

Abstrakt

Tématem této práce je problematika zneužívání trhu prostřednictvím manipulace, a to zejména z pohledu opodstatněnosti její regulace a konkrétní reglementace. Manipulace je jedním ze dvou pilířů, které tvoří předmět práva zabývajícího se zneužíváním trhu.

Práce je tvořena pěti částmi, které jsou dále rozděleny celkem na 17 kapitol. Postupujeme od obecného vymezení základních pojmů, kategorií a ekonomických souvislostí ke konkrétnímu objasnění konceptu manipulace a jeho fungování v praxi až k jednotlivým skutkovým podstatám manipulace. V závěru je poté uvedený výklad doplněn o negativní výčet manipulace a odpovědnost z manipulace plynoucí.

Prvních pět kapitol, které jsou obsahem části A, se věnuje obecným úvodním poznámkám (kapitola 1), včetně poznámek vysvětlujících metodologii a koncepci práce, její cíle a stanovení ověřovaných hypotéz (kapitoly 3, 4 a 5). Kapitola 2 této části se zaměřuje na otázku v práci používaného pojmosloví. Poukazujeme zde na omezující skutečnosti stávající úpravy stran používaných pojmů a docházíme k závěru, že v této práci bude používáno zásadně pojmů obecných, a to trh (namísto např. pojmu trh kapitálový či regulovaný) a instrument (namísto např. pojmu finanční nástroj či investiční nástroj). Tyto otázky jsou předmětem rozboru rovněž v dalších částech práce, zejména části B.

Část B se věnuje trhu a ekonomickým základům regulace. Kapitoly 6 a 7 popisují finanční trh a jeho jednotlivé segmenty. Tímto rozbohem poukazujeme na skutečnost, že jako předmět ochrany před manipulací není dostačující nahlížet pouze určité instrumenty obchodované nebo přijaté k obchodování na specifických trzích. Jsme si však vědomi, že kapitálový trh zde bude rozhodujícím, a proto se kapitola 8 blíže věnuje jeho významu a integritě.

Kapitola 9 stejné části poté nabízí ekonomické pohledy a teorie, které jsou dále v práci uváděny při podpoře či vyvrácení jednotlivých argumentů, zejména ve vztahu k subjektivnímu a objektivnímu pojetí deliktu manipulace. Ekonomické teorie přinášejí (nejen) do finančního práva různé přístupy a přisuzují trhům rozdílné funkce, resp. liší se v nahlížení na jejich fungování a předpoklady, které je nutné z pohledu regulace považovat za určující. Analýza právních norem vyžaduje pochopení ekonomických teorií a jejich předpokladů.

Manipulace je název části C, která je svým rozsahem a obsahem částí stěžejní a základní. Tato část je rozdělena na 3 kapitoly, přičemž kapitola 10 se věnuje obecnému zakotvení manipulace v právních rádech, a to na úrovních EU a ČR. Poukázáno je zde rovněž

na některé rozdíly v pojetí manipulace v ZPKT a TZ. Částečně jsou rovněž diskutovány základní zásady.

Z pohledu obsahu je zásadní kapitola 11, která se věnuje konceptu manipulace. V rámci kritiky objektivního přístupu jsou diskutovány zejména otázky tzv. „umělé ceny“, resp. analogicky „ceny správné“, přinucení účastníků trhu k obchodování (vysíláním klamavých signálů) a ovlivnění volného (tržního) utváření nabídky a poptávky. Nosným je zde však téma umělé ceny, neboť objektivní přístupy k manipulaci neváží znak manipulace na zavinění, ale právě na umělou cenu. V této části uvedenou skutečnost podrobuje bližšímu rozboru a uzavíráme, že tento přístup není správný. Stanovení správné ceny totiž není objektivně možné. Pokud bychom měli posoudit cenu, museli bychom vždy „nahlédnout do mysli“ konkrétního účastníka. Obchod uskutečněný za cenu, která odpovídá představám tohoto účastníka, nemůže být považován za manipulativní. Jinými slovy, umělost ceny nelze podrobit objektivnímu testu, ale vychází vždy z představ konkrétního účastníka a předpokládá tedy test subjektivní. Domníváme se tedy, že zavinění je implicitním znakem umělé ceny, a tedy i definice manipulace. Objektivní přístup k manipulaci tedy podle nás nemůže být založen na principu umělé ceny.

