

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE
PRÁVNICKÁ FAKULTA

Katedra obchodního práva

Mgr. Bc. Ivo Průša

**MANIPULACE KURZEM NA
KAPITÁLOVÉM TRHU**

DISERTAČNÍ PRÁCE

Praha 2012

Školitel: prof. JUDr. Jan Dědič, CSc.

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem tuto disertační práci zpracoval samostatně, uvedl jsem v ní veškeré použité informační prameny a literaturu a řádně je citoval. Předkládaná práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 29. března 2012

.....
Mgr. Bc. Ivo Průša

PODĚKOVÁNÍ

Na tomto místě bych chtěl poděkovat především svému školiteli, prof. JUDr. Janu Dědičovi, CSc., bez jehož pozitivního přístupu by tato práce dost možná nikdy nevznikla. Stejnou měrou bych rád poděkoval svým rodičům, kteří mi byli při studiu vždy oporou, a vděčím jim v tomto směru za mnohé.

Obsah

Obsah	3
Abstrakt.....	9
Abstract.....	13
Seznam zkratek.....	17
A) ÚVODNÍ POZNÁMKY	20
1 K významu předkládané materie, důvodům jejího rozboru a historii.....	22
2 K některým otázkám používaného pojmosloví – pojetí trhu a instrumentů ve vztahu k manipulaci.....	28
3 K metodologii a koncepci disertační práce	29
4 Cíle disertační práce.....	32
4.1 Rozbor jevu manipulace z právního a ekonomického hlediska.....	32
4.2 Kritické zhodnocení objektivního přístupu k manipulaci	33
4.3 Kvalifikace jednotlivých jednání jako manipulace.....	33
5 Stanovení ověřovaných hypotéz	33
B) FINANČNÍ TRH A EKONOMICKÉ ZÁKLADY REGULACE	34
6 Pojem finančního trhu a jeho postavení ve finančním systému.....	34
7 Segmenty finančního trhu	36
7.1 Kapitálový trh.....	37
7.2 Peněžní trh.....	39
7.3 Úvěrový trh	40
7.4 Komoditní trh.....	41
8 Význam kapitálového trhu a jeho integrity.....	41
9 Regulace trhů z ekonomického pohledu	43
9.1 Teorie efektivního trhu (ECMH)	48
9.2 Teorie moderního portfolia	50
9.3 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)	50
9.4 Behaviorální teorie (postmoderní)	51
9.5 Teorie chaosu	52
9.6 Exkurz: bubliny na trzích.....	53
C) MANIPULACE	55
10 Zakotvení manipulace v právní úpravě – základní zásady.....	56

10.1	Úprava manipulace na úrovni EU	56
10.1.1	Definice manipulace	56
10.1.2	Konkrétní skutkové podstaty	57
10.2	Úprava manipulace v ČR	57
10.2.1	Definice manipulace v ZPKT	58
10.2.2	Definice manipulace v TZ	60
10.2.3	Rozdíly v pojetí manipulace dle ZPKT a TZ	60
10.2.4	Základní zásady	63
11	Koncept manipulace – objektivní a subjektivní přístup	65
11.1	Subjektivní vs. objektivní přístup	65
11.1.1	Kritika objektivního přístupu	66
11.1.2	Kritika subjektivního přístupu	75
11.1.3	Preferovaný přístup k odpovědnosti	80
11.2	Zavinění	81
11.2.1	Nevědomá nedbalost	82
11.2.2	Vědomá nedbalost	83
11.2.3	Nepřímý úmysl	84
11.2.4	Přímý úmysl	84
12	Obecná definice manipulace (generální klauzule)	85
12.1	Jednání	86
12.1.1	Směrnice MAD	87
12.1.2	ZPKT	89
12.1.3	Návrh nařízení	90
12.2	Manipulující subjekt – delikvent	95
12.2.1	Směrnice MAD	95
12.2.2	ZPKT	96
12.2.3	Návrh nařízení	97
12.3	Ohrožovací povaha – způsobilost	97
12.3.1	Směrnice MAD	98
12.3.2	ZPKT	100
12.3.3	Návrh nařízení	101
12.4	Deformace – zkreslení	101

12.4.1	Směrnice MAD a Návrh nařízení.....	103
12.4.2	ZPKT	103
12.5	Manipulovaný subjekt	107
12.6	Instrument.....	111
12.6.1	Směrnice MAD.....	111
12.6.2	ZPKT	113
12.6.3	Návrh nařízení	115
12.7	Trh	119
12.7.1	Směrnice MAD.....	119
12.7.2	ZPKT	120
12.7.3	Návrh nařízení	121
12.8	Následek (účinek).....	122
12.8.1	Směrnice MAD, ZPKT a Návrh nařízení.....	124
D) KONKRÉTNÍ PROJEVY MANIPULACE, PŘÍČINY „FINANČNÍ KRIZE“		125
13 Jednotlivé skutkové podstaty manipulace.....		125
13.1	Obchody, při kterých nedochází ke změně vlastnictví (wash trades) 126	
13.2	Série obchodů (Painting the tape).....	130
13.3	Protisměrní obchodování (Improper matched orders).....	132
13.4	Zadávání pokynů bez úmyslu tyto realizovat (automatizované obchodování) 134	
13.4.1	Ping orders.....	136
13.4.2	Quote stuffing.....	136
13.4.3	Momentum ignition.....	137
13.4.4	Layering a spoofing.....	137
13.4.5	Flash order	138
13.5	Zvyšování nabídky za účelem zvýšení ceny (Advancing the bid) ..	138
13.6	Zvyšování poptávky za účelem zvýšení ceny (Advancing the ask)	139
13.7	Obchody realizované těsně před uzavřením trhu (Marking the close) 139	
13.8	Jednání ve vzájemném srozumění při IPO	140

13.9	Vytvoření dominantního postavení (Cornering) a jeho zneužití (Abusive squeeze).....	141
13.10	Vytvoření umělé spodní hranice ceny	143
13.11	Vytvoření nadměrného rozptylu mezi nabídkou a poptávkou	143
13.12	Obchodování ovlivňující cenu instrumentu na souvisejícím trhu ...	143
13.13	Koordinované jednání směřující k umělému nastavení určité výše kurzu a následnému prodeji (Pump and dump)	144
13.14	Koordinované jednání směřující k umělému nastavení určité výše kurzu a následné koupi (Trash and cash).....	145
13.15	Zadání pokynu, jeho zveřejnění a okamžité stažení pokynu	145
13.16	Rozšiřování klamavých informací.....	146
13.17	Manipulace formou doporučení (Scalping).....	147
13.18	Neplnění informační povinnosti	147
13.19	Exkurs – výskyt manipulativních technik	148
14	Alternativní stanovení odpovědnosti	149
14.1	Obchodní pokyny	150
14.2	Obchodní transakce	151
14.3	Uveřejňování a rozšiřování informací	152
14.4	Definice manipulace	152
15	Příčiny „finanční krize“ – manipulace s CDO a CDS?.....	156
15.1	SEC v. Citigroup Global Markets Inc (Citigroup)	158
15.1.1	Požadavek na krátké pozice k CDO tranším	158
15.1.2	Strukturování CDO Class V Funding II (CVF) – první fáze	159
15.1.3	Strukturování CVF – druhá fáze	160
15.1.4	(Ne)zveřejnění informace o strukturování a finančním zájmu....	161
15.1.5	Investoři CVF	162
15.1.6	Vývoj CVF	163
15.1.7	Závěr.....	163
15.2	SEC v. Goldman Sachs & Co (GS) a Fabrice Tourre (FT)	164
15.2.1	Skutkový stav – shrnutí	164
15.2.2	Závěr.....	165
15.3	SEC v. ICP Asset Management, LLC (ICP) a další	165

15.3.1	Skutkový stav	165
15.3.2	Závěr.....	165
15.4	SEC v. Stifel, Nicolaus & Co. (Stiefel) a David Noack (Noack)....	166
15.4.1	Skutkový stav	166
15.4.2	Závěr.....	167
15.5	Ostatní.....	167
15.6	„Případ“ CDS	167
E)	NEGATIVNÍ VYMEZENÍ MANIPULACE A ODPOVĚDNOST	171
16	Negativní vymezení manipulace	171
16.1	Zpětné odkupy	171
16.2	Stabilizace.....	174
16.3	Jednání specifických subjektů	177
16.4	Uznávané tržní postupy a řádný důvod	178
16.4.1	Směrnice MAD a Směrnice 2004/72.....	178
16.4.2	ZPKT	180
16.4.3	Návrh nařízení	184
16.5	Informace, o nichž nemůže šířitel vědět, že jsou manipulativní	185
16.5.1	Směrnice MAD a Návrh nařízení	185
16.5.2	ZPKT	185
16.6	Novinářská licence	187
16.6.1	Směrnice MAD.....	190
16.6.2	ZPKT	191
16.6.3	Návrh nařízení	198
16.7	Investiční doporučení	201
16.7.1	Směrnice MAD a Směrnice 2003/125.....	202
16.7.2	ZPKT	205
16.7.3	Návrh nařízení	207
17	Odpovědnost za manipulaci	209
17.1	Trestněprávní odpovědnost	209
17.2	Správněprávní odpovědnost	211
17.3	Soukromoprávní odpovědnost.....	213
17.4	Směrnice MAD 2.....	213

17.4.1	Předmět a rozsah Směrnice MAD 2	216
17.4.2	Vymezení manipulace pro účely Směrnice MAD 2.....	216
17.4.3	Organizátorství, návod, pomoc, příprava, účastenství a pokus ...	217
17.4.4	Odpovědnost právnických osob	218
Závěrem		219
1)	Podstatné závěry disertační práce	220
2)	Ověření hypotéz	221
3)	Přínosy výsledků prezentovaných v disertační práci	221
4)	Doporučení pro vymezení směrů dalšího zkoumání problematiky.....	222
Literatura.....		223
Knihy.....		223
Články		226
Vybrané internetové články, příspěvky a další dokumenty		228
Vybrané internetové zdroje.....		231
Vybraná rozhodnutí a případy		234

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 vyvracení 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 podrobujeme 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 kritiky 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 vymezit. 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 algoritmičké 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, navrhujeme, 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, přikládáme 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.

Abstract

The dissertation thesis deals with the market abuse through the market manipulation. Its focuses, in particular, to the merits of the regulation itself and specific regimentation. Manipulation is one of two pillars which creates the subject of the area of law dealing with market abuse.

The thesis is divided into five basic parts, which are further divided into seventeen chapters. We proceed from the general definition of basic concepts, categories, and economic context to clarify a particular concept of manipulation and its operation in practice to particular subject matters of manipulation. The conclusion is then added to the list of negative description and liability arising from manipulation.

The first five chapters, which are contained in Part A deals with general introductory remarks (Chapter 1), including notes dealing with the concept and methodology of the thesis, its objectives and determination of verified hypotheses (Chapters 3, 4 and 5). Chapter 2 of this part is partially devoted to the issue of terminology used in the thesis. We note here the fact the existing regulation limiting ratio of the concepts and conclude that this thesis will use principally general terms, i.e the market (instead of the concept of capital or regulated market) and instrument (instead of the term financial instrument or investment instrument). These questions are the subject of analysis in other parts of the work, particularly part B.

Part B deals with economic fundamentals and market regulation. Chapters 6 and 7 describe the financial market and its individual segments. In this analysis we point out that as the subject of protection against manipulation is not sufficient to view only certain instruments traded or admitted to trading on specific markets. We are aware however, that the capital market, there will be a crucial, and therefore the Chapter 8 deals closer with the importance and integrity of the capital market.

Chapter 9 of the same part then offers economic views and theories that are put in the thesis in supporting or refuting the various arguments, especially in relation to subjective and objective approach to manipulation offense. Bring economic theory (not only) in financial law attribute the different approaches and different markets function, respectively, differ in their perceptions of functioning and assumptions that must be considered from the perspective of regulation for guidance. Analysis of laws requires an understanding of economic theories and assumptions.

Manipulation is the designation of Part C, which is in its scope and content the fundamental part. This part is divided into 3 chapters, while Chapter 10 is devoted to manipulation in embedding jurisdictions, at the EU level and the Czech Republic. There is also remitted to the partial differences in the manipulation in the Capital Market Act and the Penal Code. Partially are also discussed basic principles.

In terms of content is crucial chapter 11 which deals with the concept of manipulation. In connection with the criticism of the objective approach are discussed in particular the question of so-called "artificial price", respectively analogically "right price", compelling market participants to trade (by sending false signals) and the effect on the free (market) formation of supply and demand. The main concern here is however the artificial price, where the objective approach is not triggering the manipulation with fault, but the artificial price. In this part, we subjected this to closer analysis and conclude that this approach is not correct. Setting the right price is not objectively possible. If we were to assess this price, we would always have to "look into the mind" of a particular participant. Transaction carried out at a price that corresponds to the view of such participant cannot be considered manipulative. In other words, the artificiality of price cannot be subjected to an objective test, but is always based on the view of a particular participant, and thus assumes a subjective test. We therefore believe that the fault is an implicit feature of artificial price and thus the definition of manipulation. As a result, objective approach to manipulation cannot be based on the principle of artificial prices.

This chapter also points to criticism of the subjective approach by analysis of arguments for the objective approach which are the burden of difficulties in qualifying manipulative conduct, the need for punish conduct which, although not made with the aim to manipulate, have a deleterious effect of disruption of "usual " dealing on the markets, and prevention from manipulative conduct. This chapter was supposed to also include our preferred approach to the concept of manipulation. During the preparation of this thesis, however, we came to the conclusion that finding a compromise between these approaches is more complex and difficult task than it may seem. There cannot generally conclude that the responsibility for manipulation offense to be objective or subjective one. It would be very simplistic. To assess this in complex, it is necessary to take into account the individual forms of manipulation offences as they are generally

known, and define the responsibility in relation to these. The point is also to distinct the conduct which should be considered as a "free" business conduct and not manipulative one. The concept is therefore further discussed in more depth in Chapters 13 and 14.

As to the content, the largest is Chapter 12 which deals with particular characters of the general definition of manipulation. This chapter is structured so that the characters are discussed in terms of market abuse directive, the Capital Market Act and the draft proposal of the market abuse regulation. In this chapter, therefore, we refer in particular to partial deficiencies under existing regulations in the market abuse directive, issues regarding implementation in the Czech Republic and a comparative perspective according to the draft market abuse regulation as well. The analysis is therefore complex, both from the perspective of each character and laws. Given this fact, all the sub-questions cannot be summarized at this point, but attention can be draw to issues such as the "average participant test" or prosecutions of the attempts of manipulation in the draft market abuse regulation. Also significant is the extension of platforms-markets and instruments or the reflection of modern trading techniques such as high frequency and algorithmic trading practices in the draft market abuse regulation. They are also in this chapter on sub-areas discussed issues that relate to the main storyline of this thesis, which is objective and subjective approach to manipulation.

Part D, in its chapters 13 and 14, adds a general treatise on the concept of manipulation by analysis of the individual characteristics of each manipulative practices, as well as our proposals as regards the concept of liability and distinction of particular conduct as manipulative or not. Individual practices are discussed in detail in Chapter 13 not only theoretically, but specific examples known from practice are given. Besides the commonly known ones are also listed those, which are associated with automated trading, such as ping orders, quote stuffing or momentum ignition. Partial conclusion as to whether we consider such behaviour manipulative and, if so, proposal of responsibility as subjective or objective, are made at particular practices. In Chapter 14, we provide a table summarizing the various practices and our proposed concept. We conclude that manipulation should not be generally understood as an objective or subjective one. Likewise, some currently punishable practices we are not considering as manipulative. By simplifying the findings, we tend to punish conduct based on the information or using artificial means. In contrast, we believe that the conduct consisting

of trading should not in principle be described as manipulative. Finally, we design generic conducts, which should be included into a definition of manipulation.

Chapter 15 provides analysis of manipulative practices that are currently being discussed in connection with the state of world economies. This is a manipulation that is related to specific instruments, which are CDOs (Collateralized Debt Obligations) and CDSs (Credit Default Swaps).

The last part of E is devoted to the negative definition of manipulation and responsibilities under the current legislation in the Czech Republic, including proposal for the market abuse directive number 2 in the field of criminal law. A negative definition is also analyzed in detail and from the views of the market abuse directive, the Capital Market Act and the draft market abuse regulation. An exception for journalists is discussed in great detail, which we believe, however, should not be explicitly reported and journalists should be subject to the general regime.

Finally, the last passage verify the hypotheses, show the benefits of the results presented in the thesis and, last but not least, suggests directions for further research. This dissertation thesis was drawn with respect to regulations valid as of 31 December 2011.

Seznam zkratek

BCPP : Burza cenných papírů Praha, a.s.

COMAC : pravidla chování na trhu (*Code of Market Conduct*) používané v GB

ČNB : Česká národní banka

ČR : Česká republika

ECB : Evropská centrální banka

ECJ : Soudní dvůr Evropské unie

EIB : Evropská investiční banka

ESLP : Evropský soudní dvůr pro lidská práva

ESMA : Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (*European Securities and Market Authority*). Tímto pojmem je v práci označován rovněž CESR - Výbor evropských regulátorů cenných papírů (*Committee of European Securities Regulators*), jehož agendu ESMA převzal

EU : Evropská unie

EÚLP : Evropská úmluva o ochraně lidských práv a základních svobod

Euronext : Evropská akciová burza

FED : Federální rezervní systém (*Federal Reserve System*) USA

FSA : Dohledový orgán v GB (*Financial Services Authority*)

ISDA : Mezinárodní asociace pro swapy a deriváty (*International Swaps and Derivatives Association*)

Komise : Evropská komise

Návrh nařízení : návrh nařízení o zneužívání trhu ze dne 20. října 2011

Nařízení MiFID : návrh nařízení o trzích finančních nástrojů ze dne 20. října 2011

Nařízení 1287/2006 : Nařízení Komise (EC) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

Nařízení 1031/2010 : Nařízení Komise (EC) 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

Nařízení 2273/2003 : Nařízení Komise (EC) 2273/2003 ze dne 22. prosince 2003, kterým se provádí Směrnice MAD, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů

NSS : Nejvyšší správní soud České republiky

NYSE : Burza cenných papírů New York (*New York Stock Exchange*)

ObZ : Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

OTC : neregulovaný trh (*over the counter*)

PXE : POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE, a.s.

RMS : RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s.

Rozsudek ve věci Spector : Rozsudek ECJ ve věci Spector Photo Group NV a Chris Van Raemdonck proti Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen ze dne 23. prosince 2009

SEC : Komise pro cenné papíry USA (*U.S. Securities and Exchange Commission*)

Směrnice MAD : Směrnice parlamentu a Rady (EC) 2003/6 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem

Směrnice MAD 2 : návrh směrnice o trestněprávním postihu za obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem ze dne 20. října 2011

Směrnice MiFID : Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EC) 2004/39 o trzích finančních nástrojů

Směrnice 2003/124 : Směrnice Komise (EC) 2003/124 ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí Směrnice MAD, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem

Směrnice 2003/125 : Směrnice Komise (EC) 2003/125 ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí Směrnice MAD, pokud jde o poctivé předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetu zájmů

Směrnice 2004/72 : Směrnice Komise (EC) 2004/72 ze dne 29. dubna 2004, kterou se provádí Směrnice MAD, pokud jde o uznávané tržní postupy, definici důvěrné informace ve vztahu ke komoditním derivátům, sestavení seznamů zasvěcených osob, oznamování transakcí osob s řídicí odpovědností a oznamování podezřelých transakcí

Směrnice 2004/109 : Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EC) 2004/109 ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se formací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o

změně směrnice 2001/34/EC, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/22/EC

Směrnice 2007/14 : Směrnice Komise (EC) 2007/14 ze dne 8. března 2007, kterou se stanoví prováděcí pravidla k některým ustanovením směrnice 2004/109/EC o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se formací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu

SRN : Spolková republika Německo

TZ : Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

TZPO : Zákon č. 418/2011 Sb. o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim, ve znění pozdějších předpisů

Úřední sdělení ČNB : úřední sdělení ČNB ze dne 27. ledna 2012 o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci

USA : Spojené státy americké

Vyhláška : Vyhláška č. 234/2009 Sb., o zneužívání trhu a transparentci, ve znění pozdějších předpisů

Zákon o cenných papírech : Zákon č. 591/1992 Sb., ve znění pozdějších předpisů

Zákon o ČNB : Zákon č. 6/1993 Sb., ve znění pozdějších předpisů

Zákon o dluhopisech : Zákon č. 190/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů

Zákon o dohledu nad kapitálovým trhem : Zákon č. 15/1998 Sb., ve znění pozdějších předpisů

Zákon o kolektivním investování : Zákon č. 189/2004 Sb., ve znění pozdějších předpisů

Zákon o přestupcích : Zákon č. 200/1990 Sb., ve znění pozdějších předpisů

ZAML : Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu, ve znění pozdějších předpisů

ZPKT : Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

A) ÚVODNÍ POZNÁMKY

Cena (kurz) jakéhokoli finančního instrumentu stanovovaná výhradně na základě souboru všech relevantních informací, které nejsou klamavé¹, je základním stavebním kamenem, který umožňuje „dokonalé“ fungování finančního systému. Tento je součástí širšího systému ekonomického (a tedy tržního mechanismu). Finanční systém prostřednictvím finančního trhu zabezpečuje převádění prostředků od subjektů s jejich relativním přebytkem k subjektům deficitním, a to pomocí rozličných instrumentů, stejně jako akumulaci dočasně volných prostředků a začleňování těchto do ekonomického procesu. Uvedené je možné pouze na základě široké informační otevřenosti, a to jak v obecném, tak konkrétním smyslu ve vztahu k jednotlivým obchodovaným instrumentům, resp. jejich emitentům. Finanční trh zde slouží jako nenahraditelná platforma k přenosu informací. Informace jsou (ve své negativní informační hodnotě) katalyzátorem ve vztahu k jednotlivým instrumentům nebo emitentům na trzích působících.

Naopak cena instrumentu, není-li stanovena v dialogu s výše uvedenými kritérii nebo je uměle ovlivňována vnějšími zásahy (nemajícími „reálný“ základ), je prvotní příčinou deformace finančního trhu a následně pak celého ekonomického systému. V případě ovlivňování vnějšími zásahy je tedy potlačován přirozený střet nabídky a poptávky na základě vnitřních hodnot jednotlivých instrumentů a ceny (kurzy) těchto jsou významně ovlivněny skutečnostmi, které nemají základ v reálné ekonomice. Důsledkem je, že cena (kurz) instrumentů potom již neplní svoji dílčí funkci (v důsledku čehož selhává finanční trh jako celek), kterou zde spatřujeme v zrcadlení hodnoty podkladových aktiv (těmito zde budeme rozumět např. společnost jako takovou, která tvoří podkladové aktivum emitovaným akciím). Cena instrumentu zde potom vyjadřuje ve vztahu k podkladovým aktivům hodnotu neodpovídající realitě.

Manipulace je jedním ze dvou pilířů, které tvoří předmět práva zabývajícího se zneužíváním trhu. Druhým z těchto pilířů je zneužívání vnitřních informací. Z ekonomického pohledu je oblast zneužívání trhu sledována zejména s ohledem na

¹ V následujících kapitolách této práce si vymezíme „klamavost“ a poukážeme na to, že není nutné kvalifikovat informace jako např. „přesné, úplné, pravdivé a nikoli zavádějící“.

„cenu“ podkladových aktiv vyjádřenou prostřednictvím ceny (kurzu) instrumentů. Předmětem sporu, a to jak z právního, tak ekonomického úhlu pohledu, je míra, resp. vůbec samotná opodstatněnost regulace zneužívání trhu, a to zejména ve vztahu k nakládání s vnitřními informacemi. Zde je třeba poukázat na skutečnost, že manipulace (je však podstatnou otázkou co manipulací rozumíme) je nežádoucí zásadně vždy, kdy různými praktikami deformuje trh bez ohledu na objektivní realitu vyjádřenou zejména, nikoli však výlučně, ekonomickými ukazateli. Vnitřní informace má však efekt opačný, kdy na trh promítá skutečné informace a napomáhá tak stanovit kurz jednotlivých instrumentů na jeho objektivní výši. S určitou mírou zjednodušení lze hovořit o tom, že bez vnitřních informací je trh deformován, resp. kurz jednotlivých instrumentů je stanoven na umělé výši, která neodpovídá objektivní realitě.

Jsou subjekty zneužívající trh jeho integrální součástí? To je otázka, s níž souvisí skutečnost, zda trh sám disponuje mechanismy, které jsou v důsledku schopny zajistit jeho fungování bez negativních dopadů zneužívajících jednání na účastníky takového trhu či do reálné ekonomiky. Pohlédneme-li na výše uvedené optikou předkládaného tématu, kterým je větev zneužívání trhu zaměřená na manipulativní praktiky, je třeba rovněž zodpovědět otázku, zda, resp. jakým způsobem je právo oprávněno regulovat utváření ceny (kurzu) na trhu obchodovaných instrumentů.

Předmětem této práce je tedy problematika zneužívání trhu prostřednictvím manipulace, a to zejména z pohledu opodstatněnosti její regulace, konkrétní reglementace, včetně rozboru jednotlivých skutkových podstat manipulativních jednání, jak jsou známy zejména z aplikační praxe. Manipulativních jednání je v odborné literatuře, povětšinou v návaznosti na jednotlivá rozhodnutí dohledových a dozorových orgánů, resp. jiných příslušných orgánů, institucí či soudů, popsána široká varieta. Většina z těchto však, obdobně jako tomu je např. v právu soutěžním, není právními předpisy blíže definována (konkretizována) a je pravidelně odvozována z naplnění znaků obecných definicí (generálních klauzulí). Jednotlivá jednání se tak postupně vyvíjejí a krystalizují v návaznosti na konkrétní techniky obchodování a další skutečnosti v procesu jejich posuzování příslušnými orgány.

Přestože téma je zaměřeno výhradně na manipulaci a nikoli zneužívání vnitřních informací, obsahuje tato práce nutně rovněž zmínky ve vztahu ke zneužívání vnitřních informací. Druhý zmiňovaný jev tvoří společně s manipulací komplex širšího celku

zneužívání trhu, kdy oba mají společné kořeny a jsou upraveny v rámci jedné směrnice (Směrnice MAD) na úrovni práva komunitárního, resp. jednoho zákona (ZPKT) v právu ČR. Dále pak v této větví práva proti zneužívání trhu nalézáme podporu pro některé své úvahy. Z judikatorního pohledu je možné využít ke Směrnici MAD rozhodnutí, které bylo judikováno ve vztahu k vnitřním informacím, nicméně obsahuje rovněž výklad úvodních ustanovení této směrnice. Rozsudek ve věci Spector je pro nás tak cenným zdrojem a uplatní se v určitých otázkách i na jednání manipulativní.

Snahy o rekonstrukci práva proti zneužívání trhu na úrovni EU nám přinesly, ke škodě věci ve vztahu k šíři a hloubce v práci popsané materie až na samém konci, jedinečnou příležitost (a současně výzvu) v podobě publikace Návrhu nařízení. Toto nařízení by mělo (ve víceméně pozměněné podobě, kterou může doznat v průběhu schvalování) nahradit stávající úpravu zakotvenou ve Směrnici MAD a právních řádech členských států EU, které Směrnici MAD provádějí. Analýza, zhodnocení a komparace se stávajícím právním rámcem tak je neopakovatelnou příležitostí naplnit dílčí kritéria vědecké etiky, jak byly formulovány Knappem². Přes objektivní nedostatek časového prostoru se nebudeme Návrhu nařízení v této práci vyhýbat a pokusíme se k této podstatné otázce přinést co možná nejvíce původních poznatků tak, aby tyto mohly být podnětem k další diskusi.

Interdisciplinarita předmětu, a to z pohledu právního a ekonomického, předurčuje další otázky, které se budou prolínat předkládaným textem vedle již výše zmiňovaného zneužívání vnitřních informací a Návrhu nařízení. Dohromady by tyto otázky měly tvořit koherentní náhled na problematiku manipulace z pohledu její ekonomické podstaty a právní regulace.

1 K významu předkládané materie, důvodům jejího rozboru a historii

Změny odehrávající se na světových finančních trzích v posledních dvou dekadách před rokem 2007 působily na chování účastníků na těchto trzích a způsob jejich obchodování. Dle Revendy³ byly základními faktory změn především renesance

² KNAPP, Viktor: *Vědecká propedeutika pro právníky*. Praha, Eurolex Bohemia 2003, s. 215 an.

³ REVENDA, Zbyněk: *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha, Management Press 2012, s. 79.

svobodné tržní konkurence ve vyspělých i rozvojových státech, nárůst volatility finančních veličin a technologická revoluce v oblasti výpočetní techniky a demografické změny.

Renesance svobodné tržní konkurence se projevovala omezováním státních zásahů do ekonomiky, změnou forem a cílů státní regulace a přehodnocením významu soukromého vlastnictví doprovázeného privatizací. V oblasti finančních trhů se jednalo zejména o liberalizaci finančních toků, liberalizaci mezinárodního investování a uvolnění překážek pro vstup nefinančních firem do finančního průmyslu⁴. Nárůst volatility především zvyšoval riziko spojené s investováním a obchodováním. Technologická revoluce přinesla inovace nejzásadnější, a to zejména v oblastech strukturování systémů obchodování, zpracování a rozšiřování informací a dále pak v propojení národních trhů v globalizovaný finanční trh. Mezi základní trendy⁵ na světových finančních trzích lze řadit zejména restrukturalizaci bank, sekuritizaci, finanční inovace, internacionalizaci a integraci finančních trhů. Proces globalizace podněcovaný liberalizací trhů je však v rozporu s tendencemi jednotlivých národních států, stejně jako vyšších (politických či ekonomických) celků, k vyšší míře regulace.

V polovině roku 2007 se začaly objevovat problémy nemovitostního trhu USA doprovázené dalšími událostmi, které významným způsobem poznamenaly celosvětovou ekonomiku (a tedy i finanční trhy). Výrazný pokles hodnoty hypotečních zástavních listů byl významným zásahem do podnikání finančních institucí (americké i evropské banky, penzijní fondy, pojišťovny a investiční instituce). Následovala nucená správa hypotečních agentur Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Association*) a Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) a krach investiční banky Lehman Brothers. Poté již tyto události začaly prostupovat do všech odvětví ekonomiky.

Současný stav globální ekonomiky je nezřídka uváděn jako příklad selhání příslušných dohledových a dozorových orgánů (zaostání institucionálního a regulatorního rámce za skutečným vývojem na trzích), kdy tyto měly být proaktivnější k regulaci a již v počátcích roku 2007 měly přijmout příslušná opatření. Zde je však třeba uvést, že právo finančního trhu je velmi dynamické – doktrinální zpracování je

⁴ V podrobnostech tamtéž, s. 79 an.

⁵ Tamtéž, s. 80 an.

nejenom zpožděno oproti praxi, ale z této rovněž vychází. Změny na finančních trzích nastávají s ohledem na neustále probíhající technologické inovace v podstatě kontinuálně a právní rámec tak nebude nikdy schopen negativní skutečnosti s předstihem postihnout v celé jejich šíři.

Zásadním předpokladem pro fungování finančního trhu je široká informační povinnost různorodých subjektů zabezpečující nezbytnou míru informačních dat, která účastníci finančního trhu potřebují ke svým finančním (investičním) rozhodnutím. Uvedené je doprovázeno zákazem jednání, která mají nebo mohou mít negativní vliv na rozhodování účastníků finančního trhu, přičemž za jejich porušení jsou stanoveny odpovídající sankce. Manipulace může ve svém důsledku vedle narušení integrity a důvěry ve finanční trh rovněž způsobit významné škody ve fungování celé ekonomiky a tím negativně ovlivnit postavení různorodých subjektů, nikoliv pouze přímých účastníků finančního trhu. Právní úprava manipulace má tedy stěžejní význam pro fungování nejen finančního trhu, ale ekonomik jako celků, včetně ekonomiky globální.

Primárním důvodem, který nás vedl ke zpracování tématu manipulace, je podle našeho názoru závažnost problematiky neodpovídající, resp. absentující odborná diskuse, vědecká literatura, stejně tak jako stanoviska a výkladové materiály ČNB. Domníváme se, že manipulativní jednání stála (a stále stojí) v určité míře za „výkyvy“ na finančních trzích, které jsou v literatuře, bohužel nikoli pouze populární, nazývány globální ekonomickou krizí či velkou depresí. Uvedené lze spíše označit jako fázi poklesu v rámci hospodářského cyklu. Dalším důvodem je v právní úpravě ne zcela precizní rozlišení jednání, která lze považovat za manipulativní oproti jednáním podvodným nebo prostým obchodním transakcím. Takové rozlišení je však podle nás zásadní a nemělo by být opomíjeno. Z pohledu právní jistoty účastníků trhu by mělo být dále samozřejmostí komplexní a dostatečně podrobné vymezení konkrétních skutkových podstat (jednání) manipulace trhem, resp. metodických pokynů, vykládacích pravidel a právních a ekonomických testů, pomocí kterých by bylo možné různá jednání kvalifikovat a mít tak možnost určit, zda jsou manipulativní či nikoli.

Historie manipulace trhem má poměrně dlouhé kořeny sahající do starověku a její vznik lze datovat spolu s počátky vzniku trhů. Vzhledem k zaměření této práce a jejímu účelu se však budeme historii věnovat jen v míře nezbytně nutné, tedy pouze „informativně“. První rozsáhlejší zmínka byla učiněna v 17. století Josephem de la

Vegou⁶ v Amsterdamu. Na Amsterdamské burze byly v této době aktivně obchodovány akcie dvou společností, holandské Východoindické společnosti a holandské Západindické společnosti. Převážná část spekulací ohledně kurzů akcií těchto společností byla vázána na skutečnost, zda jednotlivé lodě doplují do přístavu, resp. s jakým zbožím na palubě. Manipulace zde byla prováděna formou šíření klamavých informací (náklad nebude obsahovat dodávky čaje a koření, ale kožešin a diamantů nebo náklad bude obsahovat zboží v nadměrně velkém množství a neobvykle vysoké kvalitě)⁷.

Některými autory jsou za počátky manipulace považovány excesivní spekulace a praktiky, které vyvrcholily krachem na burze v New Yorku v roce 1929⁸. Zárodek regulace lze spatřovat v roce 1910, kdy byly přijaty státem Kansas tzv. „*Blue Sky Laws*“. Původ tohoto označení („zákony modré oblohy“) je poněkud nejasný, první použití tohoto pojmu je připisováno soudci McKenna z Nejvyššího soudu USA v roce 1917⁹. Toto označení se vžilo a je používáno rovněž SEC¹⁰. Krach v roce 1929 byl mj. předznamenán vznikem tzv. nelegálních obchodních skupin¹¹ a jejich manipulativních praktik. Ve výsledku bylo na hospodářskou krizi nahlíženo jako na krizi zapříčiněnou tržním systémem (zhroucení důvěry investorů a vznik hlubokého

⁶ DE LA VEGA J. *Confusion de Confusions*. Rok vydání 1688. Citováno z LEINWEBER, David J. a Ananth N. MADHAVAN. Three Hundred Years of Stock Market Manipulations. *The Journal of Investing*. 2001, 10 (2). Dostupné z: <http://nerdsonwallstreet.com>.

⁷ Dále lze uvést např. případ Harlem Railway z roku 1863. ALLEN, Franklin, GALE Douglas. Stock Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*. 1992, 5(3), s. 2 Dostupné z: <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/stock.pdf>.

⁸ *Stock collapse in 16,410,030-share day, but rally at close cheers brokers; bankers optimistic, to continue aid* [online]. 30. října 1929 [cit. 2011-10-22]. Dostupné z: http://www.nytimes.com/learning/general/onthisday/991029onthisday_big.html#article (úvodní stránka the New York Times z 30. října 1929).

⁹ Případ *Hall vs. Geiger-Jones Co.*, 242 U.S. 539 (1917) („*speculative schemes which have no more basis than so many feet of blue sky*“). Dostupné z: <http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&vol=242&invol=539>.

¹⁰ *Blue Sky Laws* [online]. 27. září 2000 [cit. 2012-01-23]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/answers/bluesky.htm>.

¹¹ Blíže k uvedenému pojmu a problematice viz MUSÍLEK, Petr: *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha, ETC Publishing 1999, s. 32 an.

investičního pesimismu), kdy byly jako řešení zvoleny státní zásahy. V roce 1933 byl přijat zákon o cenných papírech¹² a v roce 1934 zákon o burzách cenných papírů¹³.

Zde je však podle nás vhodné upozornit rovněž na Friedmana¹⁴, který spatřoval příčinu v chybné politice FEDu, resp. omylech vlády a nikoli soukromého sektoru (obdobně je nynější „krize eurozóny“ především bankovní krizí, kterou je možno nahlížet jako způsobenou nevhodnou měnovou politikou ECB). Příčina byla tedy vnější a v důsledku způsobila, že standardní cyklická recese neprošla svými fázemi a brzy nepominula, ale eskalovala do hluboké krize, která trvala po jednu dekádu. Kolaps newyorské burzy byl podle Friedmana významný, ale nebyl spouštěčem světové hospodářské krize. Když v polovině roku 1928 rostly ceny akcií, dílem v důsledku finančních spekulací, FED přistoupil ke zvyšování úrokových sazeb. To však mělo za následek pokles průmyslové výroby, následně celkového hrubého domácího produktu, což vyústilo v recesi. Zhroucení akciového trhu odráželo narůstající hospodářské potíže, když k němu svým dílem přispělo „propíchnutí“ spekulativní bubliny. Zde nastal klíčový okamžik, kdy FED donutil newyorskou Federální rezervní banku k pozastavení nákupů obligací, kterými byly bankám doplňovány rezervy a nabídnuta možnost poskytovat dodatečné úvěry k překlenutí stávajícího stavu. Následovalo snížení množství peněz v oběhu, následkem čehož byla podlomena důvěra v banky, jejímž nejzazším projevem byl tzv. „hon na banky“. Do roku 1933 zbankrotovalo více než 11 000 amerických bank. Nabídka úvěru se zhroutila. FED však neučinil nic, čím by této situaci zabránil. Ilustrativním je příklad v té době největší komerční banky, Bank of United States, která 11. prosince 1930 ukončila svoji činnost pro klienty a následně zbankrotovala. I přes tuto skutečnost nakonec vyplatila na každý jeden dolar vkladu 92,5 centů. Kdyby tedy mohla „přežít“ přechodné období, návratnost by byla s vysokou mírou pravděpodobnosti stoprocentní. FED neučinil nic k překlenutí časově omezeného nedostatku hotovosti.

V 80. letech 20. století se začaly objevovat první zmínky o manipulátorech, kteří identifikovali spojitost mezi daty uveřejnění různorodých článků o společnostech,

¹² *Securities Act 1933* [online]. 1933 [cit. 2012-01-23]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

¹³ *Securities Exchange Act 1934* [online]. 1934 [cit. 2012-01-23]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

¹⁴ FRIEDMAN, Milton: *Svoboda volby*. Praha, Liberální institut 1991, s. 89

jejichž akcie byly obchodovány na burze, a daty výraznějších pohybů kurzů těchto akcií. Prostřednictvím novinářů a medií tito manipulátoři potom uveřejňovali klamavé informace a zneužívali při svých obchodech následných reakcí trhu. Rozsah a dosah manipulace trhem prováděné pomocí moderních komunikačních technologií (internetu) se v plné síle projevil v roce 1999. NEI Webworld, Inc., byla společnost na hranici úpadku, poslední obchod s jejími akciemi byl učiněn více jak o rok dříve. Náhle však kurz akcií stoupl o 11 538 % v horizontu několika dnů, konkrétně z hodnoty 0,13 amerických dolarů dne 12. listopadu 1999 (pátek) na více než 15 amerických dolarů po otevření trhu dne 15. listopadu 1999 (pondělí). Manipulaci provedli studenti Kalifornské univerzity v Los Angeles z univerzitní knihovny, a to prostřednictvím internetu, když zveřejnili početná oznámení o plánované akvizici NEI Webworld, Inc. Tato informace byla smyšlená¹⁵.

Prvním případem přezkumu podezření na manipulaci kurzem s cenou titulu obchodovaného v systému SPAD BCPP bylo prošetřování vztahující se k akciím Komerční banky. Toto manipulativní jednání mělo začít již článkem uveřejněným v deníku MF Dnes, kdy byl naznačován nízký výnos z privatizace. KCP se rovněž zabývala podezřením, že za prudkým poklesem ceny akcií Komerční banky byla spekulace proti bývalému Finnexu¹⁶.

V poslední době je zmiňována rovněž koordinovaná manipulace prováděná investičními bankami, hedgeovými fondy a v neposlední řadě rovněž státy. Obecným příkladem může být pokles globální ekonomiky posledních let, kdy za jednu z jeho příčin bývá označováno podvodné a manipulativní jednání těchto subjektů. Jednotlivé nejznámější případy si v této práci rovněž připomeneme. V neposlední řadě lze uvést rovněž (manipulativní) zásahy jednotlivých států, resp. speciálně za tímto účelem zřízených institucí. Zmínit zde lze např. tzv. *Plunge Protection Team*¹⁷ vytvořený v USA za účelem ochrany trhu v návaznosti na „krach z roku 1987“. Jeho členové jsou

¹⁵ Více např. na *SEC and U. S. Attorney File Fraud Charges Against Two Former UCLA Students and One Other for Internet Stock Manipulation* [online]. 15. prosince 1999 [cit. 2012-01-23]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/news/press/pressarchive/1999/99-172.txt>.

¹⁶ *KCP prošetřuje manipulaci s kurzem KB* [online]. 11. července 2001 [cit. 2012-03-19]. Dostupné z: <http://www.ipoint.cz/zpravy/4780745-kcp-prosetruje-manipulaci-s-kurse-kb/>.

¹⁷ *Stock Market Manipulation - The secret maneuverings of the Plunge Protection Team (PPT)* [online]. 5. března 2007 [cit. 2012-03-19]. Dostupné z: <http://www.marketoracle.co.uk/Article464.html>.

zástupci FEDu, ministerstva financí, SEC a dalších státních institucí. Cílem je vyhodnocování situace na trhu a činění zásahů spočívajících zejména v nákupu instrumentů, čímž je ze strany USA na trhy nepřímo dodávána likvidita.

2 K některým otázkám používaného pojmosloví – pojetí trhu a instrumentů ve vztahu k manipulaci

Na tomto místě bychom se krátce zastavili u samotného názvu této práce, resp. některých pojmových otázek, ke kterým je nutné se obecně vymezit již v úvodu. Účelem obecného zákazu manipulace (jak je vymezen mj. v Rozsudku ve věci Spector) je posílení integrity a důvěryhodnosti (finančního) trhu a uchování a posílení důvěry investorů v tento trh. Přestože v ZPKT je jako pojem uveden kapitálový trh (ve spojení s účastníky, nikoli instrumenty) a v TZ trh regulovaný, domníváme se, že jako předmět ochrany by bylo vhodnější nahlížet finanční trh jako celek, nikoliv jeho dílčí segment – kapitálový trh či formu, trh regulovaný. Stejně tak jako na kapitálovém se manipulace může projevat např. na peněžním či komoditním trhu (úprava manipulace v SRN dopadá rovněž na povolenky na emise skleníkových plynů EUA). Obdobně se může manipulace vedle trhu regulovaného projevit i na trhu neregulovaném. Pro účely této práce tedy vyjdeme z manipulace jako obecného jevu, který se může projevit na různorodých trzích, kdy při jednotlivých zmínkách nebude zásadně užíváno bližších specifikací trhu jako např. kapitálového či komoditního. O jednotlivých zde uvedených pojmech, resp. vymezení platformy – finančního trhu, kde se manipulace projevuje, bude pojednáno v příslušné kapitole této práce.

Obdobně, a to ve vztahu k pojmu finanční nástroj ZPKT tento v úvodních ustanoveních nedefinuje. Směrnice MAD finanční nástroje (*Financial Instruments*) definuje v čl. 1. Novelou ZPKT provedenou na základě Směrnice MiFID byl zaveden do českého právního řádu právní pojem investiční nástroj, který však s předkládanou problematikou primárně nesouvisí (navazuje na definici *Financial Instruments* ve Směrnici MiFID – příloha 1, oddíl C). Z § 124 odst. 1 ZPKT vztahujícímu se k *insider tradingu* plyne, že pojem finanční nástroj je legislativní zkratkou, kterou tvoří investiční nástroje a nástroje jiné, který byly přijaty (nebo o jejichž přijetí bylo požádáno) k obchodování na regulovaném trhu členského státu EU (toto vymezení kopíruje Směrnici MAD). TZ však používá namísto pojmu finanční nástroj právě pojem

investiční nástroj, který je však dle našeho názoru pojmem v kontextu manipulace nejen nesouvisejícím (přestože se jeho obsahové vyjádření kryje s částí obsahu pojmu finančního nástroje), ale i poněkud zužujícím a není logického důvodu tento pojem v TZ (ani jinde v souvislosti s manipulací) užívat. Jak již bylo uvedeno výše, pojem investiční nástroj a jeho reflexe v ZPKT je důsledkem novely ZPKT v návaznosti na Směrnici MiFID a je pojmem vztahujícím se zásadně k investičním službám. Domníváme se, že by měl být v souladu se ZPKT používán pojem finanční nástroj (ve smyslu Směrnice MAD). S ohledem na tyto diskrepance budeme v textu této práce používat zásadně pojmu obecného, a to „instrument“, bez ambice na jeho bližší konkretizaci v jednotlivých případech, nebude-li si to aktuálně diskutovaná problematika vyžadovat. Jsme názoru, že jakékoli omezování ve vztahu k trhům či instrumentům není správným přístupem.

3 K metodologii a koncepci disertační práce

Tato 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 uvedené doplněno o negativní výčet manipulace a odpovědnost z manipulace plynoucí. K obecnému zpracování této práce, a to z pohledu práce s prameny, se budeme držet doporučení Knappa¹⁸ těmto nepodléhat a nakládat s nimi funkčně. Důraz bude tedy kladen na myšlenku a nikoli počet poznámek pod čarou či počty titulů v bibliografii. Účelem poznámek bude zásadně (s výjimkou kapitol vztahujících se k ekonomickému pojednání) umožnit čtenáři jít *ad fontes*, nikoli doplnění textu samotného o „méně podstatné“ části. Stavba vět bude volena, pokud to konkrétní případy dovolí, co možná nejstručnější s důrazem na jejich srozumitelnost tak, aby nebylo pochyb, jakou myšlenku vyjadřujeme.

V souvislosti s úpravou práva proti zneužívání trhu je nutné již na tomto místě učinit poznámku, která ostatně implicitně vyplývá již z výkladu podaného výše v rámci obecného úvodu. Tato úprava má rozměr nejenom vnitrostátní, ale i komunitární, kdy

¹⁸ KNAPP, Viktor: *Vědecká propedeutika pro právníky*. Praha, Eurolex Bohemia 2003, s. 196.

úprava v českém ZPKT vychází z úpravy ve Směrnici MAD. V posledních letech je snaha komunitárního práva regulovat tuto oblast finančního práva stále zřetelnější. Vyústěním těchto snah je publikace Návrhu nařízení, které by mělo Směrnici MAD a úpravu v národních právních řádech nahradit. Úpravu manipulace tedy neposuzujeme izolovaně od právní úpravy EU, ale naopak ve vzájemném kontextu. Kde se nám to jeví jako vhodné a účelné, zmiňujeme rovněž právní úpravy dalších států. Vedle výše uvedeného, a to zejména v kontextu s důvodem pro vypracování této práce, kterým je absentující odborná diskuse a literatura, je zahraniční odborná literatura základem, který byl pro vypracování použit. Obdobně rozhodovací praxe je v některých členských státech EU nepoměrně bohatší než rozhodovací praxe v České republice a bude pro nás, stejně jako rozhodovací praxe v USA, neocenitelným zdrojem zejména při konstituování jednotlivých skutkových podstat manipulace.

Problematika manipulace nebyla v české odborné literatuře dosud podrobněji zpracována, monografie zmiňují manipulaci spíše jen obecně v souvislosti s výklady o finančním právu. Nám známá je především publikace Kotáska¹⁹. Přestože se odborné články o manipulaci zmiňují v míře ještě menší, je nutné zmínit příspěvek Pelikánové²⁰, který nám byl při zpracování práce neocenitelným zdrojem informací a inspirací.

Část použitých pramenů má nutně, a to s odkazem na interdisciplinaritu manipulace, ekonomický obsah. Zejména úvodní pasáže této práce jsou zaměřeny spíše směrem ekonomickým nežli právním. Ekonomický základ je zde „podstatnou náležitostí“, kterou nelze, nejen pro správné pochopení předkládané problematiky, ale zejména také pro nalézání odpovědí na právní otázky, opomíjet. S tímto, obdobně však jako ve vědě právní, budeme muset zohlednit rovněž dvojí pohled různých ekonomických proudů na otázku regulace trhu²¹. Na tomto místě bychom pro korektnost uvedli, že v práci budou s jistou převahou citovány názory autorů liberálních ekonomických konceptů, tj. těch, které se staví k regulatorní úloze států zdrženlivě či

¹⁹ KOTÁSEK, Josef: *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. Praha, C. H. Beck 2005. Nutno však zmínit, že Kotásek se významným způsobem věnuje zneužití trhu ve formě *insider tradingu*, kdy je rovněž autorem jediné monografie v ČR k tomuto tématu.

²⁰ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: *Manipulace kursem na kapitálovém trhu. Právo a podnikání 7–8*, Praha, Sagit 2002.

²¹ Zejména různé nahlížení dílčích ekonomických teorií majících své základy buď v ekonomii klasické, nebo keynesiánské.

negativně. Při prezentaci těchto názorů se však budeme vyhýbat jednostrannosti a nebudeme tyto pokládat za axiomy. Jsme si vědomi, že v ekonomice je řada procesů vnitřně rozporná, přičemž ekonomie zná několik případů, kdy byly určité názory z krátkodobé perspektivy přínosné, nicméně z dlouhodobé perspektivy tomu tak nebylo.

V rámci disertační práce jsou použity různé vědecké metody, které jsou proporcionálně zastoupeny. Jednotlivé metody byly voleny v kontextu teoretických cílů v rámci jednotlivých zkoumaných částí (stanovených předmětů poznání), a to v dialogu se způsobem jejich nejvhodnějšího dosažení. Vzhledem k tomu, že jednotlivé metody nejsou vždy používány izolovaně, ale ve vzájemné kombinaci, jsou níže uvedeny pouze některé základní použité metody:

- 1) Analýza je použita zejména při komplexním rozboru manipulace trhem, kdy jsou obecná definice (generální klauzule) a jednotlivé konkrétní skutkové podstaty rozloženy na dílčí znaky (elementy).
- 2) Metoda syntézy úzce souvisí s metodou analýzy a je použita zejména při definování konkrétních jednání jako manipulace trhem, kdy jsou tato konstruována jako souhrn znaků generální klauzule a konkrétní skutkové podstaty. Syntéza je rovněž použita v případech definování nových způsobů manipulativních jednání (pojmu).
- 3) Systémová metoda je použita v rámci problematiky postihů manipulativních jednání jednotlivými právními odvětvími (zejména normy práva správního, trestního a civilního) v rámci právního řádu ČR. Systémové metody je rovněž využito v rámci zasazení úpravy manipulace trhem jako prvku do systému finančního (rovněž tak trestního a správního) práva.
- 4) V rámci jednotlivých přístupů a pohledů ve vztahu k manipulaci trhem je využito metody komparatistické (přestože si jsme vědomi, že rozsah této práce nám neumožní detailně proniknout do jednotlivých zkoumaných oblastí, stejně jako bude v některých částech obtížné najít rozumné *tertium comparationis*). Tato metoda je rovněž dále využita např. u postihů uvedených v odstavci 3) tohoto článku výše či v rámci kritického zhodnocení objektivního přístupu k manipulaci trhem.
- 5) V práci mají své místo rovněž další „párové“ metody logické, abstrakce–konkretizace a indukce–dedukce, stejně jako metoda historická.

4 Cíle disertační práce

Cíle práce jsou úzce propojeny s důvody pro její vypracování. Tímto zde vedle již výše uvedeného rozumíme zejména v právní úpravě ne zcela přesný popis rozlišení jednání, jež lze považovat za manipulaci trhem nebo prosté obchodní transakce. Obdobně je nedostatečně konkrétní a komplexní vymezení jednotlivých skutkových podstat (jednání) manipulace trhem. Cíle byly voleny tak, aby odpovídaly účelu a rozsahu disertačního spisu. Za jednotlivé cíle jsou stanoveny (a to spolu s návrhy na alternativní úpravu, resp. postih, je-li to relevantní):

- 1) Rozbor manipulace z právního a ekonomického hlediska²².
- 2) Kritika objektivního přístupu k manipulaci.
- 3) Kvalifikace jednotlivých konkrétních jednání jako manipulace.

Dílčím „cílem“, který bude prostupovat touto prací obecně i v rámci jednotlivých kapitol, je akcent námi zastávané koncepce ve vztahu k regulaci trhu na poli manipulace, nikoli pouze popis stávajícího právního stavu, resp. stavu *de lege ferenda* dle Návrhu nařízení.

4.1 Rozbor jevu manipulace z právního a ekonomického hlediska

V souladu s důvody pro vypracování práce uvedenými výše v tomto článku je jedním z cílů vymezení základních znaků a charakteristik jednání, která jsou považována za manipulaci trhem. Předkládána jsou různá východiska, koncepce, historické projevy a další související skutečnosti, které jsou pro celkové posouzení relevantní. Stranou nezůstává ani zasazení této problematiky do širšího ekonomického rámce, který je v případě manipulace trhem významný, a to s ohledem nejen na historické souvislosti, ale zejména aktuálnost dané problematiky v kontextu současného ekonomického vývoje. Cílem je zde tak rovněž postihnout interdisciplinaritu manipulace trhem, a to z právního, ekonomického a politologického pohledu.

²² Tento cíl bude pojat tak, aby dílčí otázky nenarušovaly hlavní dějovou linii, která by měla být vedena k cílům uvedeným níže.

4.2 Kritické zhodnocení objektivního přístupu k manipulaci

Dalším cílem je kritický pohled na objektivní přístup při posuzování určitých jednání jako manipulace trhem. Tento cíl bude tvořit hlavní dějovou linii této práce, přičemž budeme rovněž hledat odpovědi na otázku, zda jsou určitá jednání vůbec manipulací. Dílčím cílem je zde klasifikovat jednotlivé formy zavinění a odpovídající posouzení jednotlivých skutkových podstat manipulace trhem ve vztahu ke konkrétní formě zavinění.

4.3 Kvalifikace jednotlivých jednání jako manipulace

Absence právního vymezení konkrétních skutkových podstat manipulace trhem vede k dalšímu cíli, jímž je kvalifikace konkrétních jednání jako manipulace trhem. Uvedená část práce má za cíl komplexně a podrobně popsat jednotlivá jednání, a to včetně uvedení konkrétních případů, kdy bylo těchto použito. Rovněž bude poukázáno na další jevy a souvislosti manipulaci trhem provázející, např. nepřípustné ztotožnění časové souslednosti jevů a příčinné vazby (tzv. „post hoc klamu“). V neposlední řadě se zaměříme na specifickou manipulaci, a to z pohledu instrumentů. Bude se jednat o manipulaci s instrumenty CDO (*Collateralized debt obligations*), čili zajištěnou dluhovou obligaci a CDS (*Credit default swap*), čili swapem úvěrového selhání.

5 Stanovení ověřovaných hypotéz

V rámci této práce budou ověřovány následující hypotézy:

Hypotéza č. 1

Zavinění jednajícího je základním předpokladem kvalifikace určitého jednání jako manipulace.

Hypotéza č. 2

Obchodní transakce nelze za žádných okolností považovat za manipulaci.

Hypotéza č. 3

Jednotlivé skutkové podstaty manipulace trhem musí být právními předpisy přesně definovány.

B) FINANČNÍ TRH A EKONOMICKÉ ZÁKLADY REGULACE

Problematika zneužívání trhu vyžaduje úvodem pojednání o finančním trhu a jeho fungování (v souladu s kapitolou 2 si tedy na tomto místě blíže vymežíme „trh“ na kterém manipulace probíhá). Finanční trh je jedním ze základních stavebních kamenů finančního systému a pochopení jeho fungování je klíčovým momentem pro pochopení finančního systému jako celku, který pak funguje v tržní ekonomice. Před samotným rozbořením nosného tématu této práce proto pokládáme za důležité věnovat se alespoň rámcově pojmu finančního trhu, jeho postavení ve finančním systému a jeho jednotlivým segmentům. Pojem finanční trh je částečně odvozen z obecné definice trhu jako takového. Jak uvádí Samuelson²³, trh je v zásadě místo, kde se setkávají kupující a prodávající, kteří mezi sebou vyměňují statky a služby, přičemž dále je specifikováno, že „trh je mechanismus, jehož prostřednictvím se kupující a prodávající střetávají, aby určili cenu zboží a množství, jež se nakoupí a prodá“²⁴. Trh je tedy určitý prostor, kde se statky a výrobní faktory směňují za volné tržní ceny.

Ekonomie je (ať již je tento pohled právníky přijímán či nikoli) jedním ze základních východisek právní úpravy obecně, o to více v právu zabývajícím se finančním trhem. Analýza právních norem vyžaduje pochopení ekonomických teorií a jejich předpokladů. V tomto kontextu je rovněž důležité akcentovat posílení ekonomického nazírání na právo. Především se zde jedná o dopad na ekonomickou efektivnost a chování tvůrců práva. Vedle bližší specifikace finančního trhu bude tedy obsahem této kapitoly rovněž stručné ekonomické pojednání související se zneužíváním trhu.

6 Pojem finančního trhu a jeho postavení ve finančním systému

Finanční trh je integrální součástí finančního systému. Finanční systém je v obecné rovině chápán jako mechanismus, prostřednictvím jehož funkcí se volné

²³ SAMUELSON, Paul A: *Ekonomie*. Praha, Svoboda 1991, s. 26.

²⁴ Tamtéž, s. 27.

prostředky určené k půjčení dostávají od subjektů, které těmito disponují, k subjektům, které mají zájem si tyto půjčit. Finanční systém je tedy souhrnem všech subjektů na finančním trhu působících, jednotlivých segmentů finančního trhu a obchodovaných instrumentů. Finanční systém umožňuje kumulaci a následnou alokaci dočasně volných prostředků, čímž zvyšuje produkční možnosti ekonomiky a tím urychlování ekonomického růstu. Každý finanční systém je pak součástí systému ekonomického.

Pojem finanční trh není v právním řádu ČR definován, ale je užíván²⁵. Při definování tohoto pojmu tak bude nutné vyjít z ekonomických teorií a významu, který mu přiřkládá věda nikoli právní, ale ekonomická. Při charakteristice finančního trhu je vycházeno ze základní skutečnosti, kterou je existence finančních přebytků na straně přebytkového subjektu a nedostatek finančních prostředků na straně subjektu deficitního²⁶.

Funkcí finančního trhu je tedy převádění finančních prostředků od subjektů s jejich relativním přebytkem k subjektům deficitním, a to pomocí rozličných instrumentů. Poněkud zjednodušujícím by dle našeho názoru bylo, jak uvádí např. Meluzín a Zinecker²⁷, ztotožňování funkce finančního trhu pouze s toky peněžních úspor od domácností k podnikatelským jednotkám a, oproti těmto, různých druhů instrumentů, které domácnosti za své peníze nakoupily od podnikatelských jednotek. Jak uvádí Dědič²⁸, zásadní je alokace finančních prostředků tam, kde je využití těchto prostředků nejefektivnější, a tedy nikoliv ve vázanosti pouze na pohyb mezi domácnostmi a podnikatelskými jednotkami. Další funkce finančního trhu lze spatřovat zejména v akumulaci dočasně volných prostředků a začleňování volných prostředků do ekonomického procesu (čímž se přeměňují prostředky úspor v investice)²⁹. Funkci trhu lze spatřovat dále v diverzifikaci rizika, a to prostřednictvím swapů úvěrového selhání (CDS).

²⁵ Např. ZPKT či Zákon o kolektivním investování.

²⁶ Srov. DĚDIČ, Jan. in *Právo v podnikání. Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha, Prospektrum, 2000, s. 201.

²⁷ MELUZÍN, Tomáš, ZINECKER, Marek: *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno, Computer Press 2009, s. 1.

²⁸ DĚDIČ, Jan: *Právo v podnikání. Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha, Prospektrum 2000, s. 201.

²⁹ Srov. BAKEŠ, Milan. in *Finanční právo*. Praha, C. H. Beck 2009, s. 100.

Finanční trh tedy můžeme např. dle Dědiče³⁰ či Revendy³¹ vymezit jako „*systém institucí a instrumentů zabezpečující pohyb peněz a kapitálu ve všech formách mezi různými ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky*“. V ekonomických teoriích, jakož i ve vědě právní, se však vyskytuje celá řada definic, které finanční trh pojímají více či méně rozdílným způsobem³².

Jak již bylo uvedeno výše, pojem finanční trh není v právním řádu České republiky definován. Obsah pojmu finanční trh lze však z právních předpisů dovodit. Dle § 1 odst. (1) Zákona o ČNB je ČNB ústřední bankou České republiky a orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem. Část pravomocí ČNB, vedle těch plynoucích z postavení ČNB jako ústřední banky České republiky, se tedy přímo dotýká finančního trhu. Pravomoci, které nejsou pravomocemi ČNB v postavení ústřední banky, tak vytvářejí základní legální obsah pojmu finanční trh. ČNB k uvedenému uvádí³³: „*Česká národní banka je podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem v České republice. ČNB tedy provádí dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijními fondy, družstevními záložnami, směnárny a dohled nad institucemi v oblasti platebního styku*“.

7 Segmenty finančního trhu

Stran segmentů finančního trhu, a tedy jeho vnitřní struktury, nalzáme v teorii rovněž celou řadu přístupů a souvisejících vymezení, obdobně jako u definice finančního trhu samotné. Uvedené je však logickým vyústěním neostrosti hranic mezi jednotlivými segmenty, inovacemi na poli obchodovaných instrumentů či vzájemnou integrací jednotlivých částí těchto segmentů.

³⁰ DĚDIČ, Jan: *Právo v podnikání. Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha, Prospektrum 2000, s. 201.

³¹ REVENDA, Zbyněk: *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha, Management Press 2012, s. 71.

³² Např. BAKEŠ uvádí, že finanční trh je systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmisťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky. BAKEŠ, Milan: *Finanční právo*. Praha, C. H. Beck 2009, s. 100.

³³ Dohled nad finančním trhem. *Česká národní banka* [online]. Leden 2012 [cit. 2012-01-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/.

Z pohledu ekonomických teorií je možné finanční trh na jednotlivé segmenty členit dle různých kritérií³⁴. Na základě jednotlivých kritérií je potom možné finanční trh na jednotlivé segmenty rozdělit níže uvedenými způsoby, přičemž rozhodnými kritérii bývají nejčastěji doba splatnosti obchodů a využívané instrumenty. Velmi rozšířené je členění, které uvádí např. Dědič či Revenda, považující za základní členění finančního trhu jeho dělení na a) trh peněžní, b) trh kapitálový a c) trh úvěrový³⁵. Vydeme-li z různých náhledů na strukturu finančního trhu, můžeme uzavřít, že finančním trhem je systém institucí a instrumentů zajišťujících pohyb peněz a kapitálu v segmentech trhu kapitálového, peněžního, úvěrového a komoditního³⁶.

7.1 Kapitálový trh

V souladu s výše uvedeným lze tedy za kapitálový trh považovat systém institucí a instrumentů zabezpečující pohyb střednědobého (lhůta splatnosti zde bývá od jednoho roku do pěti let) a dlouhodobého kapitálu (lhůta splatnosti obvykle delší než pět let) mezi různými ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky³⁷.

³⁴ Např. k obchodům využívané instrumenty, doba splatnosti obchodů, způsob alokace finančních zdrojů, subjekty, mezi nimiž obchody probíhají či existence institucionalizovaného organizovaného trhu. KOTÁSEK, Josef: *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. Praha, C. H. Beck 2005, s. 80.

³⁵ DĚDIČ, Jan. *Právo v podnikání. Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha, Prospektrum, 2000, s. 201. REVENDA, Zbyněk: *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha, Management Press 2012, s. 71. Vedle toho Rejnuš či Polouček uvádějí členění rozdílná. Srov. REJNUŠ, Oldřich: *Finanční trhy*. Ostrava, Key Publishing 2010, s. 54, a POLOUČEK, Stanislav: *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha, C. H. Beck 2009, s. 208.

³⁶ Oproti segmentaci Rejnuše a Poloučka tak považujeme a) úvěrový trh za samostatný, b) trh s cizími měnami jako součást trhu peněžního (např. směňky a šeky), resp. úvěrového (např. úvěry v cizích měnách se splatností delší než jeden rok) a c) trh drahých kovů jako poněkud neurčitý a zužující segment, který by měl být spíše označen jako trh komoditní. Lze se setkat rovněž s vymezeními, která považují za další samostatné segmenty finančního trhu trh pojišťný či trh s deriváty. Srov. dohled nad finančním trhem. *Česká národní banka* [online]. Leden 2012 [cit. 2012-01-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/.

³⁷ Pelikánová uvádí, že kapitálový trh je soubor nástrojů a vztahů pro soustředování, rozmístování a přerozdělování dočasně volných peněžních prostředků na tržním základu, tj. střetu nabídky a poptávky. PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: *Manipulace kursem na kapitálovém trhu*. in *Právo a podnikání 7–8*, Praha, Sagit 2002. Z právního úhlu pohledu, pravomoci, které nejsou pravomocemi ČNB v postavení ústřední banky, s výjimkou těch, které se vztahují k ostatním segmentům finančního trhu, vytvářejí základní legální obsah pojmu kapitálový trh.

Prostředky získané prostřednictvím kapitálového trhu jsou určeny primárně k financování investic ze strany podniků a vlád. Převažujícím instrumentem kapitálového trhu jsou cenné papíry. Instrumenty kapitálového trhu a cenné papíry však nelze považovat za synonymum. Mezi typické instrumenty kapitálového trhu bývají řazeny zejména majetkové cenné papíry (akcie či podílové listy) či dlouhodobé dlužnické cenné papíry (dluhopisy)³⁸. V rámci klasifikace jednotlivých instrumentů jako typických pro kapitálový trh se zde projevuje dílčí nesoulad mezi základními kritérii segmentace, kterými jsou doba splatnosti obchodů a využívané instrumenty³⁹.

Kapitálový trh (resp. trh cenných papírů, který sestává z trhu dlouhodobých cenných papírů a trhu krátkodobých cenných papírů, kdy první je částí trhu kapitálového a druhý peněžního) je možné rozčlenit na segmenty, kterými jsou trhy primární a trhy sekundární, organizované nebo neorganizované. Dále lze uvést např. dělení na promptní a termínové⁴⁰.

Primární trhy slouží pro obchodování s nově vydanými instrumenty, jejichž hlavní funkcí tak je získání zdrojů pro investiční činnost. Na primárním trhu tedy dochází k vydávání instrumentů. Cenný papír je vydán dnem, kdy splňuje všechny náležitosti pro něj Zákonem o cenných papírech nebo jiným právním předpisem stanovené a kdy se v souladu se Zákonem o cenných papírech stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele (§ 5)⁴¹. Sekundární trhy slouží k obchodování s již dříve vydanými instrumenty. Hlavní funkci těchto trhů lze tedy spatřovat v zajišťování přeměny těchto instrumentů na likvidní peněžní prostředky. Další funkcí sekundárních

³⁸ Např. deriváty však nepředstavují podle právního řádu ČR cenné papíry, a přesto obchod s nimi lze jistě považovat za obchod na kapitálovém trhu, kdy rovněž ZPKT (§ 3 odst. 1) tyto výslovně pod pojmem investičních nástrojů uvádí. Naopak náložný či skladištní list instrumentem kapitálového trhu nebude.

³⁹ Státní pokladniční poukázky, jak vyplývá z § 25 Zákona o dluhopisech, jsou pouze specifickým označením pro státní dluhopisy s dobou splatnosti do jednoho roku (včetně) a nikoli zvláštním cenným papírem, přičemž dluhopisy jsou obecně považovány za instrumenty kapitálového trhu a státní pokladniční poukázky za instrumenty trhu peněžního. Obdobně směnky, považované typicky za instrument trhu peněžního, mohou být vystaveny s datem splatnosti delším než jeden rok, což by je z pohledu doby splatnosti řadilo mezi instrumenty trhu kapitálového.

⁴⁰ Blíže k termínovým a promptním trhům např. BAKEŠ, Milan. in *Finanční právo*. Praha, C. H. Beck 2009, s. 141.

⁴¹ Obdobně můžeme uvedené aplikovat na ostatní instrumenty kapitálového trhu. Nabyvatel cenného papíru zde tedy za své zdroje (prostředky), které jsou použity na investice emitenta, získává instrumenty tímto emitentem vydávané.

trhů je stanovení kurzu (tržní ceny) obchodovaných instrumentů. Vztah mezi sekundárními a primárními trhy lze spatřovat rovněž v tom, že fungování primárních trhů je do určité míry odvozené od fungování relevantních trhů sekundárních. Zájem investorů na primárních trzích je částečně předurčován vývojem kurzů a likviditou obdobných, na sekundárních trzích již obchodovaných instrumentů.

Dělení trhů na regulované a neregulované⁴² má svůj základ ve znacích⁴³, kterými jsou zejména:

- a) organizovanost určitou osobou, která k této činnosti musí získat povolení orgánu dohledu (dozoru) určitého státu;
- b) standardizace podmínek obchodování, které jsou rovněž předmětem schválení tímto orgánem, a to buď přímo, či nepřímo;
- c) pravidelnost obchodování, tj. uskutečňování pravidelných obchodních dní;
- d) vypořádání obchodů prostřednictvím osoby odlišné od organizátora.

V posledních letech je možné pozorovat určitý trend ke zvyšování objemů obchodů, resp. zvyšování počtu obchodovaných instrumentů na OTC trzích. Podle našeho názoru jsou důvodem (v negativním smyslu slova) zejména skutečnosti, které zrcadlí znaky trhu regulovaného, a tedy a) striktní podmínky přijetí instrumentu k obchodování, stejně jako podmínky obchodování samotného; b) obchody na regulovaných trzích nejsou vhodné pro všechny typy obchodů (jak uvádí Revenda⁴⁴, charakteristickým příkladem jsou akviziční obchody, které se zpravidla uskutečňují ve formě přímých – mimoburzovních transakcí); c) svázanost obchodování s pevně stanovenými obchodními hodinami, kdy mimo tyto nelze obchody uzavírat, a v neposlední řadě d) obchodování na regulovaných trzích je spojeno s určitými transakčními náklady.

7.2 Peněžní trh

Vymezení peněžního trhu je v zásadě shodné s vymezením trhu kapitálového, přičemž rozdíl je v době splatnosti jednotlivých instrumentů (splatnost je vždy kratší než jeden rok). Funkcí peněžního trhu je poskytnutí provozního kapitálu podnikům,

⁴² Ekonomické teorie finančních trhů a dříve platné právní předpisy (Zákon o cenných papírech ve znění platném do 30. 4. 2004) rozlišovaly trhy na veřejné a neveřejné. Blíže např. DĚDIČ, Jan. in *Právo v podnikání. Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha, Prospektrum 2000, s. 203.

⁴³ ZPKT podává legální definici regulovaného trhu včetně jeho charakteristik v § 55

⁴⁴ REVENDA, Zbyněk: *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha, Management Press 2012, s. 206.

resp. vládám, který překlenuje časový nesoulad mezi příjmy a výdaji. Nejčastěji jsou účastníky jednotlivých obchodů na peněžním trhu komerční banky navzájem, resp. komerční banky a banky centrální (komerční banky těmito obchody řídí svoji krátkodobou likviditu) nebo i jiné finanční (zejména pojišťovny) či nefinanční (např. fondy peněžního trhu) instituce. Centrální banky prostřednictvím obchodů na peněžním trhu provádějí svoji měnovou politiku. Typickým instrumentem na poli peněžního trhu jsou směnky, šeky, státní pokladniční poukázky, mezibankovní depozita a krátkodobé úvěry či půjčky. Peněžní trh zpravidla nepůsobí v institucionalizované formě, ale je tvořen přímou vazbou mezi jeho jednotlivými účastníky navzájem.

7.3 Úvěrový trh

Úvěrový trh je systém institucí zabezpečující pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu pomocí střednědobého a dlouhodobého úvěru. Prim v prostředí úvěrového trhu sehraávají jednotlivé komerční banky, které přijímají od domácností, podniků či veřejného sektoru vklady v různých formách. Tyto vklady pak tvoří základ pro poskytování úvěrů. Jednotlivé obchody probíhají vždy mezi konkrétní komerční bankou (věřitelem) a konkrétním subjektem (dlužníkem), přičemž podmínky těchto obchodů jsou individuální, což má vliv na obchodovatelnost (a likviditu) těchto instrumentů. Vedle obchodních podmínek konkrétního úvěrového obchodu zde lze zmínit snahu o jistou míru unifikace smluvní dokumentace z právního pohledu. Nejen v ČR, ale i v rámci Evropy jsou úvěrové smlouvy a související dokumenty, např. mezivěřitelské dohody, připravovány dle standardů Asociace úvěrového trhu (*Loan Market Association*)⁴⁵. Stejně tak jsou úvěrové smlouvy, z důvodů budoucího postupování pohledávek z těchto smluv, resp. jejich syndikace mezi jednotlivé komerční banky, strukturovány tak, že jediný věřitel, který tento úvěr poskytuje, vystupuje v úvěrové smlouvě v různých pozicích. Těmito jsou zejména a) původní věřitel (*Original Lender*), b) aranžér (*Arranger*) a c) agent (*Agent*), resp. agent pro zajištění (*Security Agent*). Banky tak kombinací standardizace úvěrové dokumentace a její variantnosti ve vztahu k bilaterálnímu úvěru a jeho syndikovaným či klubovým formám umožňují zvýšenou obchodovatelnost úvěrových obchodů na sekundárních

⁴⁵ Více informací a vzorové dokumenty lze nalézt na LMA. *Loan Market Association* [online]. 2012 [cit. 2012-01-15]. Dostupné z: <http://www.lma.eu.com/default.aspx>.

tržích (čímž zvyšují jejich likviditu). Naproti tomu Polouček⁴⁶ uvádí, že trh s dlouhodobými úvěry (v klasifikaci Poloučka součást kapitálového trhu) je zásadně trhem primárním a sekundární trh začasto neexistuje.

7.4 Komoditní trh

Komoditní trh jako celek a tedy široká paleta trhů komodit, nejenom pouze trhy zlata a ostatních drahých kovů, tvoří poslední segment finančního trhu. Motivem umístování části portfolia jednotlivých investorů do reálných aktiv (obecně komodity, nemovitosti či umělecké sbírky) je, zejména v dobách ekonomických výkyvů a zvýšené inflace, zajištění (*hedging*) proti znehodnocení kupní síly a diverzifikace rizika jednotlivých portfolií. Musílek⁴⁷ jako další motiv rovněž uvádí zajištění se proti „strachu“, kdy reálná aktiva představují poměrně trvalé uchování majetku bez ohledu na různá politická či ekonomická zřízení a jejich související změny v čase⁴⁸.

8 Význam kapitálového trhu a jeho integrity

Kapitálový trh představuje v tzv. „vyspělých“ ekonomikách jeden z důležitých zdrojů střednědobého a dlouhodobého financování. Tento stojí vedle bankovního financování poskytovaného komerčními bankami prostřednictvím střednědobých a dlouhodobých úvěrových produktů. V ČR však kapitálový trh nenaplnuje pro ekonomiku zásadní funkci, protože nestojí vedle bankovního financování jako rovnocenný pilíř ve vztahu k získávání zdrojů pro podnikatelskou činnost, ale je pouze velmi okrajově využívanou alternativou.

Kapitálový trh musí mít nastaveny vzájemné vazby mezi jednotlivými institucemi a instrumenty tak, aby zajistily tvorbu kapitálu z prostředků, které by byly jinak okamžitě spotřebovány nebo využity jinak, za co nejnižší náklady, stejně jako jejich alokaci tam, kde mohou být využity s nejvyšší efektivitou⁴⁹. Náklady musí vždy

⁴⁶ POLOUČEK, Stanislav: *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha, C. H. Beck 2009, s. 208.

⁴⁷ MUSÍLEK, Petr: *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha, ETC Publishing 1999, s. 615.

⁴⁸ Rejnuš však tento segment nazývá trhem drahých kovů, který se skládá pouze z trhu zlata, stříbra, platiny a paladia REJNUŠ, Oldřich. in *Finanční trhy*. Ostrava, Key Publishing 2010, s. 57.

⁴⁹ K významu kapitálového trhu a jeho integrity autor v podrobnostech odkazuje zejména na Pelikánovou. PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: *Manipulace kursem na kapitálovém trhu*. in *Právo a podnikání 7–8*, Praha, Sagit 2002.

co nejdříve reflektovat fundamentální hodnotu takového kapitálu. Fundamentální analýza⁵⁰ lze považovat za jeden z nejkompexnějších druhů analýz, se kterými se lze v praxi setkat. Tato analýza je založena na předpokladu rozdílnosti hodnot aktuálních tržních cen (kurzů) a tzv. vnitřní hodnoty, kterou je třeba chápat jako individualizovaný názor na hodnotu „spravedlivou“. Jinými slovy, dosáhnout v zásadě rovnosti mezi aktuální hodnotou tržní a hodnotou fundamentální lze pouze při vzájemném působení nabídky a poptávky orientované na vnitřní hodnotu. Přičemž tato je, prostřednictvím fundamentální analýzy⁵¹, stanovována výhradně na základě souboru všech relevantních informací, které nejsou klamavé.

Jakékoli deformace v průběhu procesu utváření představ účastníků trhu o hodnotě instrumentů obchodovaných na trhu nebo v procesu tvorby tržních cen (kurzů) instrumentů mohou omezovat funkce trhu a mít negativní vliv na jeho účel⁵². Negativním důsledkem je poté skutečnost, že některé společnosti, přestože jejich skutečná výkonnost je vyšší než u jiných společností, prostředky na kapitálovém trhu nezískají (nebo za neúměrnou cenu), přestože ty druhé ano. Jak uvádí mimo jiné Pelikánová⁵³, sekundárním důsledkem poté je, že investor, který nemá v konkrétní trh, resp. řádné fungování tržního mechanismu, důvěru, přechází k alternativním objektům své investice (umístění volných zdrojů), kterými mohou být např. termínované vklady či spořicí produkty. Tyto však nedosahují takové míry výnosnosti, ledaže subjekty kapitálového trhu vystupující na straně poptávky po zdrojích nabídnou vyšší cenu, která v sobě zahrnuje rovněž finanční vyjádření rizika plynoucího z deformace. Zdroje na

⁵⁰ V podrobnostech k otázkám fundamentální analýzy podrobně např. Rejnuš, REJNUŠ, Oldřich: *Finanční trhy*. Ostrava, Key Publishing 2010, s. 219 an. Vedle této lze uvést např. technickou analýzu používanou za účelem předpovědi budoucího vývoje.

⁵¹ V rámci fundamentální analýzy lze rozlišovat tři její typy, resp. jednotlivé části, které by měly být vždy brány na zřetel při interpretaci, a konečný výsledek zhodnocení by měl odrážet informace, které tyto části poskytly jako komplexní celek. Jedná se o globální (makroekonomickou) analýzu, odvětvovou (resp. sektorovou či oborovou) analýzu a konečně analýzu jednotlivých společností.

⁵² Jak uvádí např. ECJ v Rozsudku ve věci Spector, účelem Směrnice MAD je ochrana integrity finančních trhů a zvýšení důvěry investorů, spočívající zejména v zajištění stejného postavení investorů a jejich ochrany proti zneužívajícím praktikám.

⁵³ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. *Právo a podnikání* 7–8, Praha, Sagit 2002, s. 31.

kapitálovém trhu se tak postupně tenčí, resp. se stávají nákladově nevýhodnější oproti zdrojům, které poskytují komerční banky⁵⁴.

V neposlední řadě lze uvést, že financování poskytované prostřednictvím kapitálového trhu je velmi významné z pohledu transparentnosti ve vztahu k jednotlivým subjektům. Kapitálový trh předpokládá pro své fungování velmi rozsáhlé informační povinnosti ve vztahu k jednotlivým na těchto trzích obchodovaným instrumentům, resp. společnostem, ke kterým se tyto instrumenty vztahují. Jinými slovy, zásadním předpokladem pro fungování kapitálového trhu je tedy na jedné straně široká informační otevřenost různorodých subjektů zabezpečující nezbytnou míru informačních dat, která účastníci kapitálového trhu potřebují ke svým finančním (investičním) rozhodnutím, a na straně druhé přísný zákaz jednání, která mají nebo mohou mít negativní vliv na rozhodování účastníků kapitálového trhu, který je doprovázen odpovídajícími sankcemi.

9 Regulace trhů z ekonomického pohledu

Státní regulace trhů spočívá v zákonech (přímém působení státní moci) a dalších pravidlech (pomocí nichž státní moc působí na trhy a jejich účastníky nepřímě). Společně slouží k vyvolání změny nebo ovlivnění aktivit účastníků trhu. Proč jsou trhy regulovány státní mocí? Mají trhy schopnost automaticky se s negativními (nekalými) praktikami vypořádat? Je efekt vnějších zásahů pozitivní, negativní nebo žádný? Mají být akcentovány jasně stanovené cíle státních zásahů, jako je např. integrita trhů a důvěra investorů v tyto trhy?

Výše uvedené otázky jsou jen některé z širšího komplexu, nicméně je lze považovat za otázky v obecné rovině základní, přičemž jak již implikuje název této kapitoly, jedná se o otázky pokládané prizmatem především věd ekonomických. Pro účely vypracování této práce se tedy zastavíme, nicméně s ohledem na účel a zejména prostor k jejímu vypracování pouze krátce, u některých ekonomických proudů.

⁵⁴ Jak uvádí dále na stejném místě Pelikánová, ekonomiky vybudované na silném kapitálovém trhu (např. USA) dlouhodobě vykazují vyšší ekonomický a technologický růst než ekonomické systémy založené v převažující míře na bankovním financování (SRN, Japonsko). Vyšší míra technologického růstu je primárně důsledkem skutečnosti, že kapitálové trhy jsou více „nakloněny“, dokonce by se dalo říci, že preferují nové technologie či inovativní postupy, přičemž tyto obvykle v bankovním financování nemají své místo, a to zejména kvůli neznalosti aktuálních trendů či nedůvěře komerčních bank.

Obsah právním norem má vždy svůj původ ve sféře nikoli právní. Právo proti zneužití trhu reflektuje především význam a funkci trhu, které jsou mu připisovány jednotlivými státy (jinými celky, ať už hospodářskými, politickými či územními). Význam a funkce trhu však neexistují jako kategorie sami o sobě, ale jsou utvářeny na základě věd ekonomických. Ekonomické teorie přinášejí (nejen) do finančního práva různé přístupy a přisuzují trhům rozdílné funkce. Přesněji řečeno se liší v nahlížení na jejich fungování a předpoklady, které je nutné z pohledu regulace považovat za určující. Výsledkem jsou pak nikoli pouze rozlišná, ale často i protichůdná doporučení. Úvodem je však třeba poznamenat, že obecně platný teoretický model v podstatě neexistuje (o to více se zde jeví inspirujícím přístup Rodrika uvedený níže). Ekonomie, jako ostatně většina věd, se s postupem času neustále vyvíjí a mění, což je patrné např. ze skutečnosti, že koncepty státních zásahů se pravidelně střídají s tržní samoregulací.

Rodrik⁵⁵ formuluje své závěry tak, že ekonomie je jen jedna, ale existuje mnoho receptů na hospodářský růst. Ekonomie „mnoha receptů“ tak dogmaticky nestaví na teoretických konceptech ekonomů, ale naopak předpokládá uplatnění kombinace dílčích politik, které jinak tvoří různé ekonomické koncepty. Cílem je tedy využití vždy jen toho, co je „šité na míru“ konkrétní situaci. V ekonomii, stejně jako v jiných společenských vědách, by měla různá paradigmatata existovat vedle sebe. V praxi však dominuje víra v „jedinou ekonomii“.

Část neoklasického proudu ekonomie, tzv. Chicagská škola, nám dává na část výše uvedených otázek odpověď⁵⁶. Chicagská škola tvrdí, že tržní ekonomiky v reálném světě produkují zhruba efektivní výsledky, které veřejná politika (a její zásahy) nemůže zlepšit. Jakýkoli státní zásah do ekonomiky tak musí mít na subjekty negativní vliv. Škola MIT naopak argumentuje tím, že ekonomiky v reálném světě jsou postiženy selháními trhu včetně nedokonalé konkurence a monopolů. V důsledku toho mohou být politické zásahy řešící zejména selhání trhu a rozsáhlé informační nedokonalosti prospěšné.

⁵⁵ RODRIK, Dani. *One economics, many recipes: globalization, institutions, and economic growth*. Princeton, Princeton University Press, 2007. Citováno z THOMAS I. PALLEY. *Breaking the Neoclassical Monopoly in Economics* [online]. 2008 [cit. 2012-01-22]. Dostupné z: <http://www.project-syndicate.org/commentary/palley3/English>.

⁵⁶ Základem je zde zpochybňování státních zásahů do ekonomiky a snaha o jejich minimalizaci. Blíže ke zde uvedenému in MUSÍLEK, Petr: *Finanční trhy a investiční bankovnictví*. Praha, ETC Publishing 1999.

Chicagská škola ani škola MIT netvrdí, že tržní výsledky jsou spravedlivé. Tyto jsou odvislé od počáteční distribuce zdrojů, a pokud byla tato distribuce nespravedlivá, pak budou nespravedlivé i současné a budoucí výsledky. Nicméně jádrem sporu zde je, zda je taková nespravedlnost férová či nikoli. Chicagská škola věří, že výsledky v reálném světě jsou neférové přirozeně a především že snahy o nápravu nespravedlností jsou příliš nákladné, protože umělé zásahy nemající svůj ekonomický původ v – resp. na těchto trzích způsobují ekonomickou neefektivitu. Vládní intervence tak v důsledku nekompetentnosti vytvářejí další a další, vlastní selhání. Dle školy MIT je spravedlnost naopak důležitá, protože reálný svět je nepříjemně neférový a vládnímu selhání lze předejít kvalitním institucionálním rámcem, do něhož patří i demokracie.

Vrátíme-li se k odpovědím Chicagské školy, je třeba dále uvést, že příčina státní regulace je mimo jiné spatřována v zájmu účastníků tzv. „politického trhu“ (státní byrokracie) na straně jedné a některých regulovaných subjektů na straně druhé. Tyto subjekty regulaci chápou jako svoji ochranu před dynamickou konkurencí. Regulované subjekty tedy ovládají regulující a vytvářejí poptávku po regulaci, stejně jako tlak na regulující subjekty (tzv. „koncept ovládnutého strážce“). Nabídku regulace pak zajišťují zákonodárci, resp. úřednický aparát, jejichž argumentem je zájem účastníků trhu. Tato Stiglerova teorie regulace⁵⁷ (za kterou dostal v roce 1982 Nobelovu cenu za ekonomii) ústí tedy v závěr, že regulované subjekty časem ovládnou regulátora a regulace se pak uskutečňuje v jejich zájmu, i když se i nadále zdůrazňuje zájem veřejný⁵⁸.

Chicagská škola odmítá regulaci trhu, protože:

⁵⁷ STIGLER, George J: The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1971, č. (2(1)). Dostupné z: <http://www.rasmusen.org/zg604/readings/Stigler.1971.pdf>.

⁵⁸ Dle Friedmana „[...] ve státní sféře stejně jako na trhu působí neviditelná ruka, ale v případě státu působí opačným směrem: jednotlivec, který chce sloužit jen veřejnému zájmu a podporuje proto státní zásahy, je neviditelnou rukou veden k podpoře partikulárních zájmů, což zcela nebylo jeho úmyslem [...]“. FRIEDMAN, Milton: *Svoboda volby*. Praha, Liberální institut 1991, s. 14. Dále poté Stigler v roce 1964 – na základě analýzy empirických údajů z newyorské burzy cenných papírů – prokázal, že SEC neměla po svém založení žádný významný vliv na kvalitu veřejně obchodovaných cenných papírů (instrumentů). Nenaplnila tedy účel, pro který byla zřízena. Podobný efekt má dle Stiglera i existence jiných regulačních úřadů. STIGLER, George J: Public Regulation of the Securities Markets. *Journal of Business*. 1964 (37). Dostupné z: <http://www.jstor.org/pss/2351027>.

- a) regulace permanentně selhává, příčinou je zejména nedokonalý rozhodovací mechanismus, časová zpoždění a prosazování partikulárních zájmů na úkor zájmů veřejných;
- b) náklady na regulaci jsou příliš vysoké;
- c) regulace vytváří morální hazard, jímž je myšleno snížení averze k riziku ze strany investorů plynoucí ze skutečnosti, že za riziko výběru investice nese odpovědnost do určité míry regulatorní orgán;
- d) regulace vytváří překážky volného vstupu na trh a výstupu z něj,
- e) regulace je prospěšná spíše pro regulované subjekty nežli pro potenciální investory.

Jak již plyne z předchozích odstavců, budeme vycházet z paradigmatu liberálního pojetí fungování trhů⁵⁹. Je však korektní zmínit, že některé předpoklady fungování trhů dle liberálních koncepcí se ukázaly v tržní praxi jako neaplikovatelné. Od liberálního pojetí se však vzdálíme pouze v těch situacích, kdy by již bylo lpění na těchto předpokladech zcela v rozporu s objektivní realitou fungování trhů, nikoli v případech, kdy by se jednalo o pouhé vychýlení nemající podstatný vliv na jejich fungování. Základem pro nás tedy bude tržní ekonomika jako vnitřně stabilní systém. Hospodářský cyklus a další nerovnovážné jevy dle tohoto pojetí nemají příčiny ve fungování tržní ekonomiky a jejích jednotlivých složek. Tyto jsou výsledkem exogenních činitelů, mezi kterými hrají prim státní zásahy.

Pro nás jedním z nejdůležitějších myšlenkových proudů Chicagské ekonomické školy je rovněž ekonomická analýza práva, která zkoumá vědu ekonomickou a právní ve vzájemné závislosti⁶⁰. Před tímto interdisciplinárním přístupem se ekonomie vyvíjela jako věda pozitivní, zatímco věda právní jako normativní. Především se zde jedná o zkoumání účinků alternativních právních pravidel na motivace a chování lidí, jaký je jejich dopad na ekonomickou efektivnost a čím se řídí chování tvůrců práva. Jde tedy o aplikaci racionální volby na právo, zejména na tvorbu pravidel a vývoj institucí, kdy právo je výsledkem racionálního chování lidí sledujících vlastní zájmy. Právní normy a instituce zde tedy nejsou chápány jako faktory exogenní, ale naopak endogenní,

⁵⁹ K samoregulaci srov. např. PIRRONG, Stephen. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation. *J.L. & Econ.* 2005, č. 141. Dostupné z: <http://home.heinonline.org/>.

⁶⁰ Vedle Chicagské školy se uvedeným zabývá rovněž tzv. „škola veřejné volby“ (D. Black, A. Downs, J. Buchanan a G. Tullock) a „rakouská škola“ (C. Menger, F. von Wieser či F. A. Hayek).

ovlivňující národní hospodářství a naopak. V počátcích byla ekonomie aplikována pouze na právo antitrustové, konkurzní a pracovní. Dodnes vůdčí osobností je Richard Posner, jehož kniha Ekonomická analýza práva (*Economic Analysis of Law*) byla první komplexní publikací věnující se této problematice. Základní premisou zde je efektivnost práva. Právo reflektuje logiku ekonomické efektivnosti a spontánně se vyvíjí ve směru přijímání ekonomicky efektivních právních pravidel. Soudci posléze (při extrémních transakčních nákladech) „přebírají“ funkce trhů a „přidělují“ práva způsobem, jakým by to dělala dobrovolná tržní směna (pokud by nebylo nepřiměřených nákladů). Soudci (na rozdíl od zákonodárců) nejsou pod tlakem zájmových skupin a při jejich rozhodování se neprojevuje využívání politického procesu k obohacení se na úkor jiných⁶¹.

Ekonomická analýza práva se vyvíjela zejména v kontextu behaviorální teorie (viz níže), která nabízí významný podklad ke studiu práva a souvisejících otázek. Ekonomové studiem lidského chování zobecnili soubor zásad, které do jisté míry odrážejí zákonitosti tohoto chování. Uveďme si dva základní principy popisující individuální lidské chování: „Čím nižší je cena, tím vyšší je poptávka“ a „člověk se snaží vždy maximalizovat užitek“.

Tradiční přístupy k (finančním) trhům ale nedávají odpovědi na všechny otázky, a to zejména s odkazem na neplatnost předpokladu efektivních trhů, který byl empirickými pracemi vyvrácen. Zejména v poslední dekádě se v odborné literatuře⁶² začíná prosazovat stále více přístupů k analýze finančních trhů. Zmínit lze například teorie, resp. metody behaviorální, fraktální či bifurkační⁶³. Behaviorální teorie se zabývá skutečným chováním investorů a jeho dopadem na trh. Bifurkační teorie pomáhají pochopit některé „extrémní“ události na trzích, jako jsou „krachy“. Fraktální přístup je založen na zkoumání „soběpodobnosti“ (*self-similarity*) finančních časových řad a zobecňuje hypotézu efektivních trhů. Níže jsou rámcově popsány jak přístupy tradiční, tak teorie behaviorální a teorie chaosu.

⁶¹ Srov. dále např. KITCH, Edmund. *Regulation of the Securities Market* [online]. 1999 [cit. 2012-03-16]. Dostupné z: <http://encyclo.findlaw.com/5660book.pdf>.

⁶² První zmínky jsou uvedeny již v MANDELBROT, B. *The fractal geometry of nature*. New York, Freeman and company, 1983.

⁶³ K těmto teoriím jsou výzkumy prováděny rovněž v ČR. *Detail grantu* [online]. 2011 [cit. 2012-01-31]. Dostupné z: <http://ies.fsv.cuni.cz/sci/grant/show/id/156/lang/cs>.

9.1 *Teorie efektivního trhu*⁶⁴ (ECMH)

Dokonalá konkurence, žádné transakční náklady a restrikce či regulace, racionální účastníci trhu a informace dostupné zdarma ve stejný čas všem těmto účastníkům jsou základní předpoklady dokonalého (efektivního) trhu. Je zřejmé, že tyto předpoklady nejsou reálné. Pokud by byl trh dokonalý, automaticky by byly všechny procesy odehrávající se na tomto trhu efektivní. Jak již bylo naznačeno výše, žádný trh není dokonalý, což se projevuje zejména v informační asymetrii. Podle ECMH cena každého instrumentu v každém okamžiku plně odráží všechny informace. Odpůrci teorie efektivních trhů tvrdí, že investoři zakládají svá investiční rozhodnutí na svých zkušenostech, současném stavu poznání a minulých událostech, takže kurz instrumentů neodráží jenom všechny dostupné informace, ale i subjektivní faktory. Odpůrci dále poukazují na to, že v období nejistoty mají účastníci trhu tendenci přizpůsobovat své chování většině a že trhy jsou propojeny do té míry, že se vzájemně ovlivňují. Výzkum teorie ECMH byl navázán na rozbor „nesprávných“ ocenění instrumentů, přičemž lze identifikovat tři formy, v jakých se ECMH objevuje. První (tzv. silná) uvádí, že ceny (kurzy) instrumentů ve všech aspektech odráží všechny relevantní informace bez ohledu na jejich veřejnou známost. Žádný účastník trhu tedy nemůže získat výhodu, spoléhaje se na informace neveřejné (přestože tyto objektivně existují, jsou v ceně instrumentu již zahrnuty). Jinými slovy, technická i fundamentální analýza, ale i důvěrné informace jsou zde zbytečné. Druhá (tzv. střední) uvádí, že ceny instrumentů ve všech aspektech odráží všechny relevantní veřejné informace a k těmto neprodleně (poté co se stanou veřejnými) a objektivně postupně přidává informace nové. Žádný účastník trhu tedy nemůže získat výhodu, spoléhaje se na informace veřejné. Jinými slovy, technická i fundamentální analýza je zbytečná. Dle třetí (tzv. slabé) jsou ceny instrumentů vázány pouze na historické informace, kdy žádný účastník trhu nemůže získat výhodu užitím investičních strategií vypracovaných za použití těchto informací. Jinými slovy, technická analýza a studování grafů jsou zbytečné. Hlavní rozdíl lze tedy spatřovat v tom, že z pohledu slabé formy účastník trhu, který disponuje neveřejnou informací

⁶⁴ V podrobnostech např. AVGOULEAS, Emilios: *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. New York, Oxford University Press 2005, s. 44 an., či stručně JÍLEK, Josef: *Efektivní versus neefektivní trhy* [online]. 7. dubna 2008 [cit. 2012-01-30]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/odborne-clanky/30811-efektivni-versus-neeefektivni-trhy/>.

mající vliv na cenu instrumentu, může v dlouhodobém horizontu získat podstatnou výhodu, přestože nemůže „překonat trh“ na pravidelné bázi. Stejného výsledku může dosáhnout účastník trhu ve střední formě v případě krátkodobého horizontu.

Výše uvedené tedy motivuje účastníky k vytváření různorodých výzkumů a rozborů s cílem dosáhnout výhod z neveřejných informací. Výsledky takových výzkumů jsou potom zbytku trhu komunikovány prostřednictvím cen, za které jsou tito účastníci jednotlivé instrumenty ochotni obchodovat. Přestože uvedené zvyšuje efektivitu trhu ve vztahu k informacím, má toto za následek, že účastníci trhu takto postupně ztrácí svoji výhodu získanou na základě neveřejných informací. Vyjdeme-li z předpokladu, že ceny jsou „správné“ a výzkumy ohledně instrumentů jsou časově a finančně náročné, potom: Pokud jsou ceny „správné“, proč bychom dělali výzkumy ohledně instrumentů? Pokud jsou ceny „správné“, a tedy není třeba provádět tyto výzkumy, jak mohou být ceny „správné“? Jinými slovy, pokud účastník trhu věří, že je trh efektivní, potom trh nebude efektivní, neboť nikdo nebude instrumenty analyzovat. Uvedené bývá označováno jako paradox efektivity⁶⁵. Teorie ECMH byla dále podrobena tvrdé kritice a její základní předpoklady podkopány zejména v návaznosti na „krach“ na burzách dne 19. října 1987, kdy byl zaznamenán nejvyšší jednodenní pokles indexu Dow Jones, a to téměř o 23 %. Přestože teorie ECMH předpokládá, že ceny (kurzy) jsou vždy objektivní, lze identifikovat několik anomálií, které jsou současně podkladem kritiky této teorie⁶⁶.

⁶⁵ Blíže k uvedenému STIGLITZ, Joseph E., GROSSMAN Sanford J: *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets* [online]. 1975 [cit. 2012-01-27]. Dostupné z: <http://www.sendsms.cn/download/wavecom/AT%D6%B8%C1%EE%BF%E2%A3%A8%B4\F3%C8%AB%A3%A9/on%20the%20impossibility%20of%20informationally%20efficient%20markets.pdf>.

⁶⁶ Příklady, kdy je rovněž uvedeno dílčí vysvětlení jsou následující: a) Fúze a akvizice: umožňuje investorům dosáhnout nadprůměrného výnosu v důsledku výrazných kurzových pohybů. Očekává se snížení nákladů a tedy snížení rizika takové investice, b) Efekt velikosti: společnosti s nízkou tržní kapitalizací přinášejí investorům nadprůměrné výnosy. Investoři do malých společností neinvestují z důvodu nízké likvidity a vyššího rizika, c) Pondělní efekt: v pondělí akciové kurzy pravidelně klesají, což bývá přičítáno zejména oznamování negativních zpráv po uzavření trhů v pátek a následnému přehodnocení pozic v průběhu víkendu či d) Lednový efekt: akcie (zejména společnosti s nízkou tržní kapitalizací) v prvních dvou týdnech měsíce ledna vykazují nadprůměrný zisk. Investoři na přelomu roku vyhodnocují výkonost svého portfolia a poté přijímají nové strategie. Portfolio reorganizují a doplňují zejména společnostmi s nízkou tržní kapitalizací. Dalším vysvětlením může být snaha investorů o daňovou optimalizaci ztrátovými prodeji záměrně realizovanými v prosinci, pro které však již není důvod v lednu.

9.2 *Teorie moderního portfolia*

Základní premisou této teorie je, že při vytváření investičního portfolia, které je dostatečně diverzifikované (obsahuje vzájemně „neprovázané“ investice), mohou investoři vyvažovat riziko při zachování průměrné hodnoty návratnosti individuální investice⁶⁷. Teorie moderního portfolia tedy přináší matematický model pro určení odpovídajícího procenta partikulární investice. Předpokladem je, že: a) trhy jsou efektivní (pohyby kurzů by měly mít zřídka vliv na předpokládanou výhodu – výnos), b) investoři berou v úvahu pouze dvě základní charakteristiky, a to riziko a výnos, c) míra diverzifikace portfolia může snížit riziko nebo zvýšit výnos a d) jednotlivé investice jsou oceňovány ve vztahu k budoucím výnosům s přihlédnutím k riziku portfolia jako celku spíše než riziku individuální investice. Argumentem této teorie je, že poskytuje ochranu mj. proti manipulaci tím, že škodlivé následky jsou v takto diverzifikovaném portfoliu „rozpuštěny“. Investoři by zde tedy neměli být žádným způsobem „odškodňováni“ za zneužívající praktiky na trhu, protože mohli uvedenému předejít vytvořením takového portfolia. Nicméně je rovněž uváděno, že v investorské praxi je zohledňováno více faktorů než pouze dva výše uvedené, stejně tak jako náklady na vytvoření takového portfolia mohou částečně snížit jeho výnosovou výhodu, čímž je významně snížen účel jeho vytvoření. Obdobně např. vlivy finančních krizí není možné při použití této teorie zohlednit.

9.3 *Model oceňování kapitálových aktiv⁶⁸ (CAPM)*

Model CAPM vychází z předpokladů teorie ECMH a předpokládá, že jediný faktor, který je ve vztahu k ceně instrumentu rozumným investorem oceňován, je systematické riziko, protože toto nemůže být diverzifikováno. Jedná se o jistou modifikaci teorie moderního portfolia. Model CAPM tedy rozkládá riziko portfolia na dvě složky, riziko systematické a riziko specifické. Systematické riziko vyplývá již ze samotného faktu, že investor drží portfolio. Toto tak pramení z celkového

Rovněž je uváděna potřeba disponibilních prostředků před Vánocemi (jednotliví investoři), resp. roční závěrkou a vyplácení vánočních prémie (společnosti).

⁶⁷ Blíže k uvedenému MARKOWITZ, Harry. *Portfolio Selection* [online]. 1952 [cit. 2012-01-27]. Dostupné z: <http://www.gacetafinanciera.com/TEORIARIESGO/MPS.pdf>.

⁶⁸ Blíže k uvedenému KORAJCZYK, Robert A: *Asset pricing and portfolio performance: models, strategy, and performance metrics*. London, Risk Books 1999.

ekonomického vývoje a postihuje všechny účastníky trhu. Specifické riziko nese konkrétně zvolené aktivum (představované instrumentem). Úzce souvisí s tou částí výnosu daného aktiva, která nekoreluje se všeobecným tržním výnosem (trendem sektoru, odvětví, trhu). Model CAPM uvádí, že každý investor je odměňován za systematické riziko, které na sebe bere. Specifické riziko může být vhodnou volbou aktiv diverzifikované, je možné jej diverzifikací zmenšit až na hodnotu systematického rizika. Systematické riziko může být vypočítáno pomocí tzv. *beta* faktoru, který je matematickou hodnotou volatility instrumentu oproti očekávané hodnotě stanovené v návaznosti na předpokládané změny různých okolností na trhu. *Beta* faktor, který je větší než 1 znamená, že riziko daného aktiva je větší, než je tržní průměr. *Beta* rovný 1 znamená, že aktivum má průměrné tržní riziko. Nicméně následné studie ukázaly, že i systematické riziko může být zajištěno (sníženo), a to prostřednictvím mezinárodních instrumentů. V poslední době bylo navíc pomocí sofistikovaných modelů umožněno rozložení *beta* na jednotlivé komponenty, kdy lze identifikovat senzitivitu instrumentů na určité ekonomické faktory.

9.4 Behaviorální teorie⁶⁹ (postmoderní)

Vedle výše uvedeného je třeba rovněž zmínit další z teorií pokoušející se vysvětlit fungování moderních (finančních) trhů. Jak již implikuje název, v centru zájmu zde stojí chování, jeho pozorování a analýza interakce konkrétních účastníků v dané situaci. Předpokladem této teorie je, že ne všichni účastníci trhu jsou plně racionální. Iracionalita tedy významně a dlouhodobě ovlivňuje ceny (kurzy) instrumentů. Zatímco teorie efektivních trhů předpokládá, že plně racionálně jednající účastníci trhu neprodleně identifikují „nesprávné“ ocenění instrumentů a svými obchody tyto stanoví na „správnou“ hodnotu, behaviorální teorie uvádí, že tyto snahy mohou být riskantní a nákladné a ke korekci nemusí vůbec dojít. Domníváme se, že tyto účastníci mají předně odlišné cíle. Tím je primárně dosažení zisku a nikoli korekce cen (kurzů) instrumentů.

Behaviorální teorie vychází z chování jednotlivých účastníků trhu, které vyplývá z různých faktorů, zejména z vnitřního přesvědčení, preferencí či způsobu, kterým se

⁶⁹ Blíže k uvedenému BARBERIS, Nicholas. *A survey of behavioral finance* [online]. 2003 [cit. 2012-01-27]. Dostupné z: http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/ch18_6.pdf.

rozhodují. Jednotlivými projevy jsou potom např.: a) „přecenění“ vlastních znalostí, možností a zkušeností; b) tendence trvat na vyšší ceně k prodeji již vlastněného instrumentu namísto koupě takové instrumentu, pokud tento nevlastním (když se domnívám, že cena instrumentu je příliš nízká k prodeji, a očekávám její zvyšování, je logické tento nakoupit, pokud jej nevlastním); c) averzní tendence k riziku ve vztahu k výnosovým příležitostem, ale ochota riskovat k omezení ztráty; d) konzervativní postoj k jednou utvořenému názoru, přestože je pozdějšími okolnostmi objektivně zpochybněn, a e) subjektivní vyhodnocení vlastních zkušeností. Rozvoj behaviorální teorie postupně umožňuje lépe postihovat chování jednotlivých účastníků trhu a tedy jeho charakter⁷⁰.

Investoři nejsou racionální stroje bez pocitu. Investoři utváří svá investiční rozhodnutí na svých zkušenostech, současném stavu poznání a minulých událostech. Kurz instrumentů tedy nereflktuje jenom všechny dostupné informace, ale i subjektivní faktory. Behaviorální teorie dokazuje, že ceny jednotlivých instrumentů se mohou i na delší dobu výrazně odchýlit od své fundamentální vnitřní hodnoty, a tudíž je možné vyhledáváním takových cenových výchylek systematicky dosahovat lepších výnosů než trh.

9.5 Teorie chaosu⁷¹

Zde se spíše než o komplexní teorii jedná o matematické modely používané k pochopení fungování trhu. Matematické modely zde jsou však na rozdíl od teorie ECMH nelineární (výstup není úměrný jeho vstupu). Teorii chaosu lze s jistou dávkou licence přirovnat k tzv. „motýlímu efektu“ vyjadřujícímu citlivou závislost vývoje systému na počátečních podmínkách, jejichž byť jen nepatrné změny mohou mít za následek velké variace v delším průběhu. V důsledku této citlivosti se chování systémů, vykazujících chaos, jeví jako náhodné, i když model systému je deterministický v tom smyslu, že je dobře definovaný a neobsahuje žádné náhodné parametry. Příklady takových systémů zahrnují tektoniku zemských desek, ekonomii či vývoj populace. Dle

⁷⁰ Srov. např. modely chování účastníků. BURKE, John. Re-examining investor Protection in Europe and the US. *Murdoch University Electronic Journal of Law*. 2009, 16(2)., s. 6 Dostupné z: <https://elaw.murdoch.edu.au/index.php/elawmurdoch/article/viewFile/38/13>

⁷¹ Blíže viz AVGOULEAS, Emiliós: *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. New York, Oxford University Press 2005, s. 61 an.

této teorie je tedy (finanční) trh dynamickým systémem, kde jsou různá data (události) víceméně náhodná ve smyslu časování jejich výskytu, přičemž však v dlouhodobém horizontu zahrnují určité trendy (tzv. chaotické systémy). Dále jsou rozeznávány systémy náhodné, které neobsahují žádné vnitřní struktury. Systémy determinované jsou přímo určeny jednoduchým předpisem. Jak uvádí Dostál⁷², „*teorie chaosu popisuje chování nelineárních systémů, které mají v sobě skrytý řád, ale přesto se jeví jako systémy řízené náhodnými jevy. Vytvoříme-li lineární model nějakého systému, pak tento model popisuje skutečný systém pouze v případě, že je lineární. Není-li tomu tak, pak modely budou představovat skutečný systém pouze za ideálních podmínek a po krátkou dobu. Procesy v ekonomice mají nelineární charakter. Je-li v systému přítomná nelineární dynamika, může deterministický systém generovat náhodně vyhlížející výsledky, které ale mohou zahrnovat trvalejší trendy a cykly*“.

9.6 Exkurz: bubliny na trzích

V této části zmíníme jeden z nejzajímavějších fenoménů, tzv. „bublinami“, které mají zásadní význam ve vztahu k manipulaci. Bubliny jsou současně jedním z faktorů, který podkopává nazírání na (finanční) trhy a jejich účastníky jako na racionální. Bubliny bývají připisovány zejména „davovým psychózám“ a „spekulativním mániím“. Bubliny bývají většinou spojeny s přechodem k „nové éře“ (myšleno například průmyslová revoluce či technologické změny v kontextu nástupu moderních informačních technologií), kdy investoři věří, že budoucí situace na trhu bude jasná, resp. méně nejistá než stávající. Příkladem lze uvést *South Sea Bubble*⁷³, *Railway Mania*⁷⁴, krach z roku 1929 či technologický krach 90. let minulého století. Dalším z podstatných faktorů při vytváření bublin je přílišná důvěra investorů ve své schopnosti nebo rozvoj informačních technologií, zejména internetu. S rozšířením internetu a obchodních aplikací se stalo obchodování záležitostí vyžadující z technického pohledu jedno „kliknutí“ na klávesnici. „Tyto obchody uskutečňují ostatní“ je dalším z iracionálních faktorů, které ovlivňují jak vznik, tak zejména eskalaci bublin, přičemž

⁷² DOSTÁL, Petr: *Pokročilé metody manažerského rozhodování*. Praha, Grada 2005.

⁷³ Blíže viz *The south sea bubble* [online]. 2001 [cit. 2012-01-30]. Dostupné z: <http://www.thesouthseabubble.com/>.

⁷⁴ Blíže viz *Railway Mania* [online]. 5. května 2011 [cit. 2012-01-30]. Dostupné z: http://en.wikipedia.org/wiki/Railway_Mania.

takové jednání však nelze *a priori* považovat za jednání iracionální. Investoři zde tak neuskutečňují obchody, které jsou dle jejich názoru (ať už podloženého či nikoliv) nejvýhodnější pro ně samotné, ale takové, které jsou nejvýhodnější pro ostatní (a tedy pravděpodobně i pro ně). Bubliny představují rovněž dilema pro analytiky. Opatrní a obezřetní bývají překonáni těmi, kteří lehkomyšlně předvídají nadprůměrné výnosy. Z pohledu analytiků je jejich setrvání na trhu podmíněno spíše konsenzem nad budoucími výnosy než odchylkami od průměru ostatních. Trh svoji silou za často sám tvoří poptávku po tom, co chce slyšet (jedná se zde o analogii ke „konceptu ovládnutého strážce“). Příkladem může být technologický krach 90. let minulého století, kdy „opatrní a obezřetní“ byli odsunuti do pozadí těmi, kteří ve svých analýzách upřednostňovali před standardními ukazateli ty neekonomického charakteru. Informační asymetrie je dalším z podnětů, který vede jednotlivé investory ke kopírování obchodů druhých, protože se domnívají, že tito jsou informováni lépe a mohou tak uskutečněním stejných obchodů vyplnit svoji informační mezeru.

C) MANIPULACE

Ochranu trhu zabezpečuje, a to buď přímo či nepřímo, několik právních předpisů. Právní normy tak upravují celou řadu různorodých institutů a právních vztahů mezi účastníky trhu. Jedná se např. o infrastrukturu trhu samotného, podmínky vstupu na trh a instrumenty, které jsou zde obchodovány. Z obecného pohledu je ochrana trhu (kurzu instrumentů) provedena třemi okruhy právních norem⁷⁵. Příkazující normy, které emitenty a další osoby nutí poskytovat všechny relevantní informace, jež nesmí být klamavé. Normy zakazující jednání, která mohou deformovat představu účastníků trhu o hodnotě, nabídce nebo poptávce instrumentu, jsou pro tuto práci stěžejní. V neposlední řadě se jedná o normy, které upravují důsledky porušení norem příkazujících (informační povinnosti) a zakazujících (zakázaná jednání).

Jak již bylo uvedeno výše, ochrana proti manipulaci je jedním ze dvou pilířů práva proti zneužívání trhu. Tato oblast je z pohledu evropského i českého práva pevně zakotvena. Aplikační praxe však je dosud neustálena. Doktrinální zpracování se obvykle nejenom zpožďuje oproti praxi, ale z této rovněž vychází. Rámec úpravy je v EU obsažen ve směrnici, jež je poté provedena v jednotlivých právních řádech států EU. Zde jsou patrné rozdíly v tradicích a vyspělosti trhů jednotlivých států, kdy s tímto jde ruku v ruce činnost dozorových a dohledových orgánů, které manipulaci postihují. V ČR se prozatím (zejména kapitálový) trh nevyvinul dostatečným způsobem a rovněž ČNB je v otázce monitorování, vyhodnocování a následného postihování manipulativních jednání poněkud vzdálena od standardů, které jsou vlastní např. britské FSA. Ochrana proti manipulaci spočívá vždy v následném vyhodnocování konkrétních jednání dozorovými a dohledovými orgány. Ve většině států (v rámci EU států všech) je tedy ochrana institucionalizována a samoregulační funkce trhu se tak v této oblasti neuplatňuje.

⁷⁵ Blíže in PELIKÁNOVÁ, Irena a ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. *Právo a podnikání* 7–8, Praha, Sagit 2002, s. 32.

10 Zakotvení manipulace v právní úpravě – základní zásady

10.1 Úprava manipulace na úrovni EU

V právu EU je manipulace, resp. její ochrana upravena v rámci Směrnice MAD. Související otázky jsou pak dále upraveny zejména ve Směrnici 2003/124, Směrnici 2003/125, Směrnici 2004/72, Směrnici 2004/109, Směrnici 2007/14 či Nařízení 2273/2003.

10.1.1 Definice manipulace

Manipulace je definována v čl. 1 odst. 2 Směrnice MAD, kde je pojata jako generální klauzule (*core definition*) „rozdělená“ do tří obecných druhů manipulativních jednání, která pokrývají dvě základní formy manipulace trhem. Těmito jsou manipulace založená na obchodních transakcích (*trade based manipulation*) v širším slova smyslu⁷⁶ a manipulace založená na informačním základě (*information based manipulation*). V čl. 1 odst. 2 Směrnice MAD jsou dále uvedena některá typická jednání (konkrétní příklady manipulace) naplňující znaky uvedené v generální klauzuli.

Prvním z obecných druhů manipulativních jednání jsou obchody nebo pokyny k obchodování, které a) vydávají nebo jsou způsobilé vydávat nesprávné nebo zavádějící signály ve vztahu k nabídce, poptávce nebo ceně instrumentů, nebo b) které zajistí (prostřednictvím osoby nebo osob jednajících ve shodě) cenu instrumentů na nikoliv normální nebo umělé úrovni, ledaže osoba, která učinila jednání uvedená pod písm. a) nebo b), prokáže, že její důvody pro tato jednání jsou oprávněné a že tato jednání jsou v souladu s uznávanými tržními postupy na předmětném trhu. Druhým z obecných druhů manipulativních jednání jsou obchody nebo pokyny k obchodování, které využívají „fiktivní prostředky“ (*fictitious devices*) či jakoukoli jinou formu klamání nebo lsti. Výše uvedená dvojice manipulativních jednání je formou manipulace založené na obchodních transakcích.

⁷⁶ Někdy jsou rozlišovány 3 základní formy, kdy dále přistupuje tzv. *action-based manipulation*, kde se jedná zejména o pokyny k obchodování, které využívají fiktivní prostředky či jakoukoli jinou formu klamání nebo lsti (příkladem jsou např. jednání uvedená v kapitole 13.4). Srov. např. DONALD, David in Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. *National Taiwan University Law Review*. 2011, č. 6., s. 61 Dostupné z: <http://www.law.ntu.edu.tw/ntulawreview/articles/6-1/03-Article-David%20C..pdf>

Druhou formu manipulace, založenou na informačním základě, představuje třetí z obecných druhů manipulativních jednání. Ten stanovuje, že manipulací trhem je šíření informací (prostřednictvím sdělovacích prostředků, včetně internetu, nebo jakýmkoli jinými prostředky), které vydávají nebo jsou způsobilé vydávat nesprávné nebo zavádějící signály týkající se instrumentů, včetně šíření zvěstí a nepravdivých nebo zavádějících informací. Zároveň musí být splněn předpoklad, že osoba⁷⁷, která tyto informace šířila, věděla nebo měla vědět, že tyto informace byly nepravdivé nebo zavádějící.

10.1.2 Konkrétní skutkové podstaty

Směrnice MAD uvádí tři následující konkrétní skutkové podstaty. Prvním je vytvoření anebo zneužití dominantního postavení na straně nabídky nebo poptávky, kterým se rozumí jednání osoby nebo osob jednajících ve shodě směřující k získání dominantního postavení ve vztahu k nabídce instrumentu nebo poptávce po něm, jehož důsledkem je přímé nebo nepřímé stanovení nákupní nebo prodejní ceny nebo vytvoření jiných nespravedlivých obchodních podmínek. Druhým případem jsou obchody realizované těsně před uzavřením trhu ve snaze ovlivnit závěrečný kurz, na jejichž základě dochází k nákupu nebo prodeji finančních nástrojů v době uzavírání trhu, důsledkem čehož je oklamání investorů jednajících na základě závěrečných cen. Konečně třetím případem je zneužití investičního doporučení, které využívá přístupu ke sdělovacím prostředkům za účelem vyslovení názoru na instrument (nebo nepřímo na jeho emitenta) po předchozím otevření či uzavření pozic (nákup, prodej, atp.) ve vztahu k tomuto instrumentu a s následným profitováním z dopadu vysloveného názoru na cenu tohoto instrumentu, aniž by současně byl tento střet zájmů odpovídajícím a účinným způsobem uveřejněn.

10.2 Úprava manipulace v ČR

Problematika manipulace je v právním řádu ČR upravena zejména v ZPKT a Vyhlášce. Samostatnou definici manipulace, která je odlišná od definice uvedené

⁷⁷ Pokud jde o novináře jednající v rámci výkonu povolání, mělo by se toto šíření informací hodnotit, aniž je dotčen článek 11 Směrnice MAD. Mělo by se přihlídnout přihlídnutím k pravidlům, jimiž se řídí jejich povolání, pokud tyto osoby nezískávají přímo ani nepřímo výhodu nebo zisk ze šíření dotyčných informací.

v ZPKT, obsahuje TZ (§ 250). Tato dichotomie však s sebou přináší velké množství nejasností, a to zejména z důvodu významných odlišností uvedených definic. Předmětem této práce není detailnější rozbor úskalí, které uvedené formulace přinášejí, nicméně se u některých otázek blíže zastavíme a rámcově tyto nedostatky zmíníme. Uvedené je dle našeho názoru velmi častým problémem přípravy právních předpisů v ČR, kdy tyto nejsou navrhovány v souladu s již stávající právní úpravou, natož pak v kontextu věd mimoprávních, např. ekonomických. Samostatnou problematiku dále tvoří nedostatečné odborné diskuse, chybějící reflexe praxe a, ke škodě věci v neposlední řadě, úpravy prováděné v rámci procesu schvalování právních předpisů.

10.2.1 Definice manipulace v ZPKT

Definice manipulace je uvedena v odst. 1 § 126 ZPKT (systematicky zařazeném v hlavě IV – ochrana před zneužitím trhu), kde je pojata jako obecná (generální klauzule), přičemž konkrétní manipulativní jednání (skutkové podstaty) uvedena nejsou. V odst. 2 citovaného ustanovení jsou dále jmenována konkrétní jednání, která manipulací nejsou (negativní vymezení manipulace). Manipulací se rozumí jednání osoby, které může a) zkreslit představu účastníků kapitálového trhu ve vztahu k hodnotě, nabídce nebo poptávce finančního nástroje nebo b) jiným způsobem zkreslit kurz finančního nástroje.

Na tomto místě bychom poukázali na strukturální nedostatek právní normy uvedené v ZPKT (§ 126 odst. 1). Tato uvádí, že „*manipulací je jednání, které může a) zkreslit představy [...] nebo b) jiným způsobem zkreslit kurz [...]*“. Jak je z uvedené citace na první pohled patrné, pod písmenem a) je uvedeno, že zkreslení se vztahuje k určitému předmětu (tedy co je zkresleno), a nespecifikuje se zde, jakým způsobem je tento předmět (představy) zkreslen. Písmeno b) potom obsahuje formulaci „*jiným způsobem zkreslit*“, a to však opět ve vztahu k předmětu zkreslení (kurz). Vzhledem k tomu, že písmeno a) neuvádí žádný způsob zkreslení, nemůže potom písmeno b) uvádět jiný způsob zkreslení. Jinými slovy, rozložíme-li definici do dvou vět, lze ji číst následujícím způsobem. Manipulací se rozumí jednání osoby, které může zkreslit představu účastníků kapitálového trhu ve vztahu k hodnotě, nabídce nebo poptávce finančního nástroje. Manipulací se rozumí jednání osoby, které může jiným způsobem zkreslit kurz finančního nástroje. Je zřejmé, že druhá věta nemá logickou stavbu. Lze si

představit, že by věta mohla znít následujícím způsobem: „Manipulací se rozumí jednání osoby, které může zkreslit kurz finančního nástroje“.

V upraveném znění by tedy věta první cílila mj. na jednání, která vydávají nebo jsou způsobilá vydávat nesprávné nebo zavádějící signály ve vztahu k nabídce, poptávce nebo hodnotě instrumentů. Věta druhá poté na jednání, která přímo deformují kurz instrumentů. Záměrem zde pravděpodobně bylo reflektování čl. 1 odst. 2(a), druhá odrážka Směrnice MAD, tj. byla zde míněna úprava situace, kdy je prostřednictvím osoby nebo osob jednajících ve shodě cena instrumentů „zajištěna“ na nikoliv normální nebo umělé úrovni. Otázkou je, jaký význam má rozlišení kurzu a ceny instrumentů. Domníváme se, že by měl být zvolen termín toliko jeden, přičemž lze předpokládat, že výrazy cena a kurz jsou v zásadě stejného obsahu, a tudíž zaměnitelné a lze je používat *promiscue*. Jsou jakýmsi „vnějším“ vyjádřením hodnoty, a to bez ohledu na skutečnost, jestli je tato hodnota „umělá“ či „správná“. Stejně tak se nezdá býti v kontextu manipulace patrný rozdíl mezi pojmy „nikoli normální“ a „umělý“.

Z dalších nedostatků je možné uvést dikci § 126 odst. 1, písm. a) kvalifikující manipulaci jako „[...] jednání osoby, které může zkreslit představu účastníků kapitálového trhu [...]“ Dle našeho názoru nelze tvrdit, že by se o manipulaci jednalo pouze v případě, kdy by byla na straně „dotčených subjektů“ pluralita, tj. alespoň dva účastníci trhu. Namísto výkladu gramatického zde tedy bude nutné uplatnit výklad logický a systematický, jejichž aplikací nelze učinit jiný závěr, než že k naplnění tohoto znaku postačí, bude-li jednání způsobilé zkreslit představu pouze jednoho účastníka trhu (manipulace je vázána na tzv. průměrného účastníka). Bližší vysvětlení bude uvedeno dále v této práci.

Domníváme se rovněž, že z pohledu deliktu manipulace jako ohrožovacího by bylo vhodnější použít pojmu „je způsobilé“ namísto pojmu „může“ k vyjádření potenciality jednání jako škodlivého. Pojem „může“ je poněkud neurčitý právní pojem, který v sobě neobsahuje kvalitativní stránku určitého jednání. O tomto bude rovněž podrobněji pojednáno dále v této práci.

10.2.2 Definice manipulace v TZ

TZ přinesl do právního řádu ČR, mimo jiných zásadních změn souvisejících s rekodifikací trestního práva, nové trestné činy v oblasti hospodářské kriminality. Trestný čin manipulace s kurzem investičních nástrojů je upraven v § 250 TZ (systematicky zařazeným do hlavy VI – trestné činy hospodářské, díl třetí – trestné činy proti závazným pravidlům tržní ekonomiky a oběhu zboží ve styku s cizinou).

Definice v TZ zní: „*Kdo v úmyslu ovlivnit cenu nebo kurz investičních nástrojů, které jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu nebo o jejichž přijetí k obchodování na regulovaném trhu bylo požádáno, (a) rozšíří nepravdivé nebo hrubě zkreslené informace významně ovlivňující cenu nebo kurz takových investičních nástrojů, nebo (b) uskuteční obchod nebo zadá pokyn, který je způsobilý vyvolat nesprávnou představu o nabídce, poptávce, ceně nebo kurzu takového investičního nástroje, bude potrestán [...]*“.

Rovněž TZ uvádí „[...] ovlivňující cenu nebo kurz [...]“, přičemž tyto používá k označení dvou různých skutečností. Jak bylo již uvedeno výše, domníváme se, že jde o označení obsahově téhož, a měl by být použit pojem pouze jeden, samozřejmě v souladu s terminologií používanou ZPKT. Jak se naopak domníváme, není zužující, že TZ neuvádí rovněž ovlivnění představ účastníků. Pokud delikvent ovlivňuje představy účastníků trhu, činí tak s úmyslem ovlivnit kurz instrumentů, a to právě prostřednictvím těchto účastníků. Úmysl ovlivnit kurz tedy v sobě zahrnuje jak jednání spočívající v deformaci představ účastníků trhu, tak přímo dotčeného instrumentu.

Vzhledem k tomu, že v návaznosti na § 13 odst. 1 TZ může být trestným činem pouze čin protiprávní, tzn. čin, jehož protiprávnost se odvozuje od jiných právních předpisů než TZ, není třeba ve vymezení skutkové podstaty taxativně vypočítávat negativní jednání, která manipulací nejsou. Je-li tedy některé jednání explicitně aprobované podle právních předpisů upravujících finanční trh, nemůže být současně trestným činem podle TZ.

10.2.3 Rozdíly v pojetí manipulace dle ZPKT a TZ

Nejdříve lze uvést jednání v obecném slova smyslu. Úprava v ZPKT uvádí, že manipulací se rozumí „*jednání osoby, které může [...]*“. Je zde tedy použito obecného slova jednání, které není nikterak blíže konkretizováno, není uveden ani výčet

demonstrativní. Takto definováno tedy umožňuje pokrytí jakýchkoli jednání, která směřují k dále v definici popsaným nežádoucím následkům (účinkům). Naproti tomu definice v TZ je užší, neuvádí jednání jako obecný pojem, ale specifikuje taxativně, co se manipulací pro účely TZ rozumí. Je to trojice jednání, přičemž první uvedené spočívá v rozšiřování, a to informací nepravdivých nebo hrubě zkreslených, které významně ovlivňují cenu nebo kurz investičních nástrojů. Druhé jednání potom reflektuje uskutečnění obchodu. Třetím je zadání pokynu. Obě předchozí jednání jsou manipulací pouze v případě, že mají způsobilost vyvolat nesprávnou představu (srov. oproti tomu zkreslení – zkreslit lze i špatnou představu, a to „správným“ směrem) o nabídce, poptávce, ceně nebo kurzu investičního nástroje.

Stran potenciality obecných jednání ZPKT uvádí, že manipulací je jednání, které „může“ mít dále uvedené účinky. TZ v tomto kontextu rozlišuje dvě situace. U rozšiřování neuvádí nic, avšak kvalifikuje informace, které jsou rozšiřovány, v tom smyslu, že tyto musí být nepravdivé nebo hrubě zkreslené, navíc významným způsobem ovlivňující cenu nebo kurz instrumentu. U obchodů a pokynů jsou tyto manipulací, pokud jsou „způsobilé“ vyvolat podle TZ reprobované účinky.

O rozdílech v pojetí trhu, na kterém se manipulace projevuje, resp. instrumentů, ke kterým se vztahuje, z pohledu ZPKT a TZ bylo již krátce pojednáno v úvodní části této práce. Jak jsme naznačili, užití jak kapitálového, tak regulovaného trhu je obecně zužující. Není zde logického důvodu pro neužití pojmu trhu finančního, natož pak k rozštěpení právní úpravy. Pojmy kapitálového a regulovaného trhu nejsou volně zaměnitelné. Nelze ani říci, že všechny trhy regulované jsou současně trhem kapitálovým či naopak. Jedná se o dvě samostatné množiny, které se překrývají pouze částečně. Důsledkem by pak mohla být situace, kdy určité jednání bude postiženo dle úpravy uvedené v ZPKT, nicméně úprava v TZ (a naopak) nebude na uvedené aplikovatelná z důvodu rozdílného vymezení platformy – trhu (resp. instrumentu), na které se takové jednání projevilo. Důvodová zpráva k TZ je v tomto ohledu poněkud zkratkovitá, uvádí-li: „*regulovaný trh využívá k obchodování nejen **cenné papíry** (pozn. zvýraznil autor), které však stále tvoří podstatnou část nástrojů obchodovatelných na **finančním trhu** (pozn. zvýraznil autor), ale i složitější nástroje než jsou cenné papíry*“, „*přitom však je významné, aby byly na trhu **skutečně obchodovány, lépe kótovány***“.

(pozn. zvýraznil autor, text zákona hovoří rovněž o přijetí), proto i tuto skutečnost vyjadřuje navrhovaná skutková podstata“.

Stejně tak jsme se již zmínili o instrumentech. Pojem finanční instrument (*Financial Instruments*) je definován Směrnicí MAD v čl. 1 odstavci třetím. Novela ZPKT provedená na základě Směrnice MiFID zavedla do českého právního řádu právní pojem investiční nástroj, který je odrazem definice *Financial Instruments* ve Směrnici MiFID (příloha 1, oddíl C) a je pojmem vztahujícím se zásadně k investičním službám. TZ však používá namísto pojmu finanční nástroj pojmu investiční nástroj, který s manipulací nesouvisí, je zužujícím, a tudíž není logického důvodu tento pojem v souvislosti s manipulací užívat⁷⁸. Rovněž důvodová zpráva k TZ je v tomto nekonzistentní a vnitřně rozporná, uvádí-li:

- a) „V praxi také poměrně často dochází k ovlivňování kurzu cenných papírů nebo **jiných finančních nástrojů** (pozn. zvýraznil autor), kterými se rozumí ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu **investičních nástrojů** (pozn. zvýraznil autor)“;
- b) „Právní úprava označuje všechny nástroje, které podléhají ochraně před manipulací souhrnně jako **finanční nástroje** (pozn. zvýraznil autor)“;
- c) „Není důvod jim neposkytnout stejný stupeň ochrany jako cenným papírům“;
- d) „Manipulace mohou směřovat k uskutečnění obchodu nebo zadání pokynu, který je způsobilý vyvolat nesprávnou představu o nabídce, poptávce, ceně nebo kurzu takového **investičního nástroje** (pozn. zvýraznil autor)“; a
- e) „Terminologie odpovídá zákonu č. 6/1993 Sb., o ČNB, ve znění pozdějších předpisů, a ZPKT, jakož i evropským předpisům, **včetně Směrnice MiFID** (pozn. zvýraznil autor, namísto Směrnice MAD)“.

Otázkou zůstávají další části důvodové zprávy, jejichž odraz v zákonném textu se nám identifikovat nepodařilo. Jedná se např. o konstatování: „[...] byt' postihující podstatnou část manipulativních praktik, by nepostihlo jejich celou škálu, a proto jsou zde uvedeny i jiné manipulace, které postihují např. ovlivnění ceny derivátu prostřednictvím vlivu na dodávku komodity; tato praktika má ekvivalent i v obchodování s cennými papíry“. Dále pak lze uvést např. tuto formulaci: „Jednání

⁷⁸ Stejně tak je bez dalšího na investiční nástroje odkazováno v Šámalově komentáři, in ŠÁMAL, Pavel: *Trestní zákoník: komentář*. Praha, C. H. Beck 2009–2010, s. 2313.

popsané ve skutkové podstatě nevyčerpává pojem manipulace s kurzem, pokrývá však naprostou většinu případů a odpovídá mírně zužující definici ve Směrnici MAD“. Nechtěl zde autor spíše říci, že TZ nepostihuje veškerá jednání, která jsou manipulativní, ale pouze přesně v TZ vymezená jednání – tedy výše uvedenou trojici? Není v důsledku toho tato úprava podstatně zužující jak ve vztahu k ZPKT, tak ke Směrnici MAD (a nikoli naopak)?

Naopak neuvedení části definice znějící *„nebo o jejichž přijetí k obchodování na regulovaném trhu bylo požádáno“* v ZPKT nečiní rozdíl mezi definicí zde uvedenou a definicí TZ, která toto „doplnění“ uvádí. Uvedené již plyne ze samotné definice *Financial Instruments* podané ve Směrnici MAD. Jak již bylo rovněž zmíněno, výčet zde není taxativní, přičemž poslední odrážka uvádí, že se jedná rovněž o instrumenty, o jejichž přijetí k obchodování bylo pouze požádáno. O otázce nejzajímavější, a sice o objektivním a subjektivním přístupu k manipulaci, bude pojednáno v samostatné kapitole.

10.2.4 Základní zásady

Stranou v této části ponecháme zásady předurčující a provázející úpravu manipulace v TZ. Jak již bylo řečeno, povaha jednání, a tedy objektivní vs. subjektivní přístup, bude diskutována v samostatné kapitole. Pro tvorbu norem finančního práva by se vždy mělo vycházet zejména z následujících principů: a) respektování ekonomických pravidel zvoleného modelu hospodářství, b) předvídaní krátkodobých i dlouhodobých následků finančněprávní regulace a c) respektování jednotné finanční terminologie. Mrkývka⁷⁹ uvádí, že principy a zásady finančního práva by měly vycházet z ekonomických principů, na kterých je vybudován finanční systém daného ekonomického modelu. Bakesš⁸⁰ přiléhavě uvádí, že *„Lze tedy konstatovat, že i přes stále větší specializaci řady vědních disciplín není možno dnes seriózně vědecký výzkum provádět bez jeho integrace, tedy bez vzájemného využívání poznatků dalších obecných i specializovaných právních a ekonomických oborů. Pouze multidisciplinární přístup může v tomto směru přinést žádoucí výsledky“*. V tomto kontextu zmiňuje, že věda o

⁷⁹ MRKÝVKA, Petr, PAŘÍZKOVÁ, Ivana: *Základy finančního práva*. Brno, Masarykova univerzita 2008, s. 42 an.

⁸⁰ BAKEŠ, Milan: *Finanční právo*. Praha, C. H. Beck 2009, s. 38.

finančním právu (souhrn obecných poznatků o působení finančněprávních norem v praxi) není jedinou vědní disciplínou, která se zabývá zkoumáním finanční činnosti a financemi vůbec. Blízká vědě o finančním právu je finanční věda, která je vědou ekonomickou. Právník by neměl při zkoumání formy, tedy právních hledisek, opomíjet stránku ekonomickou – obsah financí a finanční činnosti. Věda o finančním právu musí vždy vycházet z ekonomického základu finanční vědy, o to více při dnešním rozvoji vědy, kdy je propojení obou disciplín nutností. Toto pojetí vychází z předpokladu provázanosti obsahu a formy, tedy ekonomie a práva při řešení finanční problematiky státu⁸¹.

V úpravě manipulace se uplatní zásada *neminem laedere*. Odlišný je přístup práva nekalé soutěže⁸². Způsobilost přivodit újmu v soutěži ještě nic nevyovídá o nekalém charakteru takového jednání⁸³. Jak uvádí Hajn⁸⁴, kritérium soutěžního boje v souladu s právem by mohlo znít: „*škodit druhým jen právem dovolenými metodami*“.

⁸¹ Blíže k uvedenému in BAKEŠ, Milan: *Finanční právo*. Praha, C. H. Beck 2009, s. 38 an.

⁸² Srov. např. MUNKOVÁ, Jindřiška, Pavel SVOBODA a Jiří KINDL: *Soutěžní právo*. Praha, C. H. Beck 2006 či HAJN, Petr: *Soutěžní chování a právo proti nekalé soutěži*. Brno, Masarykova univerzita 2000.

⁸³ Jestliže je újma způsobena prostředky, které jsou považovány za slušné (v souladu s dobrými mravy soutěže), nelze z toho vyvozovat protiprávnost takového jednání.

⁸⁴ HAJN, Petr: *Soutěžní chování a právo proti nekalé soutěži*. Brno, Masarykova univerzita 2000, s. 85.

11 Koncept manipulace – objektivní a subjektivní přístup

11.1 Subjektivní vs. objektivní přístup

Nalézání hlediska, kterým je „nejvhodnější“ poměřovat znak skutkové podstaty ve vztahu ke vzniku odpovědnosti, patří k nejsložitějším úkolům při vymezení manipulace v právním řádu. Tato skutečnost je po desetiletí předmětem sporů a diskusí⁸⁵, a to nejen ve vztahu k manipulaci, ale i k využívání vnitřních informací jako druhé formy zneužití trhu. Různorodost v názorech primárně pramení z rozdílných konceptů odpovědnosti v konkrétních právních systémech, resp. právních rádech. Koncepce odpovědnosti se tak liší podle toho, zda je vázána na zavinění (subjektivní koncept), či nikoli (objektivní koncept).

Vázání odpovědnosti na zavinění má dále širší implikace, a to zejména z pohledu struktury právní normy manipulace. Zde se projevuje, obdobně jako v právu soutěžním, snaha o hledání míry mezi obecností základní definice (generální klauzule) tak, aby umožňovala postižení veškerých nežádoucích jednání, a na druhé straně konkrétností, aby nepostihovala i jednání, která nelze považovat za nežádoucí. Snaha hledat smíření obou přístupů je zjevná, nicméně se zdá, že najít kompromis je úkolem složitým, v jehož základě se významným způsobem uplatňuje hledisko ekonomické. Aktuálně uznávaná paradigmatata věd ekonomických tak významně ovlivňují nejen základní přístupy, ale zejména konkrétní nazírání specifických jevů (jakým manipulace bez pochyb je), které ovlivňují fungování trhů. Obecně uznávaná a uspokojivá definice manipulace tedy neexistuje.

Aplikační praxe zdá se býti těmito názorovými spory rovněž ovlivněna. Např. KCP i přes jasné objektivní vymezení v právních předpisech (v té době zákon o cenných papírech) podala v rozhodnutí KCP 20/2001 (obdobně v KCP 32/2001)

⁸⁵ Srov. např. THEL, Steve: \$850000 in Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation. in *Cornell L. Rev.* 1994, č. 219., s. 287 an.; PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání* 7–8, 2002, s. 33 an.; FERRARINI, Guido: The European Market Abuse Directive. in *Common Market Law Review*, 2004, č. 41. s. 724 an. Dostupné z: <http://www.kluwerlawonline.com/>; AVGOULEAS, Emilios: *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. New York, Oxford University Press 2005, s. 108 an.; FISCHER, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? in *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991.

definici založenou na zavinění, a to dokonce ve formě přímého úmyslu: „*Manipulaci s cenou cenného papíru na veřejném trhu lze v souladu s jejím obecným chápáním definovat jako jednání, které nemá za cíl (pozn. zvýraznil autor) uzavření běžných obchodů, ale [...] zvýšení, snížení nebo udržení ceny [...]. Není přitom rozhodné, jaký konkrétní cíl jednající subjekt sleduje (proč chce cenu ovlivnit) (pozn. zvýraznil autor, spíše mělo být uvedeno důvod) ani zda někomu vznikl na základě takové transakce majetkový prospěch či újma*“. Dále v textu rozhodnutí však KCP uvedla, že odpovědnost je objektivní, přičemž zavinění je jen jednou z okolností pro určení závažnosti jednání. Naproti tomu v rozhodnutí KCP 32/2001 uvedla, že u manipulace se nevyžaduje úmysl, nikoli zavinění jako takové. Uvedené je rozvedeno dále, kde KCP uvádí, že „*podle názoru prezidia Komise označil orgán prvního stupně skupinu obchodů jako úkony směřující k manipulaci s cenami cenných papírů z toho důvodu, že probíhaly souběžně s první skupinou obchodů, jejich předmětem byl stejný titul, obstarával je účastník řízení, v průběhu těchto obchodů klesla cena akcií společnosti Y o cca. 40% za kus a mezi účastníky existovalo majetkové a personální propojení. Podle názoru prezidia však ani z uvedených skutečností nelze bez bližších poznatků o účelu obchodů (pozn. zvýraznil autor), získaných např. z uzavřených smluv, narušení průhlednosti trhu bezpečně dovodit*“. Uvedené tak potvrzuje nahlížení KCP (v tomto rozhodnutí) na manipulaci jako na subjektivní, kdy jako formu zavinění uvádí úmysl.

11.1.1 Kritika objektivního přístupu

Abychom mohli objektivní přístup podrobit bližšímu rozboru a navazující kritice, uvedeme nejprve určité znaky, které se v objektivních definicích manipulace objevují. V návaznosti na tyto je manipulativní jednání zásadně bez dalšího upřesnění chápáno jako jednání, které:

- a) zajistí cenu instrumentů na nikoli normální nebo umělé úrovni⁸⁶;
- b) přiměje účastníky trhu k obchodování (tím, že vyšle klamavé⁸⁷ signály ohledně nabídky, poptávky či ceny instrumentů)⁸⁸;

⁸⁶ Srov. Směrnice MAD (čl. 1 odst. 2, písm. a), druhá odrážka); FISCHER, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? in *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 507, Návrh nařízení (čl. 8 odst.1, písm. b), druhá odrážka).

⁸⁷ K pojmu klamavý srov. dále v kapitole 16.5

c) ovlivní volné (tržní) utváření nabídky a poptávky⁸⁹.

Ad a): Přestože např. Směrnice MAD⁹⁰ uvádí, že ani takové jednání nemusí být manipulací, pokud osoba prokáže, že její důvody pro tato jednání jsou oprávněné a že tato jednání jsou v souladu s uznávanými tržními postupy na předmětném trhu, zdá se, že uvedený následek je typickým příkladem, který by měl být postihován. Pokud bychom však měli s uvedenou aplikací souhlasit, je nutné zodpovědět otázku, co rozumět pod pojmem „ceny nikoli normální“ nebo „umělé“. Hledaným pojmem, resp. jeho obsahem, je „cena správná“. Ponechme nyní stranou otázku pojmovou, kdy rozdíl mezi cenou umělou a nikoli normální není zcela zřejmý, a mohlo by se zdát, že lze oba pojmy používat *promiscue*. Jak jsme již uvedli v úvodu této práce, správnou je pouze cena (a tedy hodnota) instrumentu stanovovaná výhradně na základě souboru všech relevantních informací, které nejsou klamavé. Naopak hodnota instrumentu (vyjádřená jeho cenou) je umělá, není-li stanovena v dialogu s výše uvedenými kritérii nebo je-li uměle ovlivňována vnějšími zásahy (nemajícími „reálný“ základ)⁹¹. Uvedený argument je však zásadně možné uplatnit pouze v případě pravdivosti teorie efektivního trhu⁹², která předpokládá, že cena každého instrumentu v každém okamžiku plně odráží všechny informace, a je jí tedy možné objektivně stanovit. Žádný trh však není dokonalý, což se projevuje zejména v informační asymetrii, přičemž účastníci trhu zakládají svá investiční rozhodnutí rovněž na subjektivních faktorech. Vezmeme-li v úvahu další

⁸⁸ Srov. Směrnice MAD (čl. 1 odst. 2, písm. a), první odrážka); FISCHER, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 507, , Návrh nařízení (čl. 8 odst.1, písm. b), první odrážka).

⁸⁹ Srov. např. analogicky ve vztahu k *insider tradingu* Rozsudek ve věci Spector (odst. 48). ECJ v rozsudku zvolil přístup, kdy veškeré výjimky ze zneužití vnitřních informací mohou být odvozeny pouze z principu zajištění stejného postavení investorů. Zde je však otázkou, zda výjimky obsažené ve Směrnici MAD mohou být principem zajištění stejného postavení investorů odůvodněny, lze například pochybovat, zda výjimka ve vztahu k tvůrcům trhu může být z tohoto principu odvozena.

⁹⁰ K této výjimce srov. rozbor v kapitole 16.4, zejména otázku, jak může být jednání zajišťující cenu instrumentů na nikoliv normální nebo umělé úrovni podloženo oprávněnými důvody a být v souladu s uznávanými tržními postupy na předmětném trhu.

⁹¹ K umělé ceně srov. např. dále in PIRRONG, Craig. *Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and a Proposed*. *51 Wash. & Lee L. Rev.* 945. 1994, č. 51, s. 960 an. Dostupné z: <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/>.

⁹² Srov. kapitolu 9.1.

z teorií, zejména behaviorální⁹³ a teorii chaosu⁹⁴, jejichž základní předpoklady spočívají v jednáních, jež ne vždy mají racionální základ, docházíme k závěru, že není možné objektivně posoudit „správnou“ hodnotu (a tedy ani cenu) instrumentů. Na její utváření nemají vliv pouze faktory ryze objektivní (jako např. hospodářské výsledky společnosti), ale rovněž faktory subjektivní, jejichž význam se může projevovat dokonce v míře vyšší, než je tomu u faktorů objektivních. Ty však není možné kvantifikovat a určit jejich konkrétní podíl na hodnotě instrumentu, a tedy hodnotu o tyto vlivy „očistit“ a získat takto „správnou“ cenu. Extrémním příkladem jsou poté „bubliny“ vytvářené na trzích⁹⁵. Z uvedeného tak z přísně logického pohledu dle našeho názoru vyplývá, že cena veškerých instrumentů je v každém okamžiku umělá (ve smyslu obsahu rovněž subjektivních skutečností), a nelze tedy postihovat jednání, které stanoví cenu jinou. Jinými slovy, posouzení nelze vázat na to, která cena je méně umělá.

I kdybychom přistoupili na předpoklad, že je možné správnou cenu instrumentů stanovit, a to na základě souboru všech relevantních informací, které nejsou klamavé, nevyhneme se dalšímu problému, který je s tím spojen. Všechny relevantní informace by totiž měly zahrnovat i samotné obchody, které jsou uskutečňovány. Zde je však opět problém s obsahem pojmu „umělá“ cena. Pokud se cena instrumentu pohybuje určitým směrem v návaznosti na uskutečněné obchody, nelze hovořit o ceně umělé, ledaže bychom takové obchody kvalifikovali jako „umělé“ či bez oprávněného důvodu. Zde se však dostáváme do stejné situace jako při zjišťování obsahu pojmů umělá či správná cena. Definice umělých obchodů jako obchodů, jejichž důsledkem je umělá cena, je definicí kruhovou, kdy umělou cenou se stává cena, která je důsledkem umělých obchodů. Problematikou spojenou s umělou cenou se zabýval rovněž ECJ v Rozhodnutí ve věci IMC Securities BV proti Stichting Autoriteit Financiële Markten ze dne 7. července 2011 (C-445/9). Podstatou předložené otázky bylo zhodnocení, zda musí být umělá cena udržována po určité období. ECJ příslušné ustanovení Směrnice MAD vyložil tak, že podmínkou toho, aby bylo možno cenu považovat za umělou, není udržení této umělé ceny po určitou dobu. Jinými slovy rozhodným je dosažení této úrovně.

⁹³ Srov. kapitolu 9.4.

⁹⁴ Srov. kapitolu 9.5.

⁹⁵ Srov. kapitolu 9.6.

Fischel a Ross⁹⁶ k tomuto dále uvádějí, že není možné za takovou cenu považovat ani cenu, která je výsledkem obchodování, jež bylo činěno za účelem stanovení právě takové ceny. Zmíněné jednání totiž nelze bez dalšího považovat za škodlivé a tedy zakázané. K tomuto uvádějí přílehlavý příklad, kdy společnost nakupuje vlastní akcie za účelem vyslání signálu investorům, že akcie jsou podhodnoceny⁹⁷. Takovým jednáním je tedy (za předpokladu, že je vůbec možné správnou cenu stanovit) cena instrumentu směřována „správným směrem“ a nelze tedy hovořit o ceně umělé.

Nesprávným se jeví rovněž přístup zaměřující se na skutečnost, zda konkrétní obchody směřují cenu instrumentu k ceně správné (opět za předpokladu, že je vůbec možné tuto cenu stanovit). Jak uvádí Easterbrook⁹⁸, za manipulaci je možné považovat obchody, které mění cenu určitým směrem rychleji, než by se cena tímto směrem vyvíjela v dlouhodobém období na základě nabídky a poptávky. Uvedené tvrzení však žádným způsobem nezohledňuje skutečnost, že k pohybům nemusí vůbec dojít. Takové obchody by potom měly z dlouhodobého pohledu manipulativní charakter, protože cena by zůstala stejná, čímž by se nepřibližovala k ceně správné. Pohyby mohou rovněž reflektovat směr utvářený nabídkou a poptávkou v krátkodobém období, který bude právě opačný než směr v období dlouhodobém. Jinými slovy, v rámci dlouhodobého trendu se vyskytují období, kdy cena směřuje opačným směrem, než je tento trend. Zajímavou otázku si v tomto kontextu pokládá opět Fischel a Ross⁹⁹. Co se stane, když obchody, u kterých účastníci skutečně věří, že budou měnit cenu určitým směrem, tímto směrem budou cenu skutečně měnit, ale poté si účastníci uvědomí, že se mýlili, a ceny se nakonec budou vyvíjet směrem opačným? Odpovědí na tuto otázku je konstatování, že obchodování na základě skutečného přesvědčení o vývoji cen směrem takových obchodů je podstatou nikoli manipulativního obchodování.

⁹⁶ FISCHEL, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 508 an.

⁹⁷ Srov. výjimku ve vztahu ke zpětným odkupům v kapitole 16.1.

⁹⁸ EASTERBROOK, Frank: Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets. in *The Journal of Business*, 1986, č. 59, citováno z FISCHEL, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? In *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 509.

⁹⁹ FISCHEL, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? in *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 509.

Připomeňme si dále paradox efektivit¹⁰⁰. Pokud jsou ceny „správné“ a výzkumy ohledně instrumentů jsou časově a finančně náročné, proč bychom tyto výzkumy ohledně instrumentů prováděli? Pokud jsou ceny „správné“, a tedy není třeba provádět tyto výzkumy, na základě čeho mohou být ceny pokládány za správné? Jinými slovy, pokud účastník trhu věří, že je trh efektivní, potom trh nebude efektivní, neboť nikdo nebude instrumenty analyzovat. Aplikujeme-li výše uvedené modifikovaně na přístup zaměřující se na skutečnost, zda konkrétní obchody směřují cenu instrumentu k ceně správné, vyvstává před námi další problematická otázka. Tou je vztah vlastnictví k informacím a povinnost zveřejňovat informace, které byly podkladem pro uskutečnění obchodu. Takové zveřejňování by mělo za následek, že účastníci trhu postupně ztrácejí svoji výhodu získanou na základě neveřejných informací, v důsledku čehož by tito přestali výzkumy provádět. Následkem by pak bylo faktické nefungování trhů a jejich zánik¹⁰¹. Jak uvádí Fischel a Ross¹⁰², čím více informací obchody odhalí, tím se takové obchody blíží přímému zveřejnění, což snižuje schopnost účastníka ponechat si hodnotu neveřejných informací ve vlastním držení. Aby mohly trhy existovat, nemohou obchody zveřejňovat veškeré informace.

Avgouleas¹⁰³ uvádí, že definice umělé ceny, kterou podala IOSCO, je mezinárodně uznávána. IOSCO touto rozumí cenu rozdílnou od ceny, která by byla utvořena na základě volné (tržní) nabídky a poptávky; přičemž uvedená skutečnost může být dokázána pouze tím, že cena v tomto případě nesleduje tržní síly¹⁰⁴. Tato definice vychází z pojetí podaného v případě *Great Western Distributors, Inc vs Brannan*¹⁰⁵, které uvádí, že umělá cena je taková, která by nebyla dosažena, kdyby nedošlo k ovlivnění. Tato definice umělé ceny je tedy spjata s ovlivněním interakce

¹⁰⁰ Srov. kapitulu 9.1.

¹⁰¹ Srov. YADLIN, Omri. Is Stock Manipulation Bad? Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience. *Theoretical Inquiries in Law*. 2001, č. 839. Dostupné z: <http://home.heinonline.org/>.

¹⁰² FISCHEL, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 509.

¹⁰³ AVGOULEAS, Emiliios. *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. New York, Oxford University Press 2005, s. 109.

¹⁰⁴ Tamtéž, s. 109.

¹⁰⁵ 201 F.2d 476: *Great Western Food Distributors, Inc. v. Brannan*. [online]. 14. ledna 1953 [cit. 2012-03-08]. Dostupné z: <http://openjurist.org/201/f2d/476/great-western-food-distributors-v-brannan>

mezi nabídkou a poptávkou, která je pojednána níže zejména ve vztahu k pojmu „ovlivnění“. Avgouleas dále uvádí, že jednou z možností, jak cenu uměle reálně stanovit, je komparace na základě historických dat¹⁰⁶. Uvedený přístup však nelze považovat za správný. Je banální skutečností, že nabídka a poptávka se vyvíjí v čase a na jejich utváření má vliv nespočet faktorů. Z minulosti tak nelze usuzovat na přítomnost. Rovněž nelze opomíjet vliv ekonomických cyklů, zejména je nutné upozornit na fakt, zejména v kontextu stávající situace na světových trzích, že nabídka a poptávka jsou významně determinovány faktory nejen ekonomickými, ale i např. „strachem“ či „obavami“¹⁰⁷.

Alternativou je stanovení výše ceny na základě „testu neobvyklé ceny“¹⁰⁸, kdy umělá cena je definována jako cena, jejíž utváření se neděje prostřednictvím standardního mechanismu, zejména nikoli na základě zjevného ekonomického důvodu. Test poté spočívá např. na porovnání rozdílů mezi závíracími cenami stejného instrumentu na rozdílných trzích. Zde se však dostáváme opět do „kruhu“. Jak můžeme dospět k závěru, že cena na jiném trhu je cenou správnou? I ta může být předmětem manipulace, přičemž pokud není možné správnou cenu stanovit, nelze ani stanovit, jaká z cen má být tou, se kterou je třeba srovnávat. Navíc, pokud bychom byli schopni cenu správnou stanovit, tak není nutné ceny instrumentu na různých trzích vůbec porovnávat. V neposlední řadě lze zmínit např. přístup profesorky Perdue, která je významným kritikem konceptu „umělé ceny“. Dle její definice¹⁰⁹ je manipulací jednání, které je neekonomické a iracionální, a to bez ohledu na efekt, jaký má uvedené jednání na kurz (cenu) instrumentu¹¹⁰.

Závěrem lze zmínit rozhodnutí KCP 20/2001, které uvádí, že „*jestliže obchodník s cennými papíry realizuje na veřejném trhu obchod za částku odlišnou od ceny smlouvené jako aktuální hodnota cenného papíru, deformovanou vlivy bez vazby k*

¹⁰⁶ Uvedené je již z podstaty věci neaplikovatelné v případě primárních veřejných nabídek (IPO).

¹⁰⁷ Srov. MUSÍLEK, Petr: *Finanční trhy a investiční bankovnictví*. Praha, ETC Publishing 1999, s. 615. či HUANG, Hui. Redefining Market Manipulation in Australia: The Role of an Implied Intent Element. *Company and Securities Law Journal*. 2007, č. 29., s. 8-10 Dostupné z: <http://papers.ssrn.com>

¹⁰⁸ PIRRONG, Craig: Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and a Proposed. in *51 Wash. & Lee L. Rev.* 945. 1994, č. 51. Dostupné z: <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/>

¹⁰⁹ AVGOULEAS, Emiliós: *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. New York, Oxford University Press 2005, s. 112 an.

¹¹⁰ Ke kritice tohoto přístupu tamtéž.

hodnotě cenného papíru podle představ prodávajícího a kupujícího (pozn. zvýraznil autor) [...], dopustí se správního deliktu narušení průhlednosti trhu podle § 47 odst. 1 písm. b) zákona o cenných papírech“. Uvedené zmiňuje dle našeho názoru zcela zásadní skutečnost, která potvrzuje námi výše uvedené. Touto je, že jakákoli cena musí odpovídat představám účastníka trhu, přičemž pokud je toto naplněno, tak se nemůže jednat o manipulaci. Každý účastník má představy o ceně jiné a nelze tedy stanovit cenu „správnou“. Stejně tak není možné využít jakékoli formy průměru cen, protože pokud účastník obchoduje za cenu podle jeho představ, nemůže se jednat o manipulaci. Tuto kapitolu lze bez dalšího komentáře uzavřít citací z rozhodnutí KCP 17/2000: „*Reálná cena cenného papíru se skutečně může odlišovat od jeho kursu na veřejných trzích, a to oběma směry“.*

Ad b): Jednání, které přiměje účastníky trhu k obchodování, je dalším ze znaků manipulativního jednání dle objektivního přístupu. Tento znak zdá se být na první pohled rovněž rozumným, je-li jeho cílem postihnout jednání, která vytvářejí klamavé představy (signály) ve vztahu k instrumentu, zejména jeho ceně, nabídce a poptávce po něm. Důsledkem potom je, že osoba, která nerozpoznala klamavost, uzavře obchod, který by jinak neuzavřela. Uvedené má však nepoměrně širší implikace do oblasti střetu nabídky a poptávky, a to zejména, co se týče, konkrétních důvodů jednotlivých účastníků, které jsou podkladem pro uskutečňování obchodů. Svým způsobem je nutné se rovněž vrátit ke stanovení „správné“ ceny, což, jak jsme již výše uvedli, není dle našeho názoru možné. Jak tedy můžeme obecně posoudit důsledky ve vztahu k ceně instrumentu, když neznáme její „správnou“ výši?

Vyjděme však nyní z předpokladu, že správnou cenu známe. Předpokládejme, že osoba A učiní nabídku osobě B, kterou je však třeba kvalifikovat jako takovou, jejíž cenové parametry neodpovídají představě „správné“ ceny. Tato nabídka přiměla osobu B k uzavření konkrétního obchodu. Výsledkem takového obchodu je, že jak osoba A, tak osoba B získaly uzavřením obchodu výhodu - zisk (obchod jim byl ku prospěchu). Domníváme se, že tento příklad¹¹¹ je aplikovatelný na veškeré obchody bez ohledu na skutečnost, zda je jejich předmětem instrument obchodovaný na trzích. Jak již bylo uvedeno výše, různé osoby mají různé důvody pro (ne)uzavření obchodu, projevující se

¹¹¹ FISCHER, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 507 an.

např. v rozdílných očekáváních o ceně předmětu obchodu, averzi k riziku či potřebě disponibilních prostředků.

Předpokládejme dále, že můžeme stanovit výši „správné“ ceny a jednání hodnotit jako škodlivé (manipulativní). Potom je však před námi úkol nejtěžší. Tím je prokázání, že toto jednání přimělo, resp. v případě ohrožovací formy deliktu bylo způsobilé přimět ostatní účastníky trhu k obchodování. Hodnocení bude číneho z pohledu tzv. průměrného účastníka¹¹². Zde se však dostáváme do složitější otázky, jelikož test průměrného účastníka, zjednodušeně řečeno, odpovídá na otázku, co lze rozumně očekávat, že by osoba udělala, nebo naopak čeho by se zdržela za skutkových okolností konkrétního případu. Předně lze navázat na předchozí výklad, kdy je zřejmé, že konkrétní okolnosti (důvody) jsou právě tím, co dělá každého účastníka jedinečným pro každý jednotlivý obchod. Jinými slovy, nelze zcela přesně identifikovat subjektivní stránku konkrétní osoby a není možné zde usuzovat z uměle vytvořeného průměru. Samozřejmě, i kdyby bylo možné subjektivní stránku posoudit, nelze se na tvrzení takového účastníka vzhledem k jeho „podjatosti“ spolehnout. Lze si představit situaci, že bez ohledu na to, zda jej takové jednání k obchodu přimělo, či nikoli, bude účastník tvrdit, že ano. Vraťme se ale k původnímu problému, kdy se lze dle našeho názoru navíc domnívat, že test průměrného účastníka odpovídá zásadně na následující otázku. Vzal by průměrný účastník konkrétní informaci (v širším smyslu slova) projevující se buď jako obchodní transakce, nebo informace v užším slova smyslu (rozšiřování zpráv, atp.) jako relevantní pro utváření svým investičních rozhodnutí? Najít odpověď na tuto otázku je optikou průměrného účastníka trhu obecně možné. Nicméně zhodnocení, zda (by) takové informace přiměly tohoto účastníka k uzavření obchodu, je otázkou, která je nepoměrně složitější, a odpověď na ni lze hledat jen velmi těžko. Rozdíl je zde tedy v tom, zda byla určitá informace brána v úvahu, nebo přiměla (byla podnětem) k obchodování.

Připomeňme si dále již výše uvedený příklad¹¹³ a tento dále rozvedme. Emitenti mohou rovněž přimět ostatní účastníky trhu k obchodní aktivitě. Toto se děje prostřednictvím komunikace informací ohledně hodnoty jejich instrumentů. Příkladem

¹¹² Blíže viz kapitola 12.5.

¹¹³ FISCHER, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 507.

nepřímé komunikace informací jsou programy zpětného odkupu, změny v kapitálové struktuře či výplata dividend. Přímá komunikace je potom spojena se zveřejněním informací prostřednictvím sdělovacích prostředků. Je pravidlem, že jak přímá, tak nepřímá komunikace má za následek zvýšení objemů obchodů s konkrétním instrumentem. Nelze tedy dospět k jinému závěru, než že tato komunikace přiměla účastníky k obchodování. Takové obchodování tedy vždy sleduje nějaký důvod, který je vázán na informace. Alternativně se tedy jeví jako možné, abychom označili za manipulativní takové jednání, které přiměje účastníky trhu obchodovat bezdůvodně. Jak ale může někdo přimět někoho obchodovat bezdůvodně? Právě důvod, který má podklad v informacích (ať už klamavých, či pravdivých), je stimulem k obchodu.

Ad c): Ovlivnění volného (tržní) utváření nabídky a poptávky je dalším z pomyslných znaků manipulace. Vzniká zde (opět) analogie s výše uvedeným problematickým vymezením „správné“ ceny. Výtka se zde uplatní k tržnímu utváření nabídky a poptávky ve vztahu k pojmu „ovlivnění“. Uspokojivou definici, jak lze ovlivnění vymežit, nelze opět podat. Upozornit lze dále na skutečnost, že všichni účastníci jsou součástí nabídky, resp. poptávky. Tento znak opět předpokládá, že někteří účastníci mají oprávněné důvody k obchodům a někteří nikoli. Jak jsme však již uvedli výše, nelze určit uspokojivé znaky a faktory, které by umožnily takové důvody rozlišit. V neposlední řadě lze upozornit na dvojici definic, které jsou však opět kruhovými. Dle nich manipulativní jednání způsobuje ovlivnění a ovlivnění je způsobené manipulativním jednáním.

Souhlasit lze dále také s Ferrarinim¹¹⁴, který uvádí, že subjektivní prvek je zásadním pro rozlišení jednání, která jsou manipulativní, od těch, která jsou běžnými obchodními transakcemi v souladu s aktivitami prováděnými na předmětném trhu. Příkladem zde může být nákup určité komodity a futures na tuto komoditu, kdy kupující chce nakoupit ve větším množství obojí. Při realizaci futures však protistrany nemají dostatek podkladové komodity tak, aby kontraktu dostáli. Pokud není manipulace vázána na subjektivní stránku, bude jednání kupujícího kvalifikováno jako manipulace. Uvedené lze demonstrovat např. na Směrnici MAD, která se zaměřuje na konkrétní skutečnosti, jako jsou poměr denního objemu či významná změna ceny instrumentu bez

¹¹⁴ FERRARINI, Guido: The European Market Abuse Directive. in *Common Market Law Review*, 2004, č. 41, s. 724 an. Dostupné z: <http://www.kluwerlawonline.com/>

jejich spojení se subjektivním prvkem směřujícím k manipulaci. Důsledkem výše uvedeného příkladu tedy bude vytvoření „umělé“ ceny, což je považováno za manipulaci, a to přestože kupující takový cíl neměl. Ferrarini dále konstatuje, že vzhledem k tomu, že výjimka ve vztahu k oprávněnému důvodu a uznávaným tržním postupům není samostatnou výjimkou ve vztahu k jednáním obecně, ale spíše obecným rámcem, který je konkretizován zejména programy zpětného odkupu a stabilizací, nebude možné tohoto případu jako obrany využít. S tímto závěrem se však neztotožňujeme.

11.1.2 Kritika subjektivního přístupu

V této kapitole uvedeme některé skutečnosti, které jsou předmětem výtek kritikům objektivního přístupu k regulaci manipulace. Mezi ně patří zejména:

- a) důkazní obtíže při kvalifikaci manipulativního jednání;
- b) nutnost postižení i těch jednání, která, přestože nebyla činěna s cílem manipulovat, mají škodlivý následek v podobě narušení „obvyklého“ chodu na trzích;
- c) prevenční funkce manipulace.

Ad a): Nejčastější a současně dle našeho názoru nejvíce problematickou výtkou je poukazování na skutečnost, že prokázání subjektivního znaku je spojeno s nadměrnými obtížemi, resp. je v mnoha případech dokonce nemožné¹¹⁵. Uvedená argumentace (tvrzení) je dle našeho názoru zavádějící a navíc se neslučuje se základními principy demokratického právního státu. Prokázání subjektivního znaku může být sice obtížné, nicméně nelze dospět k závěru, že je nemožné. Skutečnost, že k jeho prokázání je nutné vynaložit zvýšenou míru úsilí, která je rovněž spojena s překonáním různorodých překážek, nemůže opravňovat závěr, že tento element není nutné ke kvalifikaci manipulace naplnit. Odkázat lze např. na známé rozhodnutí *Smith v. United States*¹¹⁶ (vztahující se k *insider tradingu*), kdy se soud neztotožnil s argumentem, že prokázat uvedené je složité, musí-li být analyzována „subjektivní

¹¹⁵ Např. AVGOULEAS, Emiliós: *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. New York, Oxford University Press 2005, s. 111 an.

¹¹⁶ *USA, Plaintiff-Appellee, v. Richard J. Smith, Defendant-Appellant*. [online]. 25. duben 1998 [cit. 2012-03-08]. Dostupné z: <http://caselaw.findlaw.com/us-9th-circuit/1396972.html>

stránka“ (volní složka) delikventa¹¹⁷. Uvedený závěr je v plném souladu se zásadou vyhledávací vyjádřenou především v § 3 správního řádu (zákon č. 500/2004 Sb.), podle kterého je správní orgán povinen zjistit přesně a úplně skutečný stav věci a za tím účelem si opatřit potřebné podklady pro rozhodnutí. Lze rovněž uvést, že manipulace pravidelně zanechává důkazní materiály, jako jsou např. pokyny, e-mailové zprávy a další záznamy o komunikaci¹¹⁸. Domníváme se, že i když nejsou k dispozici důkazy přímé, lze subjektivní složku prokázat kombinací důkazů nepřímých¹¹⁹.

Stejně tak lze v tomto ohledu upozornit na poněkud sporný Rozsudek ve věci Spector. Dle něho¹²⁰ lze na základě spojení znaků tvořících skutkovou podstatu zneužití vnitřních informací, uvedených v čl. 2 odst. 1 Směrnice MAD, předpokládat úmysl osoby (úmysl lze implicitně dovodit), která provádí konkrétní transakci. Dle ECJ je třeba mít za to, že zásada presumpce nevinny nebrání uvedené domněnce za předpokladu, že je tato domněnka vyvratitelná a že jsou zaručena práva této osoby na obhajobu. Domníváme se však, že taková domněnka, zejména přesunutí důkazního břemene, nemůže zasahovat do základních práv a zvláště že nesmí porušovat zásadu presumpce nevinny, zakotvenou v čl. 6 odst. 2 EÚLP. Jakákoli domněnka musí mít „rozumný a opodstatněný“ základ, tzn., musí být založena na skutečnostech, které umožňují učinit obecný závěr na základě běžné praxe a zkušenosti. V jiném případě je možné se domnívat, že přesunutí důkazního břemene není v souladu s EÚLP. Chris Van Raemdonck, jednající se znalostí vnitřní informace, podal dne 11. a 13. srpna 2003 dva pokyny. Zatímco první pokyn ze dne 11. srpna 2003 nebyl ve vztahu k předchozím

¹¹⁷ Srov. „*We appreciate that a “use” requirement renders criminal prosecutions marginally more difficult for the government to prove. The difficulties, however, are by no means insuperable. It is certainly not necessary that the government present a smoking gun in every insider trading prosecution. We are confident that the government would have little trouble demonstrating “use” in such a situation, or in other situations in which unique trading patterns or unusually large trading quantities suggest that an investor had used inside information. Consequently, we reject the government’s proffered “knowing possession”. Rather, we hold that Rule 10b-5 requires that the government (or the SEC, as the case may be) demonstrate that the suspected inside trader actually used material nonpublic information in consummating his transaction*“. Tamtéž, část IV, sekce A.

¹¹⁸ Srov. např. rozhodnutí SEC v. Citigroup v kapitole 15.1

¹¹⁹ Srov. např. doktrínu jednání ve shodě, které je konstruováno právě za účelem řešení uvedené problematiky.

¹²⁰ Odst. 38 rozsudku.

pokynům jakkoli měněn, pokyn ze dne 13. srpna 2003 byl změněn ve vztahu k počtům akcií a cenovým limitům, přičemž v tomto případě by bylo možné vzhledem k okolnostem uzavřít, že pokyn byl ovlivněn vnitřní informací, a není tedy nutné konstruovat domněnku použití. První pokyn takový závěr neumožňuje zejména z toho důvodu, že mohl být vydán na základě rozhodnutí, které bylo učiněno před okamžikem nabytí vnitřní informace. Příčinná souvislost mezi znalostí vnitřní informace a konkrétní transakcí může být předpokládána pouze v případě, že transakce je provedena na základě rozhodnutí, které bylo učiněno po nabytí vnitřní informace. Směrnice MAD navíc v žádném ze svých ustanovení neobsahuje nic, z čeho by bylo možné výše uvedenou domněnku dovozovat. Definice manipulace trhem (čl. 1 odst. 2 (a) Směrnice MAD) naopak uvádí, že pro účely této směrnice se manipulací s trhem rozumí případ, „pokud osoba [...], neprokáže, že její důvody pro toto jednání jsou oprávněné [...]“. Jednotlivé znaky skutkové podstaty tedy obecně nemohou být založeny na základě domněnky, ledaže je uvedeno jinak, což je rovněž provedeno v rozhodnutích na základě EÚLP. Ta stanovují, že individuální práva mohou být omezena pouze na základě výslovného znění právních předpisů. Domněnka nijak blíže nespecifikované volní složky, navíc u objektivní definice, která se v určitých situacích navíc neaplikuje, zcela jistě nepřispívá k právní jistotě.

Domníváme se tedy, že domněnka, a tím spíše samotná absence subjektivního prvku (volní složky), nemůže být argumentována složitou důkazní situací. Tím je do individuálních práv zanesen nepřiměřený prvek, který nemá oporu v principech stojících v základech demokratického právního státu. The1¹²¹ k tomuto dále uvádí, že je možné získat objektivní důkaz subjektivního elementu. Toto demonstruje na čtyřech konkrétních příkladech. Přestože si je vědom, že osoby nemusí být věrohodné a předmět konverzace „nevinný“, domnívá se, že tyto případy potvrzují předchozí předpoklad. Prvním byl případ *Milken*¹²², kdy svědek tvrdil, že rozuměl informacím od Milkena jako

¹²¹ THEL, Steve: \$850000 in Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation. in *Cornell L. Rev.*, 1994, č. 219., s. 294.

¹²² *No. SS 89 Cr. 41 (KMW): USA, Plaintiff, v. Michael R. Milken, Defendant* [online]. 26. listopadu 1991 [cit. 2012-03-08]. Dostupné z: http://www.leagle.com/xmlResult.aspx?xmlDoc=1991903780FSupp123_1880.xml&docbase=CSLWAR2-1986-2006

příkazu k manipulaci ceny akcií společnosti Wickes. V případě *Mulheren*¹²³ Boesky svědčil o rozhovoru mezi ním a Mulherenem. V případě *GAF*¹²⁴ ředitel společnosti Jefferies svědčil, že byl požádán o manipulaci akcií společnosti Union Carbide.

Závěrem této části lze zmínit, že problematika prokazování je dále spjata zejména s konceptem stavícím na „umělé“ ceně, která není reálně zjistitelná, resp. nutí příslušný orgán k bezdůvodně komplexní analýze trhu a ekonomických podmínek. Ty však v důsledku znamenají praktickou nemožnost aplikace takových ustanovení.

Ad b): Další diskutovanou otázkou je nutnost postižení i těch jednání, která, přestože nebyla činěna s cílem manipulovat, mají škodlivý následek v podobě narušení „obvyklého“ chodu na trzích.

Např. Thel¹²⁵ k tomuto uvádí, že právní normy, které neobsahují subjektivní stránku, mají svoji výhodu v tom, že umožňují kontrolu zcela nevinných aktivit, které však dočasně mění ceny instrumentů. Příkladem je změna cen v případě *Milken*, která způsobila významné následky, jimž by se společnosti Wickes a Gulf & Western pravděpodobně chtěly vyhnout, přičemž tyto následky by nastaly bez ohledu na subjektivní stránku. Obdobně, i kdyby společnost Jefferies koupila Union Carbide pouze z důvodu, že se domnívala, že akcie této společnosti byly dobrou investicí, cenové „skoky“ způsobené tímto obchodem mohly uvést ostatní investory v omyl. Thel uzavírá, že právní normy, které umožňují postihovat obchody, jež způsobují krátkodobé výkyvy cen, jsou prospěšné, a to bez ohledu na důvody, které tyto obchody provázejí.

Uvedené je součástí širšího kontextu, především koncepce, jak definovat manipulaci v právních řádech. Zejména to souvisí s někdy až všeobjímajícími generálními klauzulemi, které jsou konstruovány tak, aby postihly jakékoli jednání. To je možné v zásadě jedině za cenu velmi obecných a vágních definování manipulace. Nelze se však ztotožňovat s argumenty, které jsou pro takové uchopení uvedené problematiky předkládány. Není možné přenášet na adresáty právních norem

¹²³ 938 F.2d 364: *USA, Appellee, v. John A. Mulheren, Jr., Defendant-Appellant*. [online]. 10. června 1991 [cit. 2012-03-08]. Dostupné z: <http://openjurist.org/938/f2d/364/united-states-v-a-mulheren>

¹²⁴ 928 F.2d 1253: *USA, Appellee, v. GAF Corporation, GAF Chemicals Corporation, Jay & Company, Inc., James T. Sherwin, Defendants, GAF Corporation, James T. Sherwin, Appellants*. [online]. 18. března 1991 [cit. 2012-03-08]. Dostupné z: <http://openjurist.org/928/f2d/1253/united-states-v-gaf-corporation-gaf-and-t-gaf-t>

¹²⁵ Tamtéž, s. 288 an.

neschopnost zákonodárce definovat skutkovou podstatu tak, aby zahrnovala veškerá škodlivá jednání na straně jedné, a na straně druhé byla dostatečně konkrétní ve smyslu, aby nebyla postihována i jednání, která nejsou škodlivá. Domníváme se, že takové přenesení na adresáty právních norem se rovněž neslučuje s obecnými principy demokratického a právního státu. Právní jistota musí být zaručena v případě širokých a obecných definic alespoň stanovením metodických pokynů, vykládacích pravidel a právních a ekonomických testů, pomocí kterých by bylo možné různá jednání kvalifikovat a mít tak možnost určit, zda jsou manipulativní či nikoli.

Významným je v tomto ohledu pravidelně citovaný případ *FSA v. Winterflood a Stephen Sotiriou a Jason Robins*. Tento případ posuzovala nejen FSA, ale byl rozhodován rovněž na úrovni odvolacího tribunálu a odvolacího soudu. Vedle obecné definice v právních předpisech, obsahuje COMAC výše uvedená kritéria, která mají být vodítkem pro jednotlivé účastníky, aby mohli vždy předem zhodnotit, zda zamýšlené jednání naplňuje znaky skutkové podstaty manipulace. Přestože COMAC¹²⁶ ve svých ustanoveních předpokládá „důvod“ (cíl, účel), bylo v tomto případě všemi instancemi uzavřeno, že COMAC nemůže nahradit ustanovení právních předpisů, která, pokud vykládána samostatně, žádný subjektivní prvek nepředpokládají. Naopak bylo dovozeno, že COMAC pouze poskytuje možnost, aby účastník prokázal, že jeho obchody měly legitimní důvod. Jinými slovy, („pozitivní“) subjektivní složka může být předpokladem pro nepostihování určitého jednání, přičemž absence subjektivní složky však sama o sobě nemůže být vykládána tak, že jednání není manipulací. Tento výklad je však v rozporu s chápáním některých uživatelů trhu. Na tomto případě je zřetelně vidět, že nejen stanovení určitých kritérií, ale rovněž jejich výklad a následná aplikační praxe jsou pro právní úpravu manipulace stěžejní.

Naproti tomu stojí praxe USA, která např. v rozhodnutí *Ernst & Ernst v. Hochfelder*¹²⁷ jasně deklarovala, že zavinění je podmínkou *sine qua non* ke kvalifikaci určitého jednání jako manipulace. Touto podmínkou není dokonce jakékoli zavinění, ale „scienter“, tj. úmysl klamat či manipulovat. V tomto je tedy patrný rozdíl mezi právní úpravou jednotlivých členských států EU, které vycházejí ze Směrnice MAD a jejich

¹²⁶ Srov. části 1.5.9E a 1.6.4.E

¹²⁷ *Ernst & Ernst v. Hochfelder - 425 U.S. 185 (1976)* [online]. 30. března 1976 [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/425/185/case.html>

úprava je tedy tímto přístupem ovlivňována a úpravou USA, která zastává přístup subjektivní. Srovnávat lze dále např. s úpravou Austrálie, která předpisem z roku 2001 zavinění jako znak manipulace z právních předpisů odstranila a zdá se tedy, že přístup zde je rovněž objektivní. Např. Huang a další¹²⁸ však dovozují, že ani tato skutečnost nic nezměnila na výkladu předmětných ustanovení a manipulace bude dále vyžadovat prokázání zavinění ze strany konkrétního účastníka. Huang poukazuje na dlouhou a konzistentní rozhodovací praxi¹²⁹, kdy bylo zavinění vždy vyžadováno.

Ad c): Prevenční působení zákazu manipulace v objektivním pojetí nebylo zastánci tohoto přístupu prozatím doloženo. Domníváme se, že prevenční působení objektivní odpovědnosti je velmi nízké. Objektivní přístup spočívající ve velmi širokých definicích, a tím tedy přispívající k právní nejistotě adresátů právních norem, spíše vede pouze k postihování jednání, která s sebou nenesou škodlivé následky (účinky), než že by působil preventivně.

11.1.3 Preferovaný přístup k odpovědnosti

Jak naznačuje text v předchozích pasážích této práce, odpověď na tuto otázku je složitá. Z textu uvedeného v kapitole 11.1.1 písm. a) se může na první pohled zdát, že uvedená problematika nepatří do rozboru manipulace jako subjektivního či objektivního deliktu. Domníváme se však, že nalézání kompromisu mezi uvedenými přístupy je komplexnější a složitější úkol, než jakým se může jevit. Nelze zde obecně říci, zda má být odpovědnost za delikt objektivní, či subjektivní. To by bylo velmi zjednodušující. Abychom mohli uvedené relevantně posoudit, je nutné vzít úvahu jednotlivé skutkové podstaty tak, jak jsou obecně známy, a ve vztahu k těmto se vymežit. Nejprve je však u těchto skutkových podstat nutno posoudit otázku obecnější, a to, zda v těchto jednáních vůbec spatřujeme manipulaci. U jednání, která kvalifikujeme jako manipulativní, je třeba uvést, zda je, či není zavinění nutné, přičemž posledním krokem musí být upřesnění, jaká forma zavinění by měla být vyžadována k uplatnění postihu. Výše uvedené otázky lze tedy zodpovědět pouze při rozboru jednotlivých skutkových podstat,

¹²⁸ HUANG, Hui. Redefining Market Manipulation in Australia: The Role of an Implied Intent Element. *Company and Securities Law Journal*. 2007, č. 29. Dostupné z: <http://papers.ssrn.com>. Dále k tomuto srov. např. výstup z konference *False Trading and Market Rigging in Australia* [online]. 3. února 2009 [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://www.clta.edu.au/professional/papers/conference2009/ArmsonCLTA09.pdf>

¹²⁹ V případě *North v Marra Developments Ltd* bylo dokonce uvedeno jako klíčový znak.

kteře jsou obsahem kapitoly 13. Abychom však mohli spolehlivě při subjektivní odpovědnosti zodpovědět, jaká forma zavinění by měla být určující, je nutné dále krátce o těchto pojednat.

11.2 Zavinění

Zavinění¹³⁰ je vnitřní psychický vztah osoby k určitým skutečnostem, které zakládají delikt manipulace a jeho následku¹³¹. Pojmeme širším je zde poté odpovědnost. Zavinění je subjektivním předpokladem vzniku odpovědnosti. Je jím označován fakt, že došlo k deliktu manipulace, a poukazuje se na osobu, která tento delikt spáchala a má tedy nést negativní následky – odpovědnost. Právo se zde však soustředí pouze na takové aspekty lidské psychiky, které nejvýznamnějším způsobem vypovídají o vztahu delikventa k jeho činu.

Zavinění je možné rozdělit na dva elementy, kterými jsou vědění a zaměření. Z pohledu vědění se jedná o vnímání a představu delikventa ve vztahu k jakýmkoli předmětům a jevům. Není zde tedy rozhodující, zda tyto delikvent vnímá právě v daný okamžik, ale že zde existuje zkušenost dřívější. Podmínkou zde však je, že si toto delikvent alespoň uvědomovat mohl a měl v době, kdy došlo k manipulativnímu jednání. Zaměření poté spočívá v „přijetí“ uskutečnění manipulace do vlastní vůle a v rozhodnutí se k takovému jednání, které přinejmenším ohrožuje chráněný zájem. Pokud však delikvent nechce takové ohrožení způsobit či s tímto není ani srozuměn, nelze zde o zaměření hovořit. Zavinění vystupuje ve dvou obecných formách: úmyslu a nedbalosti, které jsou dále členěny dle stupňů jednotlivých elementů, přičemž v případě nedbalosti se jedná pouze o element volní.

Zásadní však je, na které okolnosti se zavinění vztahuje. Co delikvent vědět mohl a měl? S čím byl srozuměn? Tyto a další otázky jsou tedy pro posouzení určujícími. Jasnou odpověď zde nenalzáme. Pro kvalifikaci nám však může pomoci např. hledisko tzv. průměrného účastníka trhu¹³². Necháme-li se dále inspirovat např.

¹³⁰ V podrobnostech správněprávní a trestněprávní literatura

¹³¹ Srov. rozhodnutí Nejvyššího správního soudu sp. zn. 4 As 40/2007. Dostupné z: <http://www.nssoud.cz/main0col.aspx?cls=JudikaturaExtendedSearch>

¹³² K tomuto a dalším souvisejícím otázkám viz kapitola 12.5.

právem trestním¹³³, TZ v ustanovení § 15 a 16 naznačuje, že zavinění by se mělo vztahovat zásadně na všechny znaky skutkové podstaty manipulace. Především zde však půjde o znalost následku (účinku), resp. způsobilosti určitého jednání mít následek (účinek). Není však nutné, aby delikvent znal přesně význam a obsah jednotlivých pojmů a jednání, ale je podstatné, že měl představu o společenském obsahu skutkových okolností, byť i laickou. Jednotlivé elementy však nemusí být vždy shodné s výsledkem (účinkem) jednání. Příkladem může být např. manipulace akcií společnosti X, kdy delikvent směřoval k manipulaci akcií společnosti Y prostřednictvím rozšíření nepravdivých informací ve vztahu k odvětví, kde působí obě společnosti.

Nejproblematictější otázkou je pak ve vztahu k zavinění jeho prokázání, které musí být podloženo skutkovými zjištěními. Předmětem dokazování je vnitřní stav delikventa, který nelze pozorovat z vnějšího pohledu. Jediným spolehlivým a přímým důkazem tak může být pouze jeho výpověď. Jinak se zavinění dokazuje pouze z okolností objektivní povahy. Z těch se na vnitřní stav delikventa usuzuje, a to podle zásad „obecného a objektivního“ chápání a myšlení. Kvalifikace jednotlivých forem zavinění je v nauce podávána bez menších rozdílů shodně, a proto níže uvedeme jen základní kontury těchto forem a poukážeme na související judikaturu.

11.2.1 Nevědomá nedbalost

Při nevědomé nedbalosti delikvent neví, že jeho jednání může způsobit následek (účinek) ve formě porušení nebo ohrožení. Složka zaměření (vůle) zde tedy absentuje zcela. Podstata nevědomé nedbalosti tak spočívá ve složce vědění. Delikvent v tomto případě nevěděl, přičemž však vzhledem k okolnostem a ke svým osobním poměrům vědět měl a mohl. Delikvent tedy neví o následku (účinku), jež může způsobit. Každá osoba však musí obecně dodržovat určité povinnosti stanovené právními předpisy a nemůže bezdůvodně spoléhat na to, že její jednání nebude mít žádné následky. Stěžejní otázkou zde tedy bude stanovení hodnotících hledisek pro posouzení možnosti vědění. Obecně by zde mělo platit zachování určité míry opatrnosti, tzn. takové, kterou je v rámci okolností subjekt povinen a podle svých schopností schopen dodržovat¹³⁴.

¹³³ Podrobně in JELÍNEK, Jiří: *Trestní právo hmotné: obecná část, zvláštní část*. Praha, Leges 2010, s. 211 an.

¹³⁴ Tamtéž, s. 223.

Jedná se tedy o zachování určité míry bezpečnosti, přičemž toto objektivní hledisko musí být vždy zkoumáno, a to v kontextu zejména vzdělání, zkušeností, duševního stavu a konkrétních okolností případu¹³⁵. Jedná se tedy jak o kritéria objektivní, tak subjektivní. Např. NSS¹³⁶ k tomuto uvádí, že objektivní kritéria se obecně vztahují na všechny subjekty. Vyžadují tedy v zásadě stejnou míru opatrnosti a předvídatelnosti (s přihlédnutím k případné zvláštní vlastnosti či postavení delikventa). Projevují se tedy v okolnostech konkrétního případu a povinnosti vědět. Subjektivní kritéria jsou spojena s individuálními charakteristikami delikventa, kdy se tyto projevují v jeho osobních poměrech a možnosti vědět. Při posuzování zavinění je tedy nutno vycházet z obou uvedených kritérií a všechny pojmové znaky (povinnost vědět i možnost vědět) musí být splněny kumulativně¹³⁷. Kdo tedy zachoval objektivní míru opatrnosti, nemůže se dopustit deliktu, přestože dojde k následku (účinku). Porušení této míry však samo o sobě odpovědnost nezakládá.

11.2.2 Vědomá nedbalost

Spojení hlediska objektivního a subjektivního se uplatní rovněž při nedbalosti vědomé, přestože toto spojení bývá explicitně uvedeno pouze u nedbalosti nevědomé. Rozdíl oproti nedbalosti nevědomé zde je v tom, že delikvent věděl, jaké může mít jeho jednání následky, nicméně spoléhal, že tyto nenastanou. Zásadní je zde podmínka, která stanoví, že se na to spoléhal bez přiměřených důvodů. V posouzení těchto důvodů se tedy bude promítat výše uvedené objektivní a subjektivní hledisko. Jak uvádí NSS¹³⁸, vědomostní element je zde budován na schopnosti delikventa rozpoznat a zhodnotit okolnosti, které vytvářejí možné nebezpečí pro chráněný zájem. Nedostatečné zhodnocení však nespočívá v neznalosti tohoto stavu, ale v tom, že delikvent nedocenil možné následky svého jednání.

¹³⁵ HORZINKOVÁ, Eva, ČECHMÁNEK, Břetislav: *Přestupky a správní trestání*. Praha, Eurounion 2008, s. 41.

¹³⁶ Srov. rozhodnutí Nejvyššího správního soudu sp. zn. 9 As 13/2008. Dostupné z: <http://www.nssoud.cz/main0col.aspx?cls=JudikaturaExtendedSearch>

¹³⁷ V podrobnostech dále např. JELÍNEK, Jiří: *Trestní právo hmotné: obecná část, zvláštní část*. Praha, Leges 2010, s. 223 an.

¹³⁸ Srov. rozhodnutí Nejvyššího správního soudu sp. zn. 4 As 40/2007. Dostupné z: <http://www.nssoud.cz/main0col.aspx?cls=JudikaturaExtendedSearch>

11.2.3 Nepřímý úmysl

Mezi nedbalostí vědomou a nepřímým úmyslem existuje pouze tenká linie a jejich rozlišení bývá často obtížné. Kontury jsou zde neostré, přičemž rozdíly zde vymezujeme prostřednictvím vědění a zaměření (vůle). Delikvent v tomto případě ví, jaké může mít jeho jednání následky, a pro případ, že tyto nastanou, je s tímto srozuměn. Důležité tedy je vymezit pojem srozumění, který je nutné chápat jako určitou variantu zaměření. Delikvent zde nesleduje cíl, kterým je způsobení následku zakázaného dle právních předpisů, ale jiný, případně nemusí sledovat žádný. Je však srozuměn s tím, že jeho realizace může způsobit následky právními předpisy zakázané, které jsou však vedlejšími a nechtěnými. Při srozumění tedy delikvent nepočítá s žádnou okolností, která by mohla možnému následku zabránit.

11.2.4 Přímý úmysl

Tato forma úmyslu se mimo vědění o následcích vyznačuje tím, že delikvent přímo chtěl následky způsobit. Jejich způsobení tedy bylo jeho primárním cílem. V legálních definicích někdy explicitní vyjádření elementu (znaku) vědění absentuje, ten je však implicitně obsažen ve znaku zaměření. Pokud delikvent chce způsobit následek, tak o něm musí i vědět.

12 Obecná definice manipulace (generální klauzule)

Bez ohledu na stupeň právní úpravy (právní předpisy EU či jednotlivých členských států) či její hodnotová východiska z pohledu právních řádů různých států (např. právní předpisy USA, GB či Austrálie), je pravidlem, že je právní úprava manipulace založena na obecném vymezení - generálních klauzulích. Reglementace tedy spočívá ve stanovení obecných podmínek, které musí být splněny vždy, aby určité jednání mohlo být subsumováno pod konkrétní skutkovou podstatu. Generální klauzule tak určuje směřování a úmysl zákona, resp. zákonodárce, ve vztahu ke kvalifikaci určitého jednání jako zakázaného. Tyto generální klauzule pak bývají zpravidla doplňovány výčtem příkladů jednotlivých skutkových podstat a vymezením jednání, která naopak za manipulaci považovat nelze.

Jak již bylo v této práci uvedeno, právo finančního trhu je velmi dynamické, jeho doktrinní zpracování vychází dílčím způsobem z praxe¹³⁹. Změny na finančních trzích nastávají s ohledem na neustále probíhající technologické inovace v podstatě kontinuálně a právní rámec tak není zásadně schopen s předstihem postihnout celou šíři negativních praktik (technik manipulace). Uvedené je tak dalším pomyslným významem generální klauzule, která je ustanovením aplikovatelným tam, kde se nedostává konkrétního vymezení určitého jednání jako manipulativního. Jinými slovy, aplikace generální klauzule připadá v úvahu vždy, není-li právním předpisem upravena konkrétní skutková podstata. Významný je rovněž rozměr generální klauzule jako hlediska posouzení určitého jednání, které je subsumovatelné pod zvláštní skutkovou podstatu v právním předpise uvedenu. Jinými slovy, má-li být určité jednání kvalifikováno jako manipulace, nestačí naplnění znaků konkrétní skutkové podstaty, ale musí být rovněž naplněny znaky generální klauzule. Domníváme se, že nesprávný je názor Nejvyššího soudu ČR (rozhodnutí ve věci nekalé soutěže), který uvádí, že „*vztah generální klauzule s jednotlivými skutkovými podstatami nekalé soutěže je takový, že pokud bude naplněna některá ze zvláštních skutkových podstat, bude mít protiprávní jednání současně znaky generální klauzule;* [...]“¹⁴⁰.

¹³⁹ Srov. důvodovou zprávu (*explanatory memorandum*) k Návrhu nařízení.

¹⁴⁰ Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 32 odo 1370/2005. Dostupné z: http://www.nsoud.cz/JudikaturaNS_new/ns_web.nsf/WebSpreadSearch K tématu též srov. PELIKÁNOVÁ,

Samozřejmě nutné je potom doplnit ustanovení právního předpisu, které stanoví, že manipulace se zakazuje (odst. 5 § 126 ZPKT). Bez tohoto by manipulace nebyla právními předpisy postižitelná. Generální klauzuli manipulace lze z obecného pohledu rozdělit na několik znaků (elementů). Těmi pro účely dalšího textu jsou: a) jednání, b) ohrožovací povaha (způsobilost takového jednání deformovat - zkreslit), c) zkreslení - deformace (představ účastníků trhu či kurzu instrumentu), d) manipulující subjekt (delikvent), e) instrument (předmět manipulace), f) manipulovaný subjekt (předmět manipulace), g) trh (kde se manipulace projevuje) a h) následek (škodlivého jednání).

12.1 Jednání

Manipulace může být činěna zásadně jednáním komisivním, spočívajícím v aktivní činnosti delikventa, tzn. činnosti porušující právními normami stanovený zákaz. Lze si jistě představit širokou škálu druhů jednání, která naplňují znaky skutkové podstaty manipulace. Z obecného pohledu se jedná zejména o: a) podání pokynu k obchodování, b) šíření informace či c) ovlivňování třetích osob. O konkrétních skutkových podstatách manipulace je pojednáno v kapitole 13. Druhým způsobem, podstatně méně se vyskytujícím, je jednání omisivní, a tedy jednání spočívající v nečinnosti, která je však porušením právních norem. Přestože je delikvent povinen jednat, je nečinný, čímž porušuje právními normami stanovený příkaz. V obecné rovině se tedy bude jednat zpravidla o neplnění informačních povinností emitentů (nikoli však pouze emitentů) způsobující významnou informační asymetrii mezi jednotlivými účastníky kapitálového trhu. Jde zejména o informace stanovené v ZPKT a Vyhláše. Za neplnění informačních povinností jsou právními normami zpravidla stanoveny specifické sankce. Bude-li však neplnění informačních povinností naplňovat rovněž znaky manipulace, bude takové jednání postižitelné rovněž dle právních norem zakazujících manipulaci.

Zásadní otázkou v tomto kontextu je, zda je manipulace deliktem objektivním, či subjektivním (viz kapitoly 11 a 13). V případě subjektivní odpovědnosti nebude zavinění ve vztahu k manipulaci zřejmé a příslušné orgány jej budou muset podrobit zvláštnímu zkoumání. Zpravidla se zde bude zavinění dokazovat přinejmenším v jeho

Irena: *Komentář k obchodnímu zákoníku (s přihlédnutím k evropskému právu)*. Praha, ASPI 2004, s. 414 an.

nedbalostní nevědomé formě¹⁴¹. Delikvent v tomto případě neví, že svým jednáním může porušení či ohrožení způsobit, přičemž to však vzhledem k okolnostem a své situaci vědět mohl a měl. Delikvent tedy nechce relevantní následek způsobit ani není srozuměn s tím, že jej způsobí – chybí zde tedy složka vůle. Samotné jednání je zde však aktem volním. Např. emitent, který úmyslně neuveřejnil jakoukoli povinně uveřejňovanou informaci, uskutečnil svým jednáním svoji vůli, tj. konal to, co konat chtěl. Jeho úmysl se však nevztahoval k manipulaci. Při neexistenci volní složky je tedy nutné při konstrukci nedbalostního zavinění použít složku intelektuální, kdy při nevědomé nedbalosti delikvent o škodlivém následku ani neví. Zásadní je zde však posouzení, zda podle okolností a své situace vědět měl a mohl. V případě objektivní odpovědnosti bude neplnění informačních povinností zpravidla rovněž naplňovat znaky manipulace. Delikvent zde tedy jedním skutkem – nekonáním – naplní znaky obou skutkových podstat. U objektivního přístupu zhodnocení tedy v zásadě odpadá, přičemž rozhodující bude pouze způsobilost přivodit následek (účinek).

12.1.1 Směrnice MAD

Směrnice MAD neobsahuje jednání jako pojem obecný, případně doplněný o demonstrativní výčet, ale uvádí taxativně, co rozumí skutečnostmi, které jsou manipulací. V první řadě se jedná o obchody nebo pokyny k obchodování. Jak je zřejmé, tyto nejsou jednáním samotným, ale až jeho výsledkem. Z pohledu jednání se tedy jedná o činnost uzavření obchodu a umístění pokynu. Předpokladem kvalifikace je samozřejmě naplnění dále uvedených podmínek, např. vydávání klamavých signálů ve vztahu k nabídce určitého instrumentu. Uvedené vymezení tak může být zužující, nicméně vzhledem k implementaci provedené v ZPKT nebude činit v ČR větších problémů. Reprobace zde však není absolutní. I v případě, že jsou splněny podmínky Směrnici MAD stanovené, může osoba, která učinila určitá jednání, prokázat, že její důvody pro tato jednání jsou oprávněné a že tato jednání jsou v souladu s uznávanými tržními postupy na předmětném trhu. Uvedené ustanovení se patrně inspirovalo úpravou

¹⁴¹ Blíže k formám zavinění např. GRIVNA, Tomáš: *Trestní právo hmotné*. Praha, Wolters Kluwer Česká republika 2010.

provedenou v návrhu COMAC¹⁴² již v roce 2000. Tato možnost exempce manipulativních jednání se vztahuje k obchodům nebo pokynům k obchodování, které a) vydávají nebo jsou způsobilé vydávat nesprávné nebo klamavé signály ve vztahu k nabídce, poptávce nebo ceně instrumentů, nebo b) které zajistí cenu instrumentů na nikoli normální nebo umělé úrovni. Otázkou zůstává, proč není tato možnost uvedena u obchodů a pokynů využívajících fiktivní prostředky nebo jakoukoli jinou formu klamání nebo lsti, které jsou rovněž založeny na obchodních transakcích. Jako odpověď se nabízí logická otázka: Jak může být jednání využívající fiktivních prostředků nebo jakoukoli jinou formu klamání nebo lsti podloženo oprávněnými důvody a být v souladu s uznávanými tržními postupy na předmětném trhu? Tato nám však implikuje otázku další, vztahující se k jednáním uvedeným výše pod písm. b). Jak může být jednání zajišťující cenu instrumentů na nikoli normální nebo umělé úrovni podloženo oprávněnými důvody a být v souladu s uznávanými tržními postupy na předmětném trhu? Odpovědi na předešlé otázky bychom hledali jen stěží. Domníváme se tedy, že uvedená výjimka by měla dopadat pouze na jednání uvedené pod písm. a). K výjimce podrobně v kapitole 16.

Dalším jednáním je šíření informací (a to jakýmkoli způsobem). Tyto musí být opět alespoň způsobilé vydávat nesprávné nebo klamavé signály týkající se instrumentů, ale pouze za předpokladu, že osoba, která tyto informace šířila, věděla nebo vědět měla, že tyto informace byly nepravdivé nebo klamavé. Šíření je zde použito v tom nejširším slova smyslu, může být činěno prostřednictvím sdělovacích prostředků, včetně internetu, nebo jakýmkoli jinými prostředky. Jako specifický druh informací jsou dále uvedeny v definici zvěsti a nepravdivé nebo klamavé zprávy¹⁴³, které, jak se však domníváme, jsou rovněž informacemi. Směrnice 2003/124 uvádí signály, jejichž výčet není úplný a které nemusí nezbytně samy o sobě být považovány za manipulaci,

¹⁴² *Market Abuse: A Draft Code of Market Conduct* [online]. červenec 2000 [cit. 2012-02-08]. Dostupné z: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp59.pdf>, „unless the principal rationale for the transaction in question would amount to what a regular user would consider to be a legitimate commercial rationale, notwithstanding the principal effect of the transaction“.

¹⁴³ K rozlišení srov. další části této práce.

nicméně slouží jako základní rámec a vodítko při posuzování konkrétních jednání jako manipulativních¹⁴⁴.

V případě jednání využívajících fiktivní prostředky nebo jakoukoli jinou formu klamání nebo lsti se jedná o následující situace: a) zda obchody, nebo pokyny k nim, předchází nebo po nich následuje šíření nepravdivých či klamavých informací týmiž osobami či osobami s nimi propojenými, b) zda jsou obchody, nebo pokyny k nim, předtím nebo potom, co tytéž osoby či osoby s nimi propojené vypracují nebo šíří analýzy či investiční doporučení, které jsou chybné či klamavé nebo zjevně ovlivněny materiálním zájmem.

12.1.2 ZPKT

Na rozdíl od Směrnice MAD, ZPKT obsahuje jednání jako pojem obecný. Jak již bylo uvedeno v 10.2.1, právní norma trpí určitými nedostatky. Jednáním zde tedy bude nutné rozumět jakoukoli činnost, která je způsobilá jakýmkoli způsobem zkreslit představu účastníků trhu o ceně (kurzu), nabídce instrumentu nebo poptávce po něm.

Neméně podstatnou je problematika dokončení konkrétního jednání ve vztahu k různým právním odvětvím v rámci právního řádu ČR. V rámci správněprávního trestání je možné postihovat pouze jednání dokonané. Jak uvádí Pelikánová¹⁴⁵, např. pokud podá zákazník manipulativní pokyn prostřednictvím obchodníka pro cenné papíry, a tento jej nerealizoval, nedopustil se manipulace, a to ani v případě, že realizaci

¹⁴⁴ V případě jednání souvisejících s nepravdivými nebo klamavými informacemi a se zajištěním ceny instrumentu se jedná zejména o následující: a) míra, v jaké obchody nebo pokyny k nim představují významný podíl denního objemu obchodů s příslušným instrumentem na dotčeném trhu, b) míra, v jaké obchody nebo pokyny k nim uskutečněné osobami s významnou kupní či prodejní pozicí ohledně instrumentu vedou k významné změně jeho ceny nebo odpovídajícího derivátu či podkladového instrumentu, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, c) zda uskutečněné obchody nevedou ke změně skutečného vlastníka instrumentu přijatého k obchodování na regulovaném trhu, d) míra, v jaké obchody nebo pokyny k nim zahrnují změny pozic během krátkého období a představují významný podíl denního objemu obchodů s příslušným instrumentem na dotčeném trhu a v jaké mohou být spojené s významnými změnami ceny instrumentu přijatého k obchodování na trhu, e) míra, v jaké se vydané obchody nebo pokyny k nim koncentrují v krátkém časovém úseku obchodního dne a v jaké vedou k takové změně ceny, která bude následně opačná, f) míra, v jaké pokyny mění nejlepší oznámené nabídkové či poptávkové ceny instrumentu přijatého k obchodování na trhu.

¹⁴⁵ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání* 7–8, Praha, Sagit 2002, s. 35.

tohoto pokynu zamýšlel a připravoval. TZ zákoník naopak vychází z koncepce trestnosti již samotného pokusu. S odkazem na § 20 TZ ve spojení s § 250 TZ, který upravuje skutkovou podstatu trestného činu manipulace, lze dojít k závěru, že příprava u této skutkové podstaty není trestná. Vzhledem k výše uvedenému příkladu by tedy byla příprava k realizaci pokynu ze strany obchodníka irelevantní. Pokud by však jednání obchodníka směřovalo bezprostředně k dokonání trestného činu manipulace, jehož by se dopustil v úmyslu tento čin spáchat, bylo by zde možné uvažovat o pokusu o trestný čin. Samozřejmě za předpokladu, že by nedošlo k jeho dokonání. V kontextu dokončování určitých jednání je nutné přísně rozlišovat mezi následky (účinky) takového jednání a naplnění jeho znaků. Distinkce mezi uvedenými je podstatná; pokud dojde k naplnění znaků manipulace, je z hlediska odpovědnosti irelevantní, zda nastaly jakékoli účinky takového jednání. Zůstaneme-li u původního příkladu, tak v případě uskutečnění obchodu obchodníkem, který je způsobilý manipulovat kurzem, je jednání manipulací, i když se takový obchod v kurzu instrumentu neprojeví.

Právní řád ČR dále implementuje ustanovení Směrnice 2003/124 ve vztahu k signálům, které slouží k posuzování manipulace (ve smyslu § 126 odst. 1 ZPKT) prostřednictvím Vyhlášky. Tyto signály nejsou rozděleny obdobně jako ve Směrnici 2003/124, nicméně z obsahového hlediska jsou v zásadě totožné.

12.1.3 Návrh nařízení

Úvodem ocitujeme definici manipulace tak, jak je uvedena v Návrhu nařízení, a to v anglické verzi spolu s vlastním překladem. Článek 8 Návrhu nařízení uvádí:

„Article 8

Market manipulation

1. For the purposes of this Regulation, market manipulation shall comprise the following activities:

a) entering into a transaction, placing an order to trade or any other behaviour which has the following consequences:

– it gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument or a related spot commodity contract; or

- it secures, or is likely to secure, the price of one or several financial instruments or a related spot commodity contracts at an abnormal or artificial level;*
 - b) entering into a transaction, placing an order to trade or any other behaviour affecting the price of one or several financial instruments or a related spot commodity contract, which employs a fictitious device or any other form of deception or contrivance; or*
 - c) disseminating information through the media, including the Internet, or by any other means, which has the consequences referred to in subparagraph a), where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading. When information is disseminated for the purposes of journalism, such dissemination of information shall be assessed taking into account the rules governing the freedom of the press and freedom of expression in other media, unless:
 - those persons derive, directly or indirectly, an advantage or profits from the dissemination of the information in question; or*
 - the disclosure or dissemination is made with the intention of misleading the market as to the supply of, demand for, or price of financial instruments.**
- 2. For the purposes of this Regulation, an attempt to engage in market manipulation shall comprise the following:*
- a) attempting to enter into a transaction, trying to place an order to trade or trying to engage in any other behaviour as defined in paragraph 1a) or b); or*
 - b) attempting to disseminate information as defined in paragraph 1c).“*

„Článek 8

Manipulace trhem

- 1. Pro účely Návrhu nařízení, manipulace zahrnuje následující činnosti:
 - a) uzavření obchodu, podání pokynu k obchodu nebo jakékoli jednání, které má následující účinky:**

- vydává nebo je způsobilé vydávat nepravdivé nebo klamavé signály ve vztahu k nabídce, poptávce nebo ceně finančních instrumentů či souvisejících kontraktů na fyzické dodání komodit; nebo
- zajišťuje nebo je způsobilé zajišťovat cenu jednoho nebo několika finančních instrumentů či souvisejících kontraktů na fyzické dodání komodit na nikoliv normální nebo umělé úrovni;
- b) uzavření obchodu, podání pokynu k obchodu nebo jakékoli jednání ovlivňující cenu jednoho nebo několika finančních instrumentů či souvisejících kontraktů na fyzické dodání komodit využívající fiktivní prostředky nebo jakoukoli jinou formu klamání nebo lsti; nebo
- c) šíření informací prostřednictvím sdělovacích prostředků, včetně internetu, nebo jakýmkoli jinými prostředky, které má důsledky uvedené pod písmenem a), za předpokladu, že osoba, která tyto informace šířila, věděla nebo vědět měla, že tyto informace byly nepravdivé nebo klamavé. Šíření informace novinářem při výkonu novinářské profese musí být posuzováno v souladu s pravidly upravujícími svobodu tisku a svobodu vyjádření v jiných sdělovacích prostředcích, ledaže:
 - tato osoba v souvislosti s rozšiřováním informací získá přímo nebo nepřímou jakoukoli výhodu či zisk; nebo
 - zveřejnění nebo šíření je činěno s úmyslem uvést trh v omyl, a to ve vztahu k nabídce, poptávce nebo ceně finančních instrumentů.

2. Pro účely Návrhu nařízení zahrnuje pokus manipulace následující činnosti:

- a) pokus o uzavření obchodu, podání pokynu k obchodu nebo jakékoli jednání, jak je uvedeno v článku 1a) nebo b); nebo
- b) pokus o šíření informací, jak je uvedeno v článku 1c).“

Návrh nařízení dále obsahuje demonstrativní výčet konkrétních projevů manipulativních jednání. Pro účely dalšího rozboru je dále zásadní ustanovení článku 10 Návrhu nařízení, který uvádí následující:

„Article 10

Prohibition of market manipulation

A person shall not engage in market manipulation or attempt to engage in market manipulation.“

„Článek 10

Zákaz manipulace trhem

Jakákoli osoba se nesmí zapojit do manipulace trhem nebo se pokusit o zapojení do manipulace trhem.“

Návrh nařízení je co do rozsahu jednání (činností) širší než Směrnice MAD. Za prvé se jedná shodně jako ve Směrnici MAD o obchody nebo pokyny k obchodování, jinými slovy jednání spočívající v uzavření obchodu nebo umístění pokynu. Návrh nařízení k tomuto nově oproti Směrnici MAD dodává „*nebo jakékoli jednání*“, s dále v definici uvedenými následky. Návrh nařízení se tedy již neomezuje pouze na jednání ve vztahu k pokynům a obchodům, ale postihuje jakékoli jednání. Jednání je zde pojmem obecným a není z pohledu právní konstrukce normy nutné uvádět „*uzavření obchodu, podání pokynu k obchodu*“. To je již obsaženo v pojmu obecném. Úprava v Návrhu nařízení je tedy z tohoto pohledu shodná s úpravou provedenou v ZPKT. Následek je koncipován shodně: jako přinejmenším způsoblost vydávat deformující signály ve vztahu k nabídce, poptávce nebo ceně specifikovaných instrumentů. O vypuštění výjimky vztahující se k uznávaným tržním postupům bude pojednáno v kapitole této výjimce se věnující.

Stejně tak jako ve Směrnici MAD je pod manipulaci (a obdobně s rozšířením na jakékoli jednání) zahrnuto ovlivnění ceny instrumentů, ke kterému bylo využito fiktivních prostředků, nebo jakékoli jiné formy klamání nebo lsti. Text Návrhu nařízení ve vztahu k informační manipulaci byl ve svém základu převzat ze Směrnice MAD. V textu se však objevují zdánlivě jemné formulační odlišnosti, které však, jak se domníváme, mohou mít významný vliv na interpretaci. Jedná se zejména o spojení „*pravidla upravujícími svobodu tisku a svobodu vyjádření v jiných sdělovacích prostředcích*“. O tomto bude blíže pojednáno v kapitole 16.6, věnující se novinářské licenci ve vztahu k manipulaci. Ve stejné kapitole bude rovněž proveden detailnější rozbor subjektivního prvku (úmyslu) aplikovatelného k této výjimce z manipulace.

V neposlední řadě Návrh nařízení při rozšiřování informací neuvádí, že tyto musí mít za následek výhradně nepravdivé nebo klamavé signály ve vztahu k instrumentům, ale co do následků odkazuje na celé písm. a), a tedy rovněž na následek spočívající v zajištění (způsobilosti) ceny specifikovaných instrumentů na nikoliv normální nebo umělé úrovni. Toto je další rozšíření oproti Směrnici MAD. Zajímavé je rovněž uvedení pojmu „rozšíření“ v základní definici, přičemž v části věnující se novinářské výjimce je uvedeno vedle rozšíření rovněž „uveřejnění“.

Za nejvýznamnější však považujeme posun ve vnímání pokusu o manipulaci. Jak uvádí čl. 10 Návrhu nařízení, žádná osoba se nesmí zapojit do manipulace trhem nebo se pokusit o zapojení do manipulace trhem. Tímto se zásadním způsobem rozšiřuje rozsah reprobase určitých jednání jako manipulativních. Úvodem je třeba poukázat na poněkud kruhovitou definici, kdy Návrh nařízení uvádí, že pokusem o manipulaci je pokus o uzavření obchodu, podání pokynu k obchodu nebo jakékoli jednání či pokus o šíření informací. Pokus by bylo vhodnější spíše vymezit konkrétními znaky určitého jednání tak, aby nebylo pochyb nejen o tom, co je pod tímto pojmem myšleno, ale aby bylo rovněž zřejmé, dle čeho bude takové jednání posuzováno.

Domníváme se, že koncepce, která staví na objektivním konceptu, a tedy na postihování nedokonaného jednání bez zavinění delikventa, je neadekvátní. Jako elementární znaky pokusu manipulace spatřujeme a) úmysl manipulovat a b) bezprostřední směřování k dokonání deliktu manipulace. Ve vztahu k bezprostřednosti by měly být vždy zkoumány souvislosti časové, místní a spojitosti jednotlivých znaků manipulativního jednání. Co se týče úmyslu, v jeho obsahu není rozdíl mezi pokusem a dokonaným deliktem. Jedná-li určitá osoba s úmyslem manipulovat, není rozhodující, že, ať už z jakéhokoli důvodu, k dokonání nedošlo. Vnitřní stav (potenciálního) delikventa zde již je sám o sobě škodlivý, a to, že nenastane účinek (následek), není relevantní. Naopak v rovině objektivní odpovědnosti je uvedené zcela zřetelně nepřiměřené; nejenže škodlivý účinek (následek) nenastal, ale (potenciální) delikvent ani neměl v úmyslu svým jednáním takový účinek (následek) vyvolat.

Důvodová zpráva (*explanatory memorandum*) k tomu v bodě 3.4.1.4 uvádí, že „[...] jsou situace, kdy osoba uskutečnila určité kroky, a je zde jasný důkaz o úmyslu (pozn. zvýraznil autor) manipulovat trh, ale buď nebyl vydán pokyn, nebo se obchod

*neuskutečnil*¹⁴⁶. Z uvedeného se tedy zdá vyplývá, že autoři při zakotvení pokusu do Návrhu nařízení počítali pouze s jednáním, které je úmyslné, nicméně text tomuto přístupu neodpovídá. Srov. např. specifickou textaci u novinářské výjimky v čl. 8 odst. 1, písm. c), druhá odrážka: „[...] *s úmyslem uvést trh v omyl, a to ve vztahu k nabídce, poptávce nebo ceně finančních instrumentů*“. Právní úprava zákazu manipulace v USA, která je jako jeden ze vzorů rovněž zmiňována, obsahuje postihování pokusů a to je též v praxi uplatňováno, nicméně na subjektivním principu. Dle veřejných konzultací¹⁴⁷ se k zavedení postihu ve vztahu k pokusu o manipulaci stavěla většina respondentů kladně. Zejména byl zmiňován pozitivní prevenční (odstrašující) vliv, stejně tak jako zlepšení postavení příslušných orgánů při dokazování.

Uvedená úprava, jak se domníváme, může být v rozporu s právním řádem ČR. Správněprávní trestání zásadně neumožňuje postihovat pokus o správní delikty. Přestupkem je zásadně jen dokonáný čin. Výjimkou je pouze § 50 odst. 1, písm. a) znějící: „*Přestupku se dopustí ten, kdo úmyslně způsobí škodu na cizím majetku krádeží, zpronevěrou, podvodem nebo zničením či poškozením věci z takového majetku, nebo se o takové jednání pokusí*“. V rovině trestního práva je možné pokus kvalifikovat pouze u úmyslných trestných činů. Bude zajímavé v tomto kontextu sledovat další vývoj nejen právní úpravy EU, ale zejména ČR, včetně souvisejících odborných diskusí.

12.2 Manipulující subjekt – delikvent

Delikventa manipulace je třeba chápat v tom nejširším smyslu slova. Tímto může být jakákoli osoba – není zde rozhodující, zdali se účastní jakýchkoli aktivit na trhu přímo, nepřímo, či se jich neúčastní vůbec¹⁴⁸. Okruh těchto osob není pojmově vymezen. Delikventem může být jak právnická, tak fyzická osoba.

12.2.1 Směrnice MAD

Dle čl. 10 Směrnice MAD každý členský stát uplatňuje zákazy a povinnosti stanovené v této směrnici na:

¹⁴⁶ *However, there are situations where a person takes steps and there is clear evidence of an intention to manipulate the market but either an order is not placed, or a transaction is not executed*“.

¹⁴⁷ *Consultation on the review of the market abuse directive* [online]. 2010 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/mad_en.htm

¹⁴⁸ Srov. např. případ *NEI Webworld, Inc.* Uvedený v kapitole 1.

- a) jednání provedené na vlastním území, které se týká instrumentů přijatých k obchodování (o jejichž přijetí bylo požádáno) na regulovaném trhu umístěném nebo působícím na jeho území (dále jen pro účely tohoto článku „*Dotčené instrumenty*“);
- b) jednání provedené na cizím území, které se týká Dotčených instrumentů; a
- c) jednání provedené na vlastním území, které se týká instrumentů přijatých k obchodování (o jejichž přijetí bylo požádáno) na regulovaném trhu v (jiném) členském státě.

12.2.2 ZPKT

Dle ZPKT (v návaznosti na Směrnici MAD) je irelevantní státní příslušnost delikventa i stát, na jehož území se manipulace uskutečňuje. ZPKT tak reprobuje každé manipulativní jednání uskutečněné státním příslušníkem ČR či jiného státu:

- a) na území ČR, přičemž není rozhodující, kde došlo k projevům takového jednání; a
- b) mimo území ČR, kdy došlo k projevům takového jednání na Dotčených instrumentech;

Z pohledu trestního práva však neplatí výše uvedené ve vztahu k právníkům a fyzickým osobám absolutně. Dle TZ může být pachatelem trestného činu manipulace, stejně jako u ostatních trestných činů, pouze a jedině fyzická osoba. Pachatelem tak může být například fyzická osoba působící u obchodníka s cennými papíry nebo emitenta, nikoli však emitent či obchodník s cennými papíry sám. Přestože byl dne 27. října 2011 přijat zákon č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim, který je účinný od 1. ledna 2012, trestný čin manipulace ve výčtu § 7, který stanoví trestné činy právnických osob, chybí. Důvodová zpráva k tomuto uvádí, že „[...] je uveden taxativní výčet všech zločinů nebo přečinů, u nichž přichází trestní odpovědnost právnických osob v úvahu, přičemž okruh trestných činů je striktně omezen na ty z nich, u nichž zavedení deliktů odpovědnosti požadují mezinárodní smlouvy a právní předpisy ES/EU, tedy závazné právní dokumenty. Tento katalog trestných činů byl rozšířen o daňové trestné činy [...]“. Je otázkou, proč byl zvolen přístup omezující se na trestné činy, jejichž zavedení je vázáno na mezinárodní smlouvy a právní předpisy

EU, resp. proč nebyl katalog trestných činů o tento¹⁴⁹ doplněn obdobně jako v případě daňových trestných činů, a to zejména v kontextu Směrnice MAD 2 a jejích čl. 7 a 8. Tyto články požadují po členských státech EU zavedení trestní odpovědnosti právnických osob a odpovídajících sankcí v případě manipulace.

12.2.3 Návrh nařízení

Koncept v Návrhu nařízení se neodlišuje od Směrnice MAD. Manipulace se může zásadně dopustit jakákoli fyzická či právnická osoba (z pohledu správněprávní odpovědnosti). Významné rozšíření však Návrh nařízení, resp. směrnice MAD 2, zavede v oblasti trestněprávní odpovědnosti. Jak již bylo uvedeno výše, čl. 7 a 8 Návrhu směrnice požadují po členských státech EU zavedení trestní odpovědnosti právnických osob a odpovídajících sankcí v případě manipulace. V tomto směru bude tedy nutná úprava trestních předpisů tak, aby mohly být požadavky EU implementovány. Blíže viz kapitola 17.4.

12.3 Ohrožovací povaha – způsobilost

Manipulace je tzv. ohrožovacím deliktem. Jinými slovy, je nežádoucí již mírou svého škodlivého potenciálu. Manipulace se tedy nedopustí pouze osoba, která deformuje představy účastníků trhu o hodnotě, nabídce nebo poptávce instrumentu či přímo deformuje kurz, ale i taková osoba, jejíž jednání je způsobilé mít takové následky. Pro posouzení určitého jednání jako manipulativního je tedy irelevantní, zda nastaly jakékoli účinky takového jednání. Samotnou potencialitou škodlivého následku – ohrožením – je delikt manipulace dokonán a dojde k naplnění skutkové podstaty protiprávního jednání. Podmínkou tedy je, že škodlivý následek objektivně hrozí. Uvedené tak vyjadřuje rovněž preventivní funkci úpravy zákazu manipulace a souvisejícího postihu. Manipulativní chování musí být vždy posuzováno s ohledem na charakter dotčeného trhu, kdy stejné jednání může být posuzováno rozdílně, a tedy na jednom trhu kvalifikováno jako manipulace, kdežto na druhém jako obvyklá obchodní

¹⁴⁹ Chybí rovněž doplnění o další trestné činy, zejména systematicky zařazené do hlavy VI – trestné činy hospodářské, díl třetí, trestné činy proti závazným pravidlům tržní ekonomiky a oběhu zboží ve styku s cizinou.

praxe. Jak uvádí Pelikánová¹⁵⁰, patrný je uvedený rozdíl např. v porovnání burzovního akciového trhu a OTC trhu dluhopisů. Volatilnější akciový trh je založen na rychlém a všeobecném šíření kurzotvorných informací. OTC dluhopisový trh v zásadě funguje na bázi bilaterálních obchodů, což vede k pomalejšímu šíření kurzotvorných informací. Ke klