci – viz **schéma č. 3**).

Podle nařízení č. 182/2011[107] jsou dva možné postupy komitologie – *poradní postup* podle článku 4 a *přezkumný postup* podle článku 5. Na *prováděcí akty* v oblasti zneužití finančních trhů se dle článku 36 odstavce 2 nařízení MAR ve spojení s článkem 5 nařízení č. 182/2011 vztahuje *postup přezkumný*. To v praxi znamená, že přijetí *prováděcího aktu* Komisí a jeho účinnost je podmíněna schválením ESC.

[102] Čl. 290 odst. 1 SFEU
[103] Čl. 291 odst. 1 tamtéž.
[104] Čl. 291 odst. 2 tamtéž.
[105] CRAIG, Paul P. *Delegated Acts, Implementing Acts and the New Comitology Regulation* (October 1, 2011). European Law Review, Vol. 36. Říjen 2011; Oxford Legal Studies Research Paper No. 58/2011. Str 672 a.n.
[106]Viz například Finální zpráva ESMA Komisi č. ESMA/2014/1569 nebo další zprávy dostupné z: https://www.esma.europa.eu/document-types/technical-advice [cit. 12. 03. 2019].
[107] Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 182/2011 kterým se stanoví pravidla a obecné zásady způsobu, jakým členské státy kontrolují Komisi při výkonu prováděcích pravomocí.

Se vznikem instituce ESMA[108] přibyly i dva nové právní nástroje – *regulační technické normy*[109] a *prováděcí technické normy*.[110] V obou případech se jedná o akty, které mají technickou povahu a nepředstavují strategická či politická rozhodnutí a vycházejí z legislativních aktů, kde je vymezen jejich obsah.[111] Formálně mají oba stejné právní postavení jako *prováděcí akty* a *akty v přenesené pravomoci* – přijímají se stejným postupem podle čl. 290 (regulační technické normy[112]) a 291 (prováděcí technické normy[113]) SFEU. Patří tedy společně do druhé úrovně Lamfalussyho procesu[114] Hlavní rozdíl lze spatřovat ale v tom, že kreační iniciativu má ESMA a nikoliv Komise.[115]

2.1.3 Úroveň 3

Obecné pokyny a *doporučení*, které se řadí do třetí úrovně Lamfalussyho procesu, jsou právně nezávazné akty vydávané ESMA (původně CESR). Před platností nařízení č. 1095/2010 neměly *obecné pokyny* a *doporučení* CESR žádný právní základ (zmocnění). To se s nařízením změnilo[116] a jedná se prakticky o nejdůležitější rozdíl mezi ESMA a jejím předchůdcem CESR.

Hlavním rozdílem od právních aktů první a druhé úrovně je jejich interpretační a doplňovací funkce. Ačkoliv formálně jsou právně nezávazné a jejich hlavní funkce je zejména výkladová (doplňují tedy úroveň 1 a 2), dá se říci, že materiálně působí spíše závazně, díky autoritě instituce, která je vydává.[117] Některé členské státy s nimi zacházejí podobně jako se směrnicemi a jejich pravidla implementují do svých právních řádů.[118] Pozice pokynů a doporučení byla ještě posílena s nařízením č. 1095/2010.[119] Příslušné národní orgány dohledu nad finančním trhem musí totiž do 2 měsíců od vydání potvrdit,

[108] ESMA vznikla podle nařízení č. 1095/2010 (více viz dále).
[109] Čl. 10 – 14 nařízení č. 1095/2010.
[110] Čl. 15 tamtéž.
[111] Čl. 10 a 15 tamtéž.
[112] Čl. 10 odst. 1 tamtéž.
[113] Čl. 15 odst. 1 tamtéž.
[114] Viz schéma č. 2 a 3.
[115] Dále jsou zde určité odlišné prvky procesu (z pohledu účelu práce relativně marginální), které jsou upraveny v čl. 10 odst. 1 a čl. 15 odst. 1 nařízení č. 1095/2010.
[116] Viz čl. 16 nařízení č. 1095/2010.
[117] To lze též vyvodit ze str. 38 Lamfalussyho zprávy.
[118] VEIL, Rüdiger a Rebecca AHMLING. *European capital markets law*. Portland, Oregon: Hart Publishing, 2013. ISBN 9781849464406. Str. 32.
[119] Konkrétně čl. 16.

zda se obecnými pokyny nebo doporučeními řídí nebo hodlá řídit. Pokud se vyjádří negativně, musí toto stanovisko odůvodnit.[120]

Ve světle tržní manipulace lze uvést jako příklad její koncepci definice ve směrnici MAD (která je hlavním zdrojem definice v nařízení MAR).[121] Ohniskovou definici[122] dále prováděla a doplňovala směrnice na druhé úrovni Lamfalussyho procesu.[123] To vše ještě doplňovaly pokyny CESR[124] na třetí úrovni Lamfalussyho procesu, kde byl stanoven demonstrativní výčet praktik, které naplňují znaky manipulace s trhem.[125] Ačkoliv se nejedná o právně závazný akt,[126] není pochyb o tom, že v případě soudního řízení, jehož předmětem by bylo podezření tržní manipulace, by pokyny CESR měly nezanedbatelnou váhu. Tento efekt bude ještě více zvýrazněn ve státech jako Česká republika, kde jsou finanční trhy velmi malé a není zde víceméně žádná judikatura.

2.1.4 Úroveň 4

Dohled nad finančními trhy stále zůstává povinností jednotlivých členských států, resp. jejich dohledových orgánů – na území České republiky to bude Česká národní banka. Nicméně, ESMA plní koordinační funkci[127] a dohlíží na jednotlivé orgány dohledu, aby se zajistila jednotná aplikace legislativních aktů a aktů na ně navázaných. ESMA tak zejména dohlíží na implementaci a vynucování relevantních ustanovení v jednotlivých členských státech. Pro jednodušší průběh mají jednotlivé členské státy (dohledové orgány) informační povinnost k ESMA.[128]

[120] Tento přístup lze analogicky přirovnat k přístupu „comply or explain“ uplatňovaný na úrovni obchodních korporací v oblasti corporate governance.
[121] Oba legislativní akty jsou hlouběji analyzovány v kapitole 4.2, zde jsou pouze demonstrativně užity pro účely lepší ilustrace rozebírané problematiky.
[122] Čl. 1 odst. 2 MAD.
[123] Směrnice 2003/124/ES.
[124] Dokument CESR s referenčním označením CESR/04-505b.
[125] Tamtéž. Kapitola 4.4.
[126] Což ostatně CESR zdůraznila na konci kapitoly 4 v „Disclaimer“.
[127] Čl. 31 nařízení č. 1095/2010.
[128] Čl. 29 – 37 tamtéž.

3 Historický vývoj

3.1 Tržní manipulace před evropskou harmonizací

3.1.1 Spojené království 17. – 18. století

Problematika manipulace s trhem ve Velké Británii sahá až do konce 17. století, který se kryje s počátkem akciových trhů na ostrově.[129] Po počátečním boomu a rychlém rozvoji přišla krize v létě 1696.[130] Problém se začal řešit i v parlamentu – krize měla příčinu v podvodech, spekulativním chování a také v manipulativních praktikách, které páchali tzv. *stock jobbers*.[131] Obecně tento termín označoval osoby, které nakupovaly či prodávaly akcii pouze na účet makléře, neměly tedy žádný přímý kontakt s veřejností. Později se termín začal používat jako pejorativní označení těchto osob (protože většinou právě oni vykonávali neetické praktiky).[132] Chování mělo za důsledek ztrátu důvěry ve finanční systém, díky čemuž se problém musel začít celostátně řešit.

Jelikož cena finančního nástroje se už v té době určovala podle toho, jak ji oceňovali účastníci trhu z velké části hlavně v budoucnosti (nelze je totiž materiálně zkonzumovat, a tudíž je nakupující často kupuje s intencí prodeje v budoucnosti), *stock jobbers* velmi brzy zjistili, že cenu lze uměle ovlivňovat mnohem snadněji než cokoliv kdy předtím.[133] Dělo se tak různými druhy šíření falešných zpráv [134] (např. o jistém úspěchu společnosti A z důvodu B) a naivity laické veřejnosti, která chtěla naskočit na vlnu dynamického rozvoje oblasti a co nejvíce vydělat za co nejkratší dobu.

Manipulace a další neetické jednání stock jobbers vedlo k přijetí **prvního právního předpisu** Spojeného království o cenných papírech v roce 1697, který nesl název *An Act of restrain the number and ill practice of brokers and stock jobbers*.[135] I když explicitně nezakázal tržní manipulace, limitoval například (mj.) počet makléřů na

[129] CHANCELLOR, Edward. *Devil take the hindmost: a history of financial speculation*. New York: Farrar, Straus, Giroux, 1999. ISBN 0374138583. Str. 31-32.
[130] Tamtéž, str. 51–52.
[131] LONDON STOCK EXCHANGE. *Our history – London Stock Exchange.* [online]. [cit. 02. 02. 2019]. Dostupné z: https://www.londonstockexchange.com/products-and-services/rns/history/history.htm.
[132] COLLINS ENGLISH DICTIONARY. *Stockjobber definition and meaning.* Dictionary | Definition, Thesaurus and Translations [online]. 2019 [cit. 01. 03. 2019]. Dostupné z: https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/stockjobber.
[133] BANNER, Stuart. *Anglo-American securities regulation: cultural and political roots, 1690-1860*. New York: Cambridge University Press, 1998. ISBN 052162231X. Str. 30.
[134] Tamtéž.
[135] BANNER, Stuart. *Anglo-American securities regulation: cultural and political roots, 1690-1860*. New York: Cambridge University Press, 1998. ISBN 052162231X. Str. 39.

100 a požadoval, aby každý makléř měl licenci. Jiná ustanovení například zakázala makléřům obchodovat na jejich vlastní knihu.[136]

Problémy s manipulací na kapitálových trzích ještě více vzrostly v 18. století ve Spojeném království díky takzvané (a již výše zmíněné) Jihomořské bublině, kde cena akcie britské South Sea Company se zhroutila v září 1720 a vyvolala prasknutí a splasknutí celé bubliny. Prasknutí způsobilo obrovské ztráty investorů a vedlo ve výsledku k prvnímu zhroucení akciového trhu v historii Spojeného království.[137] I přes mnoho snah, které po krachu brojily proti kapitálovým trhům, žádná legální náprava týkající se manipulace s trhem nenastala.[138]

3.1.2 Spojené království - 19. století

V 19. století nebyla žádná právní úprava, která by explicitně zakazovala manipulaci, nicméně britské soudy ji posuzovali jako skutkovou podstatu podvodné transakce s cennými papíry[139], pokud zde byla nějaká forma dezinformace.[140] V podstatě tedy soudy materiálně za manipulaci odsuzovaly, aniž by ji manipulací nazývali.

Jeden z prvních a nejvíce známých případů (v oblasti trestního práva) manipulace s trhem v Evropě se datuje až do roku 1814 – případ *Rex v de Berenger*, což lze považovat za klasický případ verbální manipulace (šířením falešných zpráv). V roce 1814 bylo Spojené království stále ve válce s Francií (jednalo se o tzv. druhou stoletou válku, která trvala od roku 1689–1815[141]). Charles de Berenger, anglický aristokrat, se společně s dalšími sedmi spolčil a začali rozšiřovat falešné zprávy o Napoleonově smrti a velké pravděpodobnosti uzavření míru s Francií. Činil tak, že se oblékl jako francouzský vojenský důstojník, objevil se v anglickém městě Dover a předstíral, že akorát přijel z Francie. Zároveň tvrdil, že Napoleon byl poražen (což by v důsledku znamenalo mír).[142] Chvíli poté, co se zpráva rozšířila, lidé začali nakupovat státní dluhopisy, díky

[136] BANNER, Stuart. *Anglo-American securities regulation: cultural and political roots, 1690-1860*. New York: Cambridge University Press, 1998. ISBN 052162231X. Str. 39.
[137] Tamtéž, str. 41.
[138] Tamtéž, str. 75.
[139] Z anglického „fraud to securities transactions".
[140] Tamtéž, str. 118.
[141] BUFFINTON, Arthur H. *The Second Hundred Years War, 1689-1815*. Westport, Conn.: Greenwood Press, 1929. ISBN 0837182042.
[142] BEAUFAIN, Charles Random de Bérenger, Thomas Cochrane DUNDONALD, Andrew James Cochrane JOHNSTONE, et al. *The trial of Charles Random de Berenger, Sir Thomas Cochrane, commonly called Lord Cochrane, the Hon. Andrew Cochrane Johnstone, Richard Gathorne Butt, Ralph Sandom, Alexander M'Rae, John Peter Holloway, and Henry Lyte for a conspiracy: in the Court of King's Bench, Guildhall, on Wednesday the 8th, and Thursday the 9th of June, 1814*. London: Sold by J. Butterworth and Son, ... and Gale, Curtis and Fenner, 1814. Str. 589.

čemuž jejich cena prudce vzrostla. Charles de Berenger společně se svými sedmi kumpány tak posléze mohl velmi rychle realizovat tučný zisk prodejem dluhopisů, které nakoupil o týden předtím.

Všichni byli poté obviněni ze spiknutí, kterého se dopustili jednáním popsaným výše (ostatní členové skupiny tak činili obdobným způsobem), čímž způsobili škodu všem účastníkům trhu se státními dluhopisy, kteří v rozhodném období obchodovali.[143] Obhajoba argumentovala, že se nejednalo o trestný čin, jelikož dané chování nebylo nijak zakázáno. Soud ale obhajobě nevyhověl a rozhodl v její neprospěch a v rozsudku argumentoval, že pokud se více osob spikne a rozšiřují falešné zprávy, s cílem zvýšit cenu v určitý den, jedná se o trestný čin, samotné jednání jako takové trestným činem není (není tedy trestné snažit se o zvýšení ceny). Důležitá materiální podmínka je tedy úmysl zvýšit cenu v určitý den (či časové období). Šest ze sedmi pachatelů bylo uznáno vinnými a odsouzeno k vězení a peněžitému trestu.[144]

Britské soudy také aplikovali koncept podvodné transakce cenných papírů v případech občanského práva, pokud například v dané transakci cenného papíru nakupující byl oklamán nepravdivými či zkreslenými informacemi o cenném papíru či podkladu (tedy například o akcii či firmě). V těchto případech byla transakce neplatná.[145] Níže je vybrán jeden případ *Scott v Brown, Doering, McNab & Company*, kdy soud rozhodl, že transakce byla nelegální a nevymahatelná z výše nastíněných důvodů. Toto jednání nebylo činěno verbálně, jako v případu *Rex v de Berenger*, ale neverbálně – umělou transakcí.

V roce 1890, společnost Steam Loop Company Ltd. upisovala své akcie na londýnské burze. Na primárním trhu si je rozebralo pár makléřů, kteří vymysleli plán, jak je na sekundárním trhu lépe zhodnotit. Chtěli prodat některé z akcií investorovi – bílému koni, za uměle velkou cenu, čímž by „načrtli“ cenu na sekundárním trhu, což by mělo za následek to, že ostatní účastníci trhu by měli větší tendenci obchodovat na dané ceně (na které by pravděpodobně za normálních okolností nic nekoupili) a makléři by realizovali jednoduchý zisk.

[143] Tamtéž. Str. 588.
[144] Tamtéž. Str. 600.
[145] BANNER, Stuart. *Anglo-American securities regulation: cultural and political roots, 1690-1860*. New York: Cambridge University Press, 1998. ISBN 052162231X. Str. 117–118.

Soud potvrdil, že se jednalo o nezákonné jednání a že není žádný formální rozdíl mezi falešnými zprávami (tzn. verbální manipulací) a podvodným jednáním (manipulací neverbálního charakteru) a vyvodil, že cena akcie byla uměle vytvořena a jediným cílem transakce byla snaha o zmatení ostatních účastníků na trhu na jejichž úkor se pachatelé obohatili. Všechny transakce tedy byly prohlášeny za neplatné. Soud zároveň poznamenal, že když se jednalo o případ občanského práva, je zde přesah do práva trestního.[146]

3.1.3 Spojené království - 20. století a současnost

Teprve až v roce 1939 vznikl legislativní akt kriminalizující jednání, které spočívalo v rozšiřování falešných informací na kapitálových trzích. *Prevention of Fraud (Investments) Act* nezmiňoval explicitně manipulaci s trhem, ale obsahoval úpravu, která kriminalizovala podvodná prohlášení, sliby a předpovědi, které vyvolaly nebo se pokusily vyvolat obchody na regulovaném trhu.[147] Právní úprava týkající se této oblasti byla poté převzata dalším zákonem *Prevention of Fraud (Investments) Act* z roku 1958, který nahrazoval zákon z roku 1939.

V roce 1986 byl přijat *Financial Services Act*, kterým se zákaz rozšířil též na neverbální podvodné jednání (viz případ nastíněný výše s umělými transakcemi Scott v Brown, Doering, McNab & Company). Teprve až v roce 2000 *Financial Services and Market Act* zakázal zneužívání trhu, které rozdělil na tři formy – 1) obchodování zasvěcených osob[148] 2) manipulace s trhem 3) narušení trhu[149,150]

[146] Scott v Brown, Doering, McNab & Company.
[147] Art. 12 of Prevention of Fraud (Investments) Act 1939 – přebráno ze sekundárního zdroje: BERGÞÓRSSON, Andri Fannar. *What is market manipulation?: an analysis of the concept in a European and Nordic context*. Boston: Brill, [2018].
[148] Z anglického „insider dealing".
[149] Z anglického „market distortion".
[150] Viz čl. 118 Financial Services and Market Act z roku 2000.

3.2 Vývoj v rámci evropské integrace

3.2.1 Počátek – nezávazná doporučení

Začátek vývoje harmonizace evropských finančních trhů se datuje do roku 1966, kdy Evropskou komisí (v té době ještě zvaná Komise Evropského hospodářského společenství) zvolená skupina nezávislých expertů zveřejnila zprávu. Cílem této zprávy – zvané *Segré Report* (pojmenované po předsedovi expertní skupiny) – bylo zanalyzovat vše, co je potřeba k tomu, aby byl vytvořen jednotný evropský kapitálový trh.[151] Zpráva neobsahovala žádný konkrétní rámec pro harmonizaci pravidel manipulace s trhem, ale zdůraznila důležitost integrace evropských trhů a harmonizaci přístupu k nim.[152]

Prvním pokusem o harmonizaci lze považovat rok 1977, kdy komise vytvořila pravidla (kodex) chování při transakcích s cennými papíry – *European code of conduct in securities transactions.* Činěno tak bylo formou doporučení, a tudíž pravidla měla pouze nezávazný charakter.[153] Obsahem bylo 5 obecných principů společně s dalšími 18 doplňujícími, z nichž některé se týkali manipulace s trhem. Například princip s číslem 7 stanovil, že jakýkoliv pokus o manipulaci či dokonaná manipulace, jejímž cílem bylo zvýšení či snížení ceny cenného papíru je proti základním cílům kodexu.[154]

Cílem kodexu byla snaha zajistit, aby členské státy[155] důsledně dohlížely na subjekty, které na jednotlivých národních trzích byly v takové pozici, že mohly ovlivnit celý trh. Typicky by to třeba byla například burza, která si stanovovala interní pravidla pro účastníky, která se uplatňují pouze při obchodování na dané burze. Protože právě burzy mají materiálně největší moc (a zároveň je to též technicky nejefektivnější způsob) ovlivnit chování svých účastníků, zajištěním vyšší spolupráce dvojice burza – stát se docílí požadovaného cíle snadněji.

---

[151] Segré Report 1966. Str. 11. Dostupné například v archivu evropské integrace: The development of a European capital market. Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission. November 1966 - Archive of European Integration. *Archive of European Integration – Archive of European Integration* [online]. [cit. 03. 03. 2019] Dostupné z: http://aei.pitt.edu/31823/.

[152] MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition*. Oxford: Oxford University Press, 2016. 978-01-9966435-1. Str. 22.

[153] European code of conduct in securities transactions, dostupné též v archivu evropské integrace**:** *Archive of European Integration – Archive of European Integration* [online]. [cit. 03.03.2019] Dostupné z: http://aei.pitt.edu/30579/1/P_80_77.pdf.

[154] Tamtéž.

[155] Členskými státy se rozumí všechny členské státy Evropského hospodářského prostoru, pokud nebude řečeno jinak.

3.2.2 Bílá kniha a příprava směrnic Evropské komise

V roce 1985 Komise publikovala *Bílou knihu Dokončení vnitřního trhu*[156], kde si stanovila za cíl plně sjednocený vnitřní trh do roku 1992.[157] Dokument obsahoval též plán na zrychlení harmonizačního procesu evropských kapitálových trhů. Plán se měl realizovat pomocí nových legislativních opatření, které měly být přijaty v následujících letech.[158] Dva roky po publikaci *Bílé knihy Dokončení vnitřního trhu* Komise navrhla směrnici *o obchodování zasvěcených osob*[159]*,* i když dané opatření nebylo součástí návrhu z roku 1985. Za další dva roky – v roce 1989 – byla směrnice přijata.[160] Směrnice zakazovala osobě, která měla *vnitřní informaci,*[161] aby ji jakýmkoliv způsobem využila ve svůj prospěch – ať už sama[162] nebo tím, že ji zveřejnila jiné třetí osobě.[163] S tím též úzce souvisí směrnice o zveřejňování povinných informací, které též byly ve stejném období přijaty.[164]

S boomem informačních technologií a jejich dynamickým rozšiřováním mezi širší veřejnost v 80. a 90. letech se začaly jednotlivé národní trhy velmi rychle integrovat, což se projevovalo například velkým nárůstem přeshraničních transakcí. Projevem přeshraničního konkurenčního boje mezi jednotlivými burzami lze spatřovat například i kótování stejné akcie – tím, že burza A poskytovala třeba lepší likviditu než burza B nebo menší poplatek za transakci. To v důsledku znamenalo, že se daná akcie mohla najednou obchodovat v několika státech. A pokud by cena byla na jednotlivých trzích odlišná, účastníci by mohli využívat tzv. *arbitráží*.[165] V souvislosti s manipulací by účastníci mohli například využívat méně likvidního trhu, aby ovlivňovali cenu na ostatních trzích. Toto vytvářelo velký problém pro národní orgány dohledu, které mimo

---

[156] Bílá kniha jsou dokumenty Komise, které obsahují návrhy na činnost Společenství v určité oblast. Srov. ADÁMKOVÁ, Alena. *Bílé Knihy EU*. Český Rozhlas – Evropská Unie. [online]. Dostupné z: https://www.rozhlas.cz/evropskaunie/informace/_zprava/520916.
[157] Bílá kniha Dokončení vnitřního trhu str. 4.
[158] Tamtéž, str. 26.
[159] Z anglického „Proposal for a Council Directive coordinating regulations on insider trading"
[160] Jako směrnice s označením 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing [1989] OJ L334/30 (1989 IDD) – v té době ještě nebyla Česká republika součástí EU, není proto žádný oficiální český název.
[161] Z anglického „insider information" – definice pojmu je definována ve směrnici 89/592/EEC v čl. 1 odst. 1 a čl. 2 odst. 1.
[162] Tamtéž.
[163] Tamtéž.
[164] MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition*. Oxford: Oxford University Press, 2016. 978-01-9966435-1. Str. 23.
[165] Arbitráž (jako pojem ekonomie) lze definovat jako situaci, kdy na různých trzích (lokálně odlišitelných) je rozdílná cena stejného aktiva. Srov. PENÍZE.CZ. *Co je Arbitráž*. Peníze.cz - Půjčky, Kurzy měn, Akcie, Hypotéky, Bydlení, Daně [online]. [cit. 01. 03. 2019]. Dostupné z: https://www.penize.cz/slovnik/arbitraz.

své území nemají žádnou pravomoc a velmi těžko můžou sledovat všechny transakce a finanční toky. Nejen díky těmto důvodům[166] bylo potřeba jednat, jelikož riziko přeshraničního zneužívání trhu představovalo velký problém, což si Komise uvědomila a problém identifikovala.

V květnu 1999 Komise publikovala FSAP, kde vyjádřila svůj úmysl představit směrnici, která bude upravovat manipulaci s trhem.[167] Tato legislativní úprava byla považována za nezbytnou, vzhledem k výše nastíněnému dynamickému rozvoji ekonomiky.[168] Komise určila hlavní cíle směrnice v článku 23 FSAP takto:

> *„Zvýšení integrity trhů snížením pravděpodobnosti jejich zmanipulování institucionálními investory a finančními zprostředkovateli. Zavedení společných pravidel pro obchodování a zvýšení důvěry investorů jednotném trhu s cennými papíry.“*[169]

Obecně byly dále formulovány priority v těchto oblastech:

> *„Podpory, informovanosti, transparentnosti a bezpečnosti obchodování, eliminace daňových překážek, odstraňování bariér při obstarávání kapitálu na evropské úrovni a tvorby jednotných požadavků na finanční výkazy pro společnosti kotované na burzách Evropské unie.“*[170]

V plánu bylo představit do konce roku 2000 návrh směrnice, která měla posléze být přijata v roce 2003.[171] Přibližně po roce od vydání akčního plánu vydala FESCO[172] dokument s doporučeními[173] k nadcházející směrnici o manipulaci s trhem. Tato organizace byla složena z představitelů jednotlivých národních dohledových orgánů nad finančními trhy. FESCO zároveň zmínila v dokumentu, že i když byla přijata směrnice

[166] Dalším velmi důležitým důvodem byl vznik jednotné evropské měny – Eura.
[167] Počátek procesu se datuje do roku 1998, kdy na zasedání Komise ve Vídni vznikl dokument s názvem „Finanční služby: vytvoření rámce pro akci“, konečná podoba vznikla posléze na zasedání v Kolíně nad Rýnem.
[168] FSAP, str. 6.
[169] Str. 23 tamtéž – volně přeloženo – v r. 1999 ještě ČR nebyla členem EU, neexistuje tedy oficiální dokument v českém jazyce.
[170] Citováno z ČIŽINSKÁ, Romana, REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-1922-1, str. 36
[171] FSAP str. 23.
[172] Více o tom, co je FESCO viz kapitola 2.1.2.
[173] FESCO Market Abuse Report.

týkající se obchodování zasvěcených osob, právní rámec nefungoval způsobem, jak bylo původně zamýšleno.

V mnoha členských státech probíhala paralelně legislativní práce na modernizaci implementovaného zákona. Například ve Spojeném království v ten stejný rok vyšel již výše zmíněný *Financial Services and Markets Act* (rok 2000), který upravoval zákaz zneužití trhu a jeho trojí rozdělení na 1) obchodování zasvěcených osob 2) manipulace s trhem 3) narušení trhu. Tento zákon velmi pravděpodobně ovlivnil i další směřování evropské právní úpravy – FESCO totiž navrhla právní rámec složený z pravidel o 1) manipulaci s trhem 2) obchodování zasvěcených osob 3) povinné zveřejňování informací.[174]

3.2.3 Market Abuse Directive – směrnice o zneužívání trhu

Market Abuse Directive (MAD) vyšla v platnost v roce 2003 a byla implementována do většiny národních právních řádů do roku 2005 (Česká republika ji implementovala v roce 2004[175]). Směrnice upravovala pravidla manipulace s trhem, obchodování zasvěcených osob (souhrnně označující se pojmem zneužívání trhu[176]) a zveřejňování informací, tedy přesně stejným způsobem, jak FESCO v roce 2000 navrhla.

V květnu 2001 Komise předložila návrh směrnice. Posléze byl návrh přijat Radou v rámci spolurozhodovacího procesu (na úrovni 1) v prosinci 2002. Směrnice MAD byla formálně podepsána v lednu 2003. Cíl směrnice byl definován takto:

> *„Cíl právních předpisů…je zajistit integritu finančních trhů Společenství a zvýšit důvěru investorů v tyto trhy. … Jednotná směrnice zajistí v celém Společenství stejný rámec pro rozdělení odpovědností, uplatňování pravidel a spolupráci.“*[177]

Definice konceptu manipulace s trhem a zákaz manipulace s trhem se nacházejí v odlišných článcích, ačkoliv by mnohem větší smysl dávalo, aby úprava byla pouze v jednom článku. Zákaz je vyjádřen v článku 5 MAD jednoduše: „*Členské státy zakáží*

[174] FESCO Market Abuse Report str. 15.
[175] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Stanovisko ČNB k MAR a MAD II.* Odstavec A). [online]. [cit. 23.03.2019]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/navrh_narizeni_mar_a_navrh_smernice_dcsma_stanovisko_cnb.pdf.
[176] Viz nadpis MAD.
[177] Citováno z recitálu 12 k MAD, zkráceno.

všem provádět manipulace s trhem"[178] Definice manipulace s trhem je v článku 1 odstavci druhém – pro názorné účely ji lze kategorizovat na verbální a neverbální manipulaci.

Verbální manipulaci ve směrnici lze shrnout jako rozšiřování informací, která vydávají nebo jsou způsobilá vydávat nesprávné nebo zavádějící signály týkající se finančních nástrojů, za předpokladu, že osoba, která je původcem, o tom ví a činí tak úmyslně. Určitou výjimku představují novináři, kteří i při naplnění definičních znaků se nemusí nutně dopustit manipulačního jednání a vztahuje se na ně odlišný právní režim.[179]

Neverbální manipulace je v nařízení trojí – vztahuje se k transakci či příkazu k obchodování, které 1) vydávají, nebo jsou způsobilé vydávat falešné nebo zavádějící signály, týkající se poptávky, nabídky nebo ceny; [180] 2) zajišťují cenu na abnormální nebo umělé úrovni; [181] 3) využívají smyšlené prostředky nebo jakoukoliv jinou formu klamání nebo lsti.[182] Směrnice zároveň stanoví, že u prvních dvou bodů se nejedná o manipulaci, pokud osoba prokáže, že její důvody pro toto jednání jsou oprávněné anebo že toto jednání odpovídá uznávaným tržním postupům na dotyčném regulovaném trhu.[183]

V originálním návrhu Komise byl původně dlouhý seznam příkladů manipulativního jednání, který obsahovala příloha k hlavnímu textu. Ve finální verzi jsou pouze tři příklady, které byly vloženy do hlavní části textu. Na konci odstavce výše rozebraného článku je stanoveno interpretační ustanovení, že definice manipulace s trhem mají být užívány tak, aby mohly zahrnout nové praktiky, které též mají znaky manipulace s trhem.[184] V rámci těchto mantinelů pak dále směrnici provádí a rozpracovávají akty na druhé a třetí úrovni Lamfalussyho procesu.

Komise posléze přijala několik směrnic, které prováděly směrnici MAD (na druhé úrovni Lamfalussyho procesu). Jedna z těchto směrnic[185] podrobněji rozpracovává definici manipulace poskytnutím demonstrativního výčtu signálů, které by měly být brány v potaz při posuzování transakcí (slovy směrnice v českém znění „operací") a

[178] Čl. 5 MAD.
[179] Čl. 1 odst. 2, písm. c) MAD
[180] Čl. 1 odst. 2 písm. a) tamtéž.
[181] Tamtéž.
[182] Čl. 1 odst. 2 písm. b) tamtéž.
[183] Čl. 1 odst. 2 písm. a) tamtéž.
[184] Čl. 1 odst. 2, poslední věta tamtéž.
[185] Směrnice Komise 2003/124/ES, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem

příkazů. Tyto signály pomáhají lépe identifikovat transakce či příkazy, které by jinak nezbytně nemusely samy o sobě být kvalifikovány za tržní manipulaci.[186] Mezi tyto signály patří například

> „*…míra, do jaké vydané příkazy nebo uskutečněné operace představují významný podíl denního objemu operací s příslušným finančním nástrojem…, zejména když tyto činnosti vedou k významné změně ceny finančního nástroje*“[187]

Evropský výbor regulátorů trhu s cennými papíry (CESR) zároveň zveřejnil v rámci třetí úrovně Lamfalussyho procesu[188] příručku s druhy manipulace a přijatelného tržního chování, jejímž cílem bylo napomoci celkovému pochopení, co vlastně se považuje za manipulaci s trhem. Příklady nicméně nejsou primárně určeny k právní intepretaci zákazu manipulace definovaného ve směrnici MAD.[189] Mezi příklady manipulace patří například i výše rozebrané *wash trades* a *squeezing.*

3.2.4 Market Abuse Regulation – nařízení o zneužívání trhu a Market Abuse Directive II – směrnice o zneužívání trhu

Po šesti letech od přijetí směrnice MAD, v dubnu 2009, Komise zveřejnila výzvu k předkládání připomínek[190] k plánované revizi směrnice.[191] Cílem bylo pozměnit úpravu těch částí, které v praktické zkoušce neobstály, protože jejich dodržování či vymáhání bylo neefektivní nebo zbytečně zatěžovaly jejich adresáty.[192] Revize byla také reakcí na propuknutí hospodářské krize v roce 2008.[193]

Původně Komise neplánovala jakkoliv měnit definici manipulace s trhem, i když ve své výzvě zmínila její problematičnost v širokém pojetí konceptu a abstraktnosti některých pojmů (jako například „abnormální“ v čl. 1 odst. 2. písm. a) MAD), což v důsledku znamenalo, že počet případů, kdy regulátor zasahoval, byl minimální. Hlavním důvodem, proč ale chtěla Komise definici zachovat v původní široké podobě,

---

[186] Čl. 4 2003/124/ES
[187] Citováno z čl. 4 písm. a) 2003/124/ES. Zkráceno.
[188] Dokument CESR s referenčním označením CESR/04-505b kapitola 1, odstavec 1.
[189] Srov. Disclaimer CESR/04-505b. Kapitola 4, odstavec 4. Více o této problematice viz kapitola 3.1.3.
[190] Z anglického „call for evidence“.
[191] EU. Financial services: Commission launches call for evidence on review of Market Abuse Directive. EUROPA – European Union website, the official EU website [online]. [Cit. 05. 03. 2019] Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-600_en.htm?locale=en.
[192] Tamtéž, srov. EVROPSKÁ KOMISE. *Press release – Commission publishes results of Call for Evidence on EU financial services*. EUROPA – European Union website, the official EU website [online]. [Cit. 05. 03. 2019]. Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3750_en.htm.
[193] Za počátek hospodářské krize lze označit rok 2007, nicméně „propuknutí“ nastalo až v druhé polovině 2008 s pádem cen akcií a krachu některých bankovních institucí.

byla snaha podchytit všechny formy manipulace (i budoucí, na které by jinak musela velmi pružně vzniknout nová regulace).

I přes původní záměr neměnit definici, Komise nakonec v návrhu MAR z 20. října 2011 několik dodatků doplnila. Tím nejdůležitějším dodatkem byla úprava návodu k tržní manipulaci, pomoci a pokusu o tržní manipulaci,[194] které v předchozí směrnici chyběly. Dále se rozšířila působnost, například i na mnohostranné obchodní systémy[195] a s tím i logicky na některé finanční nástroje, které předchozí směrnice nepokrývala. Do článku[196] v hlavním textu o manipulaci s trhem přibyly další příklady manipulace, které doplňují definici, jako například manipulativní chování spojené s vysokofrekvenčním obchodováním (HFT).[197] Nutné je ale podotknout, že o její potřebnosti nepanují úplné shody v odborné veřejnosti.[198]

Komise poté v červenci 2012[199] přijala dodatek k návrhu, který byl reakcí na vyšetřování v souvislostí s manipulací bank s referenčními hodnotami EURIBOR a LIBOR, kterými se stanovují mezibankovní úvěrové sazby. [200] Dodatkem chtěla docílit, aby manipulace s referenčními hodnotami byly posuzovány podle společných evropských pravidel, které tomuto zneužití trhu mají zabránit, a protože podle jejího právního názoru by se navrhovaná právní úprava na daný případ nevztahovala,[201] tak část nařízení pozměnila a doplnila.

Návrh nařízení byl posléze přijat 16. dubna 2014 společně se směrnicí o trestních sankcích za zneužívání trhu.[202] MAD II směrnice požaduje po členských státech, aby přijaly nezbytná opatření k zajištění toho, aby za trestné činy obchodování zasvěcené

[194] Viz směrnice MAD ve srov. s recitálem č. 41 nařízení MAR.
[195] Z anglického „multilateral trading facility“, čl. 2 odst. 1 MAR.
[196] Konkrétně čl. 12 MAR.
[197] Čl. 12 odst. 2 tamtéž.
[198] Viz např. písm. b) 4. bod stanoviska ČNB k MAR a MAD II, kde se ČNB vyjádřila pochybnost o tom, že je nutné vytvářet zvláštní regulaci manipulací s trhem pro vysokofrekvenční obchodování a postačila by pouze obecná regulace, která vysokofrekvenční obchodování zahrnuje.
[199] Viz legislativní postup označený jako 2011/0295 (COD).
[200] Tyto manipulace se zapsaly do historie tučným písmem jako tzv. „Libor scandal“, kdy 4 pachatelům (velkým mezinárodním bankám) byly uděleny pokuty v celkové výši cca 1,5 miliardy Eur. Srov. např. MONCKTON CHAMBERS. *Commission fines banks in LIBOR/ EURIBOR manipulation cartels decision*. [online]. [cit. 23.03.2019]. Dostupné z: https://www.monckton.com/commission-fines-banks-libor-euribor-manipulation-cartels-decision/ nebo tiskové prohlášení Komise: EUROPEAN COMMISSION. *Press release – amended – Anitrust: Commission fines banks €1.49 billion for participating in cartels in the interest rate derivates industry. EUROPA – European Union website, the official EU website* [online]. [cit. 23.03.2019]. Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1208_en.htm.
[201] Viz 1. kapitola 2011/0295 (OCD), třetí odstavec.
[202] Jako Nařízení Evropského Parlamentu a Rady EU č. 596/2014 a Směrnice Evropského parlamentu a Rady EU 2014/57/EU o trestních sankcích za zneužívání trhu (dále jen MAD II nebo směrnice MAD II).

osoby a manipulaci s trhem, bylo možné uložit účinné, přiměřené a odrazující sankce.[203] Dále požaduje, aby členské státy přijali nezbytná opatření k zajištění toho, aby tyto trestné činy podléhaly trestům odnětí svobody s horní hranicí sazby nejméně čtyř let.[204] Implementována byla všemi státy kromě Spojeného království.[205] V odborné veřejnosti se opět nesetkala s nejkladnějšími ohlasy, tímto aktem totiž materiálně EU zasahuje do trestního práva členských států a vytváří trestné činy na úrovni EU.[206]

Jak již bylo zmíněno výše, definice MAR se o nějaké body rozšířila, koncept a ohnisko definice ale zůstaly stejné. Jedná se tedy stále o široké pojetí, které doplňuje demonstrativní výčet jednání, která jsou považována za tržní manipulaci. Původní ustanovení *„manipulací s trhem se rozumí provedení operace nebo vydání příkazu k obchodování“*[207] se změnilo na ještě širší pojetí (zvýrazněné v citaci níže tučně). Definice se tedy formálně rozšířila na jakékoliv manipulativní jednání a nechává tedy prostor pro diskreci dohledového orgánu (potažmo soudních orgánů). Struktura níže citované definice je ale stále totožná s definicí MAD. Lze ji tedy opět rozdělit na verbální (čl. 12 odst. 1 písm. c) MAR[208]) a neverbální manipulaci (čl, 12 odst. 1 písm. a) a b) MAR[209]). Odlišný právní režim pro novináře[210] byl přesunut do nového článku.[211]

> *„Pro účely tohoto nařízení se jako* ***manipulace s trhem označují*** *následující činnosti:*
>
> *a)* ***uzavření obchodu, zadání pokynu k obchodování nebo jiné jednání****, které:*
>
> *i) dává nebo je způsobilé dávat nesprávné nebo zavádějící signály, pokud jde o nabídku, poptávku nebo cenu finančního nástroje, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise, nebo*
>
> *ii) zajišťuje nebo je způsobilé zajistit cenu jednoho nebo několika finančních nástrojů, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise na neobvyklé nebo umělé úrovni, pokud osoba, která uzavírá obchod, vydává pokyn k obchodování nebo jinak jedná, neprokáže,*

[203] Čl. 7 odst. 1 MAD II.
[204] Tamtéž, odst. 2.
[205] Srov. recitál č. 29 k MAR.
[206] Viz písm. a) 2. odst. stanoviska ČNB k MAR a MAD II.
[207] Citováno z čl. 1 MAD, zkráceno.
[208] Srov. s čl. 1 odst. 2 písm. c) tamtéž.
[209] Srov. písm. a) a b) tamtéž.
[210] Dříve v čl. 1 odst. 2 písm. c) tamtéž.
[211] Čl. 21 MAR.

že tento obchod, pokyn nebo jednání probíhá z legitimních důvodů a v souladu s uznávanými tržními postupy zavedenými podle článku 13;

b) uzavření obchodu, zadání pokynu k obchodování nebo jiná činnost nebo jednání, které ovlivňuje nebo pravděpodobně ovlivní cenu jednoho nebo několika finančních nástrojů, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise, přičemž jsou použity fiktivní prostředky nebo jiná forma klamavého nebo lstivého jednání;

c) šíření informací prostřednictvím médií, včetně internetu, nebo jakýmikoli jinými prostředky, které vydávají nebo budou pravděpodobně vydávat nesprávné nebo zavádějící signály týkající se nabídky, poptávky nebo ceny finančního nástroje, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise nebo zajišťují nebo pravděpodobně zajistí cenu jednoho nebo několika finančních nástrojů, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise na neobvyklé nebo umělé úrovni, včetně šíření zvěsti, pokud osoba, která tyto informace šíří, ví nebo by měla vědět, že tyto informace jsou nepravdivé nebo zavádějící;

d) předání nepravdivých anebo zavádějících informací nebo nepravdivých nebo zavádějících vstupních údajů ve vztahu k referenční hodnotě, pokud osoba, která tyto informace či vstupní údaje předala, věděla nebo měla vědět, že jsou nepravdivé nebo zavádějící, nebo jakékoli jiné jednání, které manipuluje s výpočtem referenční hodnoty.“[212]

[212] Citován čl. 12 odst. 1 MAR, zvýrazněno autorem pro potřebu předchozího odstavce

4 Nynější právní úprava manipulace s trhem

4.1 Oblast působnosti zákazu tržní manipulace

Co se týče rozsahu („oblasti“ slovy evropských právních aktů) působnosti nařízení MAR, oproti směrnici MAD jej bylo třeba rozšířit - zákaz tržní manipulace v MAD byl omezen pouze na finanční nástroje kótované (a ty, na které byla podána žádost o kótování) na regulovaném trhu minimálně jednoho členského státu.[213] Nezáleželo ale na tom, zda se na daném trhu uskutečnila samotná transakce.[214] Například tedy pokud určitá transakce na neregulovaném trhu měla sloužit k manipulaci ceny finančního nástroje na trhu regulovaném, vztahovala se na ni působnost MAD. Rok po přijetí směrnice MAD byla přijata další směrnice – Směrnice o trzích finančních nástrojů[215] (MiFID), která zaváděla společný právní režim pro poskytování investičních služeb v členských státech EHP. Z pohledu manipulace trhu je důležitá, protože definovala nový obchodní systém odlišný od regulovaných trhů – mnohostranný obchodní systém. Ten do působnosti MAD v oblasti tržní manipulace nespadal.

Další vývoj finančních trhů po přijetí směrnic MAD a MiFID jasně ukázal, že právní rámec MAD se stal rychle zastaralý. Stalo se tak právě díky rozmachu dalších obchodních systémů – výše zmíněných mnohostranných obchodních systémů anebo například over-the-counter[216] trhů. Tyto obchodní systémy začaly získávat čím dál větší procento objemu všech obchodních transakcí, právní úprava MAD (a tedy zákaz manipulace s trhem) se na ně ale nevztahovala.[217]

Praxe po přijetí MAD dále ukázala, že některé finanční nástroje obchodované mimo regulované trhy jsou využívány k manipulacím s cenou jiných finančních nástrojů na regulovaných trzích. Například cena akcie A obchodovaná mimo regulované trhy měla přímý vliv na cenu akcie B na trhu regulovaném spadajícím pod směrnici. S cenou akcie

[213] Čl. 9 MAD.
[214] Tamtéž.
[215] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS – dále jen MiFID nebo směrnice MiFID – směrnice byla posléze revidována (s účinností 3. ledna 2018 a značkou 2014/65/EU) a přibylo k ní nařízení MiFIR (600/2014).
[216] Dále jen OTC, pochopit rozdíl mezi OTC a MTF je možné například zde: DEUTSCHE BÖRSE. *Trading Venues.* Deutsche Börse official website, [obline]. [Cit. 06. 03. 2019] https://deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-dossiers/mifid-mifir/mifid-mifir-virtual/mifid-i-to-mifid-ii/market-structure/trading-venues.
[217] Viz recitál č. 8 k MAR.

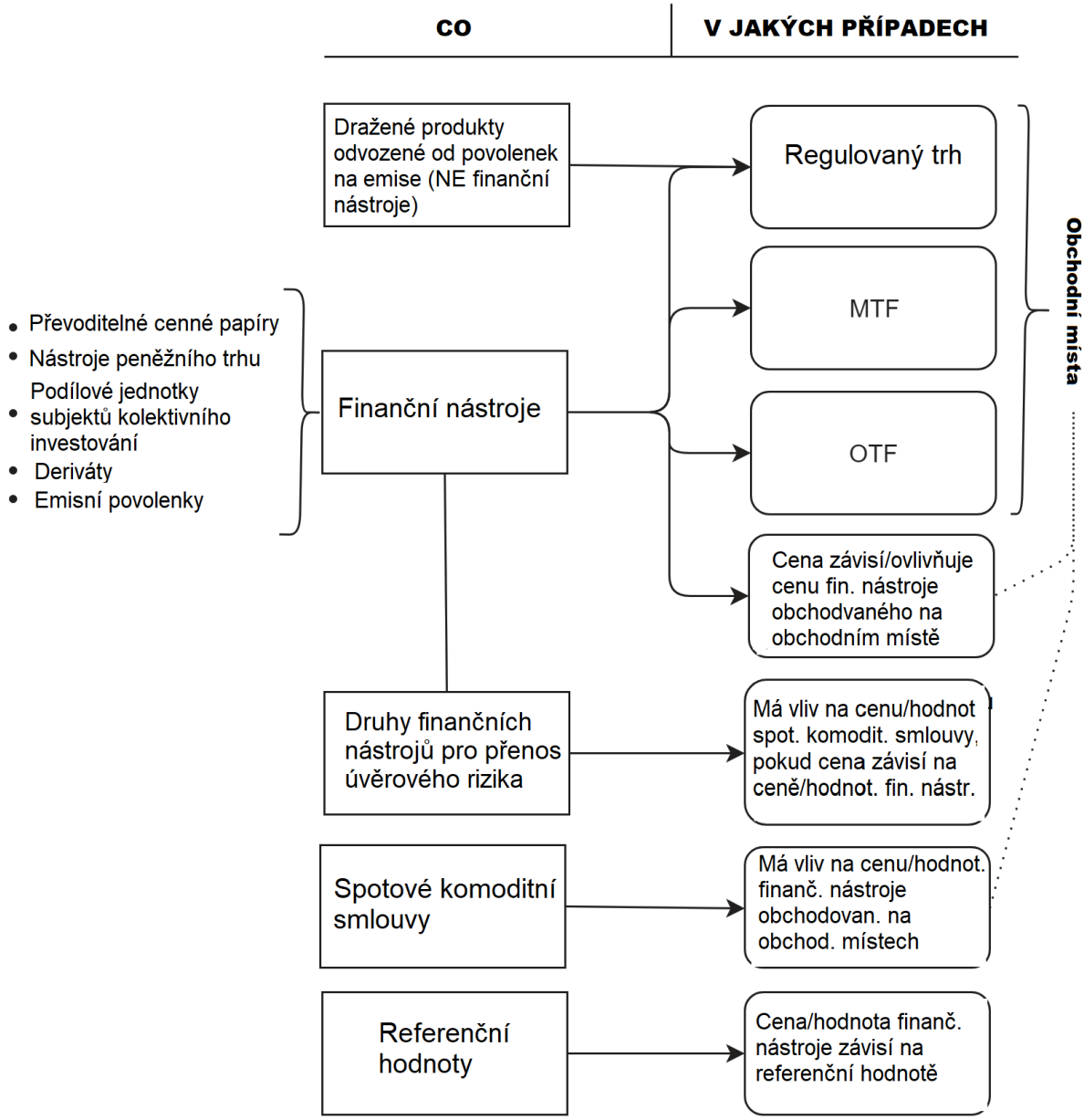
B se tedy dalo nepřímo manipulovat pomocí operací s akcií A. Působnost směrnice MAD se na tento způsob tržní manipulace nevztahoval, což bylo zapotřebí změnit.[218]

Dále se dle Komise ukázalo, že regulace trhu s komoditami[219] a jejich deriváty byla nedostatečná. Zákaz tržní manipulace se totiž nevztahoval na trh s komoditami, z čehož v důsledku vznikal problém pro trh s deriváty (který regulován byl) vztahující se k daným komoditám.[220] Dle Komise bylo tedy třeba oblast působnosti rozšířit. Příkladem manipulativního chování může být příklad, kdy osoba vlastnící velké množství derivátů vázaných na hovězí maso nakoupí velké množství hovězího masa a tím dočasně sníží jeho nabídku, díky čemuž vzroste cena a derivát vázaný na cenu hovězího se v daném mezidobí peněžně vyrovná. Český regulátor Česká národní banka se proti tomuto bodu ale vymezil s protiargumentem, že podstatná část obchodů s komoditami se realizuje přímým kontaktem, na což se velmi těžko dohlíží, a tudíž by se dohlíželo pouze na část těchto obchodů, což se zdá neefektivní.[221] Zákaz tržní manipulace se také rozšířil na všechny obchody týkající se dražeb emisních povolenek a dražených produktů odvozených od těchto emisních povolenek. Zákaz je hlouběji analyzován v následující kapitole o rozsahu působnosti zákazu.

Na poslední chvíli, v reakci na „LIBOR skandál“, se též doplnil již výše zmíněný zákaz manipulace s referenčními hodnotami, kterými se stanovují mezibankovní úvěrové sazby. Rozsah působnosti se tedy dále rozšířil i na tuto oblast.

[218] Srov. recitál č. 10 k MAR.
[219] Mezi obchodované komodity patří tyto skupiny: energie (jako např. ropa a zemní plyn), kovy (např. měď a zlato), zemědělské produkty (např. kukuřice a rýže) a maso a dobytek; hlavním rozdílem od ostatních finančních instrumentů je ten, že je lze fyzicky dodat.
[220] Recitál č. 20 k MAR.
[221] Viz písm. b) bod 2. stanoviska ČNB k MAR.

Schéma č. 4 – Aktuální rozsah působnosti zákazu manipulace s trhem



Zdroje: Článek 2 a 12 MAR. Oddíl C přílohy I směrnice 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů[222] (MiFID II).

Hlavní úprava oblasti působnosti se nachází v článku 2 nařízení MAR, která se vztahuje na oblast působnosti celého nařízení. Článek 2 (jeho druhý odstavec) ve spojení s článkem 12 (první odstavec) téhož nařízení stanoví, že zákaz manipulace s trhem se vztahuje na finanční nástroje, související spotové komoditní smlouvy a dražené produkty odvozené od povolenek na emise.

[222] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU – Dále jen MiFID II nebo směrnice MiFID II.

Struktura oblasti působnosti je relativně komplikovaná, zvláště díky vzájemné interakci nařízení MAR a směrnice MiFID II. Finanční nástroje, na které se zákaz vztahuje, nejsou definovány v MAR, nýbrž v MiFID II a v určitém rozsahu i v nařízení o trzích finančních nástrojů (MiFIR)[223]. Je tedy velmi důležité při analýze konceptu zákazu tržní manipulace číst daná ustanovení ve vzájemné provázanosti.

Dále k **schématu č. 4**:

Finanční nástroje. Jejich definice se nachází v oddílu C, příloze první směrnice MiFID II.[224] Forma definice není pojata obecně, ale je zde taxativní výčet jednotlivých finančních nástrojů (viz schéma[225]). Jak vyplývá ze schématu, zákaz tržní manipulace se vztahuje pouze na finanční nástroje, které jsou obchodovány na *regulovaném trhu*, *mnohostranném obchodním systému* (MTF[226]) nebo na *organizovaném obchodním systému* (OTF[227]). Jednotlivé obchodní systémy jsou definovány ve čtvrtém článku, odstavcích 21–23.[228] Finanční nástroje obchodované mimo tyto trhy tudíž nespadají pod působnost zákazu, to platí ovšem až na jednu, již výše nastíněnou výjimku. Pokud cena nebo hodnota finančního nástroje závisí na ceně nebo hodnotě finančního nástroje obchodovaného na jednom z obchodních míst nebo má na takovou cenu dopad, tak spadá do působnosti zákazu.[229]

Spotové komoditní smlouvy. Spotový komoditní kontrakt je smlouva na dodávku komodity obchodovaná na spotovém trhu[230] s dodáním ihned po vypořádání obchodu a též smlouva o dodávce komodity, která není finančním nástrojem, včetně fyzického vypořádání smlouvy.[231]

---

[223] Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012. Dále jen MiFIR.

[224] Respektive ve čl. 4 odst. 15 stejné směrnice je odkaz na přílohu I a oddíl C.

[225] Poznámka ke schématu: pro větší přehlednost jsou deriváty užity jako nadřazené slovo, v příloze k směrnici MiFID II jsou stanoveny jednotlivé druhy derivátů.

[226] Z anglického „multilateral trading facility".

[227] Z anglického „organized trading facility".

[228] Jejich definice jsou nicméně relativně abstraktní a těžko uchopitelné. Pro lepší představu viz DEUTSCHE BÖRSE. *Trading Venues.* Deutsche Börse official website, [obline]. [Cit. 06. 03. 2019] https://deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-dossiers/mifid-mifir/mifid-mifir-virtual/mifid-i-to-mifid-ii/market-structure/trading-venues nebo UK TRACTION FINTECH. *What are the different types of trading venue?* – [online]. [cit. 26.03.2019]. Dostupné z: https://tractionfintech.com/uk/faqs/what-are-the-different-types-of-trading-venue/.

[229] Čl. 2 odst. 1 písm. d) MAR.

[230] Spotový komoditní trh je definován v čl. 3 odst. 1 bod 16 MAR takto *„ …je komoditní trh, na kterém se komodity prodávají za hotové a dodávají se ihned při vypořádání obchodu, a jiné nefinanční trhy, jako jsou termínové komoditní trhy."*

[231] Čl. 3 odst. 1 bod 15 MAR.

Působnost zákazu si nicméně vztahuje pouze na ty

> *„spotové komoditní smlouvy, které nejsou velkoobchodními energetickými produkty*[232] *a kde obchod, pokyn nebo jednání má, pravděpodobně bude mít nebo má mít vliv na cenu nebo hodnotu finančního nástroje.*“[233]

Jak už bylo vyvozeno výše a ze schématu vyplývá, musí se jednat pouze o finanční nástroje, které spadají do působnosti zákazu.

Referenční hodnoty. Referenční hodnotou se rozumí

> *„veřejně dostupná nebo zveřejněná sazba, index nebo číselná hodnota, která je periodicky nebo pravidelně vypočítávána použitím určitého vzorce nebo na základě hodnoty jednoho nebo více podkladových aktiv nebo cen, včetně odhadů cen, platných či odhadovaných úrokových sazeb nebo jiných hodnot nebo údajů z průzkumů“*[234]

Ty nejhlavnější referenční hodnoty (jako např. LIBOR nebo EURIBOR) jsou užívány jako údaj, od kterého se mj. odvíjí trh s půjčkami finančních nástrojů (pro krátké prodeje) a též jako údaj, podle kterého se oceňují některé finanční nástroje. Díky této propojenosti (a hlavně také kvůli výše zmíněnému „LIBOR skandálu“) manipulaci s nimi bylo třeba zakázat.[235] Zákaz se vztahuje pouze na referenční hodnoty, na kterých závisí hodnota finančního nástroje nebo jej ovlivňuje, což se děje odkazem na referenční hodnotu.[236]

Dražené produkty odvozené od povolenek na emise. S nástupem směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID II) se definice finančního nástroje rozšířila též na povolenky na emise.[237] Rozšíření bylo důsledkem směrnice 2003/87/ES,[238] která zavedla systém pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů v EU.[239] Směrnice 2003/87/ES

---

[232] Velkoobchodní energetické produkty a jejich zákaz tržní manipulace byl totiž už definován jiným nařízením ze dne 25. října 2011 č. 1227/2011 o integritě a transparentnosti velkoobchodního trhu s energií, viz čl. 2 nařízení MAR

[233] Citováno z článku 2 odst. 2 písm. a) MAR.

[234] Citováno z článku 3 odst. 1 bod 29 tamtéž.

[235] Recitál 44 k MAR.

[236] Při určování hodnoty finančního nástroje nebo částky splatné u finančního nástroje, viz čl. 3 odst. 1 bod 29 MAR, samotný zákaz jednání je vyjádřen v čl. 12 odst. 1 písm. d) MAR takto: *„ …předání nepravdivých anebo zavádějících informací nebo neopravdivých nebo zavádějících vstupních údajů ve vztahu k referenční hodnotě, pokud osoba, která tyto informace či vstupní údaje předala, věděla nebo měla vědět, že jsou nepravdivé nebo zavádějící, nebo jakkoliv jiné jednání, které manipuluje s výpočtem referenční hodnoty.“*

[237] Viz příloha 1 oddíl c bod 11 MiFID II.

[238] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/87/ES o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství a o změně směrnice Rady 96/61/ES.

[239] Tzv. European Union Emission Trading Scheme (EU ETS), což je největší platforma na obchodování s emisními povolenkami, u nás jej dále upravuje zákon č. 383/2012 Sb. o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů.

byla konsekvencí Kjótského protokolu, kde se signatářské státy mj. zavázaly o snížení emisí skleníkových plynů. Se zavedením obchodních systémů (které fungují na podobných principech jako obchodní systémy, kde se obchodují například akcie) nastal po krátké době problém se zneužitím trhu.[240] Komise se tedy rozhodla, že je pro účely právní úpravy klasifikuje jako finanční nástroje a tím je zahrnula do oblasti působnosti. Před přijetím nařízení MAR se zákaz tržní manipulace už vztahoval na některé transakce – dražby emisních povolenek[241] – dvoudenní spoty[242] nebo pětidenní futures.[243, 244] Pokud se tedy dražený produkt považoval za finanční nástroj, vztahoval se na něj zákaz obsažený ve směrnici MAD (tak to tedy bylo v případě pětidenních futures). Pokud se o finanční nástroj nejednalo (dvoudenní spoty), tak se užil režim nařízení č. 1031/2010. Materiálně se ale jednalo o víceméně stejné zákazy. Při rozšíření oblasti působnosti nařízení MAR na dražené produkty šlo tedy spíše o sjednocení právní úpravy, v tom smyslu, aby ta jedna a stejná oblast nespadala do režimu různých právních úprav.[245] Ustanovení o emisních povolenkách je k prvnímu kvartálu roku 2019 upraveno takto:

> *„Toto nařízení se rovněž vztahuje na jednání nebo obchody včetně nabídek, týkající se dražeb povolenek na emise nebo jiných od nich odvozených dražených produktů, a to i když se nejedná o finanční nástroje, na dražební platformě povolené jako regulovaný trh v souladu s nařízením (EU) č. 1031/2010. Aniž by byla dotčena jakákoli ustanovení týkající se konkrétně nabídek předložených v souvislosti s dražbou, vztahují se na tyto nabídky požadavky a zákazy uvedené v tomto nařízení týkající se pokynů k obchodování.“*[246]

Jak z ustanovení vyplývá, zákaz tržní manipulace se nevztahuje pouze na emisní povolenky a jiné od nich odvozené dražené produkty, nýbrž i na ty, které nejsou finančními nástroji ve smyslu evropské právní úpravy. Proto jsou ve schématu

---

[240] Recitál č. 11 k MiFID II.
[241] Nařízení Komise č. 1031/2010 ze dne 12. listopadu 2010 o harmonogramu, správě a jiných aspektech dražeb povolenek na emise skleníkových plynů v souladu se směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2003/87/ES o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství.
[242] Dvoudenním spotem se rozumí dle čl. 3 odst. 3 Nařízení č. 1031/2010 *„povolenky dražené k dodání, jež se má uskutečnit ke sjednanému datu, které připadne nejpozději na druhý obchodovací den ode dne konání dražby.“*
[243] Pětidenními futures se rozumí dle čl. 3 odst. 4 Nařízení č. 1031/2010 *„povolenky dražené jako finanční nástroje k dodání, jež se má uskutečnit ke sjednanému datu, které připadne nejpozději na pátý obchodovací den ode dne konání dražby.“*
[244] Viz čl. 36 a 37 Nařízení č. 1031/2010.
[245] S úpravou nesouhlasí ČNB, která ve svém stanovisku k MAR argumentuje tím (podobně jako u spotových obchodů s komoditami), že regulace nespadala do finanční regulace a není zde žádný důvod ke změně.
[246] Citováno z čl. 2 odst. 1.

rozlišovány dražené produkty odvozené od emisních povolenek, které nejsou finančními nástroji, a finanční nástroje jejichž podmnožinou ve smyslu nařízení jsou i emisní povolenky. Jazykovým výkladem můžeme dospět ještě k jednomu závěru (který je také znázorněn ve schématu) – odvozené dražené produkty, které nejsou finančními nástroji, musí být obchodovány na regulovaných trzích – věta první, část poslední. Nicméně, pokud emisní povolenky patří mezi finanční nástroje (což dle slov právní úpravy patří), logickým a systematickým výkladem můžeme dojít k závěru, že rozsah působnosti se vztahuje na všechna obchodní místa. Zde tedy bude potřeba vyčkat na judikaturu Evropského soudního dvoru.[247]

4.2 Formy jednání spadající do působnosti zákazu tržní manipulace

Tržní manipulaci lze spáchat různými způsoby, na které můžeme aplikovat (již výše načrtnuté) dělení verbální a neverbální manipulace. Verbální manipulace může být spáchána rozšiřováním informací, ať už ústně či písmem či jakýmkoliv dalším způsobem (přes média, internet…), s úmyslem ovlivnit cenu či hodnotu finančního nástroje, spotové komoditní smlouvy, draženého produktu odvozeného od povolenek na emise nebo referenční hodnoty. V případě neverbální manipulace je tak činěno prostřednictvím určitého jednání, jako například obchodními transakcemi, které vysílají nesprávnou představu o férové ceně finančního nástroje.

Původní formulace *„provedení operace nebo vydání příkazu k obchodování“*[248] se změnila na *„uzavření obchodu, zadání pokynu k obchodování nebo jiné jednání“*.[249] Tato změna reálně znamená podchycení jakékoliv další formy jednání. Z čehož v důsledku vyplývá, že manipulaci s trhem lze spáchat 2 způsoby – konáním či opomenutím.[250] Příkladem neverbálního spáchání tržní manipulace formou opomenutí může posloužit například případ, kdy osoba (typicky nějaká investiční společnost, která má smlouvu s burzou o poskytování likvidity), která je tvůrcem trhu s akciemi na určitém titulu, své postavení zneužije tím, že ve chvíli, kdy dochází k velkému cenovému posunu, přestane plnit svoji povinnost (a tudíž přestane kótovat smluvené množství akcií), protože se ji to vyplatí z nějakého důvodu. Tím, že přestala kótovat, ještě více pomohla destabilizovat cenu akcie a cena se může rapidně vychýlit „jejím směrem“. Druhým

[247] Dále jen „ESD“.
[248] Citováno z čl. 1 odst. 2 MAD.
[249] Citováno z čl. 12 odst. 1 MAR.
[250] Slovy nařízení MAR „činnosti a opomenutí“, viz čl. 2 odst. 2 bod 4.

příkladem opomenutí (tentokrát verbálního) může být případ, kdy osoba povinná zveřejňovat povinné informace, nezveřejní záměrně negativní informaci, což se projeví tím, že cena či hodnota bude vychýlena pozitivním směrem. Pokud jejím úmyslem bylo ovlivnit cenu či hodnotu, naplní tím skutkovou podstatu tržní manipulace.

Závěr

Prvním (a primárním) cílem práce bylo zmapovat genezi a vývoj regulace tržní manipulace ve světle nařízení MAR, které stále vyvolává více otázek než odpovědí. Provedená analýza a komparace současné právní úpravy a právních úprav předchozích má poskytnout co nejvíce jasný (v rámci mantinelů složitosti problematiky) přehled o působnosti účinného nařízení ve spojení se souvisejícími právními předpisy a jejich vzájemné aplikaci a snaží se nepřehlednou robustní právní úpravu pomocí explanace co nejvíce objasnit.

Během analýzy evropské právní úpravy a tvorby rešerše autor dospěl k závěru, že aby vůbec mohl dané tématice dostatečně porozumět, nějak rozumně ji uchopit a aby i jeho výstupům bylo rozumět, je třeba do práce implementovat kapitolu věnující se specifickému legislativnímu procesu pro oblast finančního trhu. To před vypracováním nebylo záměrem, nicméně nutnost kapitoly vykrystalizovala už v úplných začátcích. Naopak, původní myšlenka kapitoly syntetizující případy před ESD (s cílem pokusit se nastínit určité trendy v rozhodování) v oblasti tržní manipulace se velmi brzy ukázala jako mylná, z důvodu nedostatečnosti a minimálního počtu případů.

Druhým (sekundárním) cílem bylo navrhnout nové (a co se týče českých zdrojů zatím jediné) teoretické členění forem manipulace s trhem a pokusit se přinést trochu řádu i do tak těžko pochopitelné problematiky. V této oblasti se autor totiž setkal s velkým nedostatkem relevantních zdrojů a musel tedy z velké části spoléhat na svoje znalosti a poznatky z praxe. Volba forem není nikterak vyčerpávající, ale spíše se pokouší podchytit a pojmenovat ty nejčastější a nejhlavnější formy.

Finanční trhy by měly vždy zůstat otevřené, transparentní a volné, pokud možno, co nejvíce to je možné. To ale ovšem neznamená, že by neměly mít pravidla regulující jejich strukturu a chování účastníků. Aby totiž finanční, resp. kapitálový trh mohl fungovat a plnit svou funkci (tj. pomáhal k efektivní alokaci kapitálu), je zapotřebí jej alespoň částečně regulovat. Jedině tak lze zajistit efektivní ochranu před tržním selháním.[251] Trend centralizace regulace v evropském kontextu lze považovat za správný, bez harmonizace pravidel kapitálových trhů, jakožto jednoho ze základních kamenů celého finančního systému, by nebylo možné se přiblížit k efektivnímu fungování

[251] Tržní selhání je stav, kdy trh nevede k požadovaným (či zamýšleným) výsledkům.

vnitřního trhu, potažmo k trhu jednotnému. Tato premisa se potvrdila už velmi brzy po přijetí směrnice MAD, kdy si každý stát právní úpravu přizpůsobil podle sebe v rámci mantinelů směrnice. Což samozřejmě nebylo úplně žádoucí vzhledem k požadovanému cíli harmonizace jednotlivých trhů členských států. Tento problém se snaží nařízení MAR řešit, a to právě silou nařízení, které už neumožňuje prostor pro „právní manévrování" jednotlivými členskými státy. Mimo to určité složitosti zjednodušuje a snaží se o celkové sjednocení právní úpravy. Nicméně dle názoru autora by to bylo možné ještě více jednoduše, s méně právními předpisy, více transparentně a ve větší kooperaci s odbornou veřejností a účastníky trhu. Předešlo by se tak nejistotě ze strany jednotlivých účastníků, kteří dodnes reálně neví, „co se smí a co se nesmí". Například na burze cenných papírů ve Vídni se uplatňují jiná pravidla než na burze cenných papírů v Praze, ačkoliv základní právní rámec je u obou zemí stejný (nehledě na interní burzovní pravidla). Stejně tak by bylo vhodnější předcházet i nejistotě jednotlivých dohledových orgánů, které stále mají na starost dohled nad fungováním a vymáháním evropských právních předpisů u jednotlivých členských států. V dnešní situaci dohledové orgány volí pasivní přístup a vyčkávají, co se bude dít. Ačkoliv pod nynější „catch-all" definici lze zařadit s trochou fantazie téměř vše, reálná praxe spíše ukazuje, že daná koncepce zatím nefunguje a je třeba něco změnit či právní úpravu více konkretizovat. Jak se ale dá situace vyřešit a trhy opravdu materiálně sjednotit? Možná centralizovanějším řízením? Kde se ale pak určí hranice, která by se už neměla překročit? Byla tato plíživá cesta k federaci původní záměr evropské integrace? Cílem práce nebylo se pokusit oponovat nynější právní úpravě a navrhnout nový právní rámec de lege ferenda, nicméně při analýze problematiky se autor nemohl zbavit pocitu, že je třeba problém alespoň pojmenovat, i když nezná způsob jeho řešení.

Seznam použitých zdrojů

1. Seznam použité literatury

LEFEVRE, Edwin. *Reminiscences of a stock operator*. Hoboken, N.J.: J. Wiley, 2006. Wiley investment classics,

ARISTOTELÉS. *Politika*. Druhé vydání. Praha: Petr Rezek, 1998. ISBN 80-86027-30-9.

LIPOVSKÁ, Hana. *Moderní ekonomie: jednoduše o všem, co byste měli vědět*. Praha: Grada, 2017. ISBN 978-80-271-0120-7.

MARKHAM, W. Jerry. *Prohibited Floor Trading Activities Under the Commodity Exchange Act*. 58 Fordham L. Rev. 1 (1989).

CHANCELLOR, Edward. *Devil take the hindmost: a history of financial speculation*. New York: Farrar, Straus, Giroux, 1999. ISBN 0374138583.

BANNER, Stuart. *Anglo-American securities regulation: cultural and political roots, 1690-1860*. New York: Cambridge University Press, 1998. ISBN 052162231X

BUFFINTON, Arthur H. *The Second Hundred Years War, 1689-1815*. Westport, Conn.: Greenwood Press, 1929. ISBN 0837182042

BEAUFAIN, Charles Random de Bérenger, Thomas Cochrane DUNDONALD, Andrew James Cochrane JOHNSTONE, et al. *The trial of Charles Random de Berenger, Sir Thomas Cochrane, commonly called Lord Cochrane, the Hon. Andrew Cochrane Johnstone, Richard Gathorne Butt, Ralph Sandom, Alexander M'Rae, John Peter Holloway, and Henry Lyte for a conspiracy: in the Court of King's Bench, Guildhall, on Wednesday the 8th, and Thursday the 9th of June, 1814*. London: Sold by J. Butterworth and Son, ... and Gale, Curtis and Fenner, 1814.

MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition*. Oxford: Oxford University Press, 2016. 978-01-9966435-1.

BERGÞÓRSSON, Andri Fannar. *What is market manipulation?: an analysis of the concept in a European and Nordic context*. Boston: Brill, [2018]

ČIŽINSKÁ, Romana, REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-1922-1,

2. Seznam použitých právních předpisů

256/2014 Sb. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu

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 směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES

Turkey: Law No. 4054 of December 12, 1994, on the Protection of Competition

Commodity Exchange Act

Dodd-Frank Act

Financial Services and Market Act 2000

Prevention of Fraud (Investments) Act 1939

Směrnice Komise 2003/124/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem

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

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/87/ES o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství a o změně směrnice Rady 96/61/ES

Nařízení Komise č. 1031/2010 ze dne 12. listopadu 2010 o harmonogramu, správě a jiných aspektech dražeb povolenek na emise skleníkových plynů v souladu se směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2003/87/ES o vytvoření systému pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů ve Společenství

Smlouva o fungování Evropské Unie

Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 1095/2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 182/2011 kterým se stanoví pravidla a obecné zásady způsobu, jakým členské státy kontrolují Komisi při výkonu prováděcích pravomocí

3. Seznam použitých internetových zdrojů

THE GUARDIAN. *London still world's top financial centre despite Brexit, says survey*. [online]. [cit. 09.10.2018]. Dostupné z: https://www.theguardian.com/business/2017/sep/11/london-financial-centre-brexit-frankfurt-dublin-new-york-donald-trump

GIBBS LAW GROUP CLASS ACTION, INJURY AND WHISTLEBLOWER ATTORNEY. Market *Manipulation Examples & Cases | Example: Manipulating Markets.* [online] [cit. 08.10.2018]. Dostupné z: https://www.classlawgroup.com/securities-fraud/stock/market-manipulation/examples/

BOCCONI STUDENTS INVESTMENT CLUB (BSIC). *Tips and tricks for manipulating the market (and getting punished for it).* Bocconi Students Investment Club-Bocconi Students Investment Club [online]. [cit. 08.10.2018]. Dostupné z: http://www.bsic.it/marketmanipulation/

PICARDO, Elvis. *High-Frequency Trading Terminology.* Investopedia – Sharper Insight. Smarter Investing. [online [cit. 08.10.2018]. Dostupné z: https://www.investopedia.com/articles/active-trading/042414/youd-better-know-your-highfrequency-trading-terminology.asp

GOODBOY, David. *5 Market Manipulation Tactics And How To Avoid Them.* Nasdaq [online]. [cit. 2018-09-10]. Dostupné z: https://www.nasdaq.com/article/5-market-manipulation-tactics-and-how-to-avoid-them-cm946807

PATRIA.CZ. *Ticker*. Investice, ekonomika a finance, kurzy, akcie, měny a komodity - *Patria.cz* [online]. [cit. 19.01.2019]. Dostupné z: https://www.patria.cz/slovnik/492/ticker.html

CAPITAL MARKETS BOARD OF TURKEY. *Capital Markets Board of Turkey* [online]. [cit. 10.10.2018]. Dostupné z: http://www.cmb.gov.tr/

US LEGAL, INC..*Cornering the Market Law and Legal Definition*. USLegal, Inc.. Legal Definitions Legal Terms Dictionary [online]. [cit. 10.10.2018]. Dostupné z: https://definitions.uslegal.com/c/cornering-the-market/

BORSA ISTANBUL A.Ş. *Consolidated Data*. [online]. Borsa İstanbul [cit. 10.10.2018]. Dostupné z: http://www.borsaistanbul.com/en/data/data/consolidated-data

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA (PRAGUE STOCK EXCHANGE). *Objemy obchodů: Prague Stock Exchange.* BCPP: Prague Stock Exchange [online] [cit. 10.10.2018]. Dostupné z: https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/objemy-obchodu/

DHIR, Rajeev. *Pump and Dump Definition.* Investopedia - Sharper Insight. Smarter Investing. [online]. [cit. 10.10.2018]. Dostupné z: https://www.investopedia.com/terms/p/pumpanddump.asp

CORPORATE FINANCE INSTITUTE. *Spoofing - Overview, How it Works and Current Legislation.* Financial Modeling Courses & Training - Financial Analyst Certification [online] [cit. 14.11.2018]. Dostupné z: https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/spoofing/

US LEGAL.INC. *Bear Raid Law and Legal Definition.* Legal Definitions Legal Terms Dictionary | USLegal, Inc. [online]. [cit. 13.10.2018]. Dostupné z: https://definitions.uslegal.com/b/bear-raid/

MILLER, David; STERLING, Josh; YONGE William. *Spoofing the order book: UK and US regulators take aim*. Financier Worldwide Magazine. [online]. [cit. 10.11.2018]. Dostupné z: https://www.financierworldwide.com/spoofing-the-order-book-uk-and-us-regulators-take-aim/#.Ws-eSpdrzcs/

LONDON STOCK EXCHANGE. *Our history – London Stock Exchange.* [online]. [cit. 02. 02. 2019]. Dostupné z: https://www.londonstockexchange.com/products-and-services/rns/history/history.htm

Archive of European Integration – Archive of European Integration [online]. [cit. 03.03.2019] Dostupné z: http://aei.pitt.edu/30579/1/P_80_77.pdf

Archive of European Integration. *Archive of European Integration – Archive of European Integration* [online]. [cit. 03. 03. 2019] Dostupné z: http://aei.pitt.edu/31823/

EU. Financial services: Commission launches call for evidence on review of Market Abuse Directive. EUROPA – European Union website, the official EU website [online]. [Cit. 05. 03. 2019] Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-600_en.htm?locale=en

EVROPSKÁ KOMISE. *Press release – Commission publishes results of Call for Evidence on EU financial services*. EUROPA – European Union website, the official EU website [online]. [Cit. 05. 03. 2019]. Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3750_en.htm

DEUTSCHE BÖRSE. *Trading Venues.* Deutsche Börse official website, [obline]. [Cit. 06. 03. 2019] https://deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-dossiers/mifid-mifir/mifid-mifir-virtual/mifid-i-to-mifid-ii/market-structure/trading-venues

LATHAM &WATKINS LLP. *Practices – Lamfalssy Process*. [online]. Latham [cit. 10.02.2019]. Dostupné z: https://www.lw.com/MarketAbuseRegulation/Lamfalussy

ODBOR EU A MEZINÁRODNÍHO PRÁVA MINISTERSTVA VNITRA ČESKÉ REPUBLIKY. Lisabonská smlouva. [online]. [cit. 11.02.2019]. Dostupné z: https://www.mvcr.cz/clanek/agenda-eu-na-mv-lisabonska-smlouva.aspx

CESR [The Committee of European Securities Regulators]. *CESR in Short*. [online]. [cit. 10. 02. 2019]. Dostupné z: http://www.cesr-eu.org/index.php?page=cesrinshort&mac=0&id=

4. Seznam použitých článků

KHAN, MOZAFFAR a LU HAI. *Do Short Sellers Front-Run Insider Sales?* (January 28, 2011). MIT Sloan Research Paper No. 4706-08. SSRN [online]. [cit. 2018-09-10]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1140694

HEINZ, Joseph. D. *Spoofing: Ineffective Regulation Increases Market Inefficiency*. 67DePaul L. Rev. (2018). Str. 86-91.

CRAIG, Paul P. *Delegated Acts, Implementing Acts and the New Comitology Regulation* (October 1, 2011). European Law Review, Vol. 36, str. 672 an, Říjen 2011; Oxford Legal Studies Research Paper No. 58/2011

5. Seznam použitých právních dokumentů

FCA Handbook MAR 1.3.2. odst. 2

CTFC. *Customer Advisory: Beware Virtual Currency Pumd-and-Dump Schemes*

Segré Report 1966

European code of conduct in securities transactions

Financial Services Action Plan

FESCO Market Abuse Report

CESR/04-505b

2011/0295 (COD)

Lamfalussyho zpráva

6. Seznam použité judikatury

SEC v. Daniel Bergin and Jaqueline Zaun

USA v. Mark Johnson and Stuart Scott

Cargill Inc. v. Hardin

U.S. v. Gallison, 1:15-cr-00178 (E.D. Va.)

Scott v. Brown, Doering, McNab & co

7. Seznam dalších použitých dokumentů

Stanovisko ČNB k MAR a MAD II

Seznam zkratek

CESR – Comittee of European Securities Regulators

CEO – Chief executive officer

ČNB – Česká národní banka

ESC – European Securities Committee

ESMA – European Securities and Markets Authority

EU – Evropská unie

FESCO – Forum of European Securities Commission

FSAP – Financial Services Action Plan

HFT – High Frequency Trading

MAD – Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)

MAR – Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu)

MiFID – Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS

MiFID II – Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU

MiFIR – Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 Text s významem pro EHP

SFEU – Smlouva o fungování Evropské unie

TZ – Zákon č. 40/ 2009 Sb., trestní zákoník

ZPKT – Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Seznam grafů a schémat

Graf č. 1 – Front running studie 11

Graf č. 2 – Front running studie 11

Graf č. 3 – Příklad corneringu 13

Graf č. 4 - Pump and Dump schéma 15

Graf č. 5 – Příklad momentum ignition 19

Graf č. 6 – Propad indexu S&P 500 ze dne 23. dubna 2013 23

Schéma č. 1 – Spoofing 17

Schéma č. 2 – Lamfalussyho proces v nynější podobě 25

Schéma č. 3 – Úroveň 2 Lamfalussyho procesu v nynější podobě (zjednodušeno) 28

Schéma č. 4 – Aktuální rozsah působnosti zákazu manipulace s trhem 47

Manipulace s trhem

Abstrakt

Práce je rozdělena do dvou hlavních tematických okruhů a čtyřech kapitol. V prvním okruhu je cílem navržení nového teoretického členění forem tržní manipulace a následná analýza těch nejčastějších a nejzávažnějších (z pohledu autora) s přiloženými grafy a schématy pro lepší názornost. Cílem není rozpracování všech, ale všechny formy by měly patřit do jedné ze dvou navržených skupin – klasických, nebo moderních forem tržní manipulace. Mezi klasické autor zařadil front running, squeezing, cornering, wash trading, bear raiding a pump and dump. Pod moderní formy manipulace subsumoval spoofing, layering, momentum ignition, pinging a fake news. Druhým tematickým okruhem je historické pozadí tržní manipulace, geneze a vývoj regulace v evropském kontextu. U historického pozadí je věnována pozornost Spojenému království Velké Británie a Severního Irska, které vždy bylo průkopníkem a udávalo trendy finančních trhů v celé kontinentální Evropě a velmi ovlivnilo následně i regulaci v rámci evropské integrace. Ve třech podkapitolách je popsán historický vývoj od konce 17. století až po současnost. Vývoj v rámci evropské integrace je zmapován celý, od počátečních nezávazných doporučení v šedesátých a sedmdesátých letech 20. století přes Bílou knihu Dokončení vnitřního trhu (v roce 1985) a přípravy směrnice MAD v devadesátých letech, až po nařízení MAR a další evropské právní akty na ně navázané. Kapitolu historického vývoje doplňuje kapitola o legislativním procesu pravidel v oblasti zneužití trhu – čtyřúrovňovém Lamfalussyho procesu. Další kapitola je věnována nynější právní úpravě – nařízení MAR a dalších evropských právních předpisů (např. směrnice MAD II), které se použijí ve spojení s nařízením. Zde je vymezena aktuální oblast působnosti zákazu tržní manipulace a formy jednání, které spadají do působnosti zákazu tržní manipulace.

Klíčová slova: Manipulace s trhem, formy manipulace s trhem, vývoj tržní manipulace, MAR, MAD, Lamfalussyho proces.

Market Manipulation

Abstract

The thesis is structured in two main topics and four chapters. The aim of the first topic is a proposal of new theoretical division of market manipulation types and the follow-up analysis of the most common and the most serious types of market manipulation (from the author's perspective). A graph or a scheme is enclosed to almost every type of the market manipulation for better illustration and representation. The aim is not to provide an exhausting list, but rather to provide an outline of the fundamental theory. Every existing type of market manipulation should fall under one of these two categories – classic type of market manipulation (front running, squeezing, cornering, wash trading, bear raiding, pump and dump) or modern type of market manipulation (spoofing, layering, momentum ignition, pinging, fake news). The aim of the second topic is to map, analyze and explain the historical background of market manipulation regulation, its genesis and evolution in the European context. The main focus of the subchapter regarding historical background is the United Kingdom which always has been the pioneer of financial markets in the continental Europe. The subchapter is focused on the evolution from the end of the 17th century until the European integration regulation. In another subchapter, the evolution of the regulation within the frame of the European integration is mapped as a whole, from the first non-binding recommendations in the sixties and seventies of the 20th century over the White Paper on the completion of internal market (1985) and the Market Abuse Directive preparation to the Market Abuse Regulation. The chapter of the historical evolution is completed by another chapter regarding legislative procedure of the market abuse regulation in the European Union – the Lamfalussy process. The next chapter is devoted to the actual legal framework – Market Abuse Regulation and other European legislation that is related. The aim of this chapter is to analyze the field of scope of the current legislation and to distinguish the types of behaviour which fall under the scope of the market manipulation ban.

Key words: Market manipulation, market manipulation forms, market manipulation evolution, MAR, MAD, Lamfalussy process.