V této kapitole rovněž poukazujeme na kritiku subjektivního přístupu, a to rozbohem argumentů pro objektivní přístup. Těmito argumenty jsou důkazní obtíže při kvalifikaci manipulativního jednání, nutnost postižení i těch jednání, která, přestože nebyla činěna s cílem manipulovat, mají škodlivý následek v podobě narušení „obvyklého“ chodu na trzích a prevenční funkce manipulace. Původně jsme jako součást této kapitoly chtěli zařadit i uvedení námi preferovaného přístupu ke konceptu manipulace. V rámci vyhotovování práce jsme však dospěli k názoru, že nalézání kompromisu mezi uvedenými přístupy je komplexnější a složitější úkol, než jakým se může jevit. Nelze zde jednoznačně dospět k závěru, že odpovědnost za delikt manipulace má být objektivní, či subjektivní. To by bylo velmi zjednodušující. Abychom mohli uvedené skutečnosti důsledně posoudit, je nutné vzít v úvahu jednotlivé skutkové podstaty tak, jak jsou obecně známy, a ve vztahu k těmto se vymežit. Podstatné je rovněž rozlišení jednání, která považujeme za „prosté“ obchodní jednání, a nikoli manipulaci. Otázka konceptu je tedy v návaznosti na tuto kapitolu podrobněji rozebrána v kapitolách 13 a 14, kde rovněž zaujímáme závěry.

Obsahově nejrozsáhlejší je kapitola 12, která se zabývá jednotlivými znaky obecné definice manipulace. Tato kapitola je strukturována tak, že jednotlivé znaky jsou diskutovány jak z pohledu Směrnice MAD a ZPKT, tak Návrhu nařízení. V této kapitole tedy poukazujeme zejména na dílčí nedostatky stávající úpravy ve Směrnici MAD, problematiku

implementace v ČR a uvádíme v komparativním pohledu podrobný popis úpravy dle Návrhu nařízení. Rozbor je zde tedy komplexní, a to jak z pohledu jednotlivých znaků, tak právních úprav. Vzhledem k této skutečnosti není na tomto místě možné veškeré otázky shrnout, nicméně lze např. upozornit na problematiku tzv. „testu průměrného uživatele“ či postihování pokusu deliktu manipulace v Návrhu nařízení. Významné je rovněž rozšíření instrumentů a platform-trhů v Návrhu nařízení či reflexe moderních technik obchodování, jakými jsou algoritmické a vysokofrekvenční obchodní praktiky. Rovněž jsou v kapitole na dílčích místech diskutovány otázky, které se vztahují k hlavnímu tématu této práce, kterým je objektivní a subjektivní přístup k manipulaci.

Část D poté ve svých kapitolách 13 a 14 doplňuje obecná pojednání o konceptu manipulace a rozbor jednotlivých znaků o jednotlivé v praxi známé skutkové podstaty manipulace a přináší rovněž námi navrhovaný přístup nejen k odpovědnosti, ale i k rozlišení jednání na manipulativní, a nikoli manipulativní. Jednotlivé skutkové podstaty jsou podrobně pojednány v kapitole 13 nejen z pohledu teoretického, ale jsou uváděny i konkrétní příklady z rozhodovací praxe. Vedle běžně známých technik manipulace jsou uvedeny rovněž ty, které jsou spojeny s automatizovaným obchodováním, jako např. *ping orders*, *quote stuffing* či *momentum ignition*. U jednotlivých skutkových podstat zaujímáme závěr, zda takové jednání považujeme za manipulaci a, pokud ano, navrhuje, zda má být odpovědnost koncipována jako subjektivní, či objektivní. V kapitole 14 poté uvádíme přehlednou shrnující tabulku jednotlivých podstat a námi navrhovaný koncept. Uzavíráme, že manipulace by neměla být obecně pojímána jako objektivní, či subjektivní. Stejně tak některá v současné době postihovaná jednání nevnímáme jako manipulativní. Zjednodušíme-li závěry, přikláníme se k postihování těch jednání, která jsou založena na klamavých informacích nebo která využívají umělých prostředků. Naproti tomu se domníváme, že jednání spočívající v uskutečňování obchodů by v zásadě neměla být kvalifikována jako manipulativní. Konečně uvádíme návrh druhových jednání, která by měla definice manipulace obsahovat.

Kapitola 15 poté na konkrétních příkladech ukazuje rozbor manipulativních praktik, které jsou v současné době aktuálně diskutovány v souvislosti se stavem světových ekonomik. Jedná se o manipulace, které se vztahují ke specifickým instrumentům, jimiž jsou CDO – zajištěná dluhová obligace (*Collateralized debt obligations*) a CDS – swap úvěrového selhání (*Credit default swap*).

Poslední, část E, se věnuje negativnímu vymezení manipulace a odpovědnosti dle stávající právní úpravy ČR, včetně návrhu harmonizační Směrnice MAD 2 na poli práva trestního. Negativní vymezení je analyzováno rovněž podrobně, a to stejně jako obecné

vymezení z pohledu Směrnice MAD, ZPKT a Návrhu nařízení. Důsledně je analyzována otázka, zda je opodstatněná výjimka vztahující se na novináře. Domníváme se, že nikoli, přičemž novináři by měli být podrobeni obecnému režimu.

Konečně závěrečné pasáže ověřují stanovené hypotézy, uvádějí přínosy výsledků, které práce prezentuje, a v neposlední řadě doporučují vymezení směrů dalšího zkoumání předkládané problematiky.

Tato práce byla vyhotovena k právnímu stavu k 31. 12. 2011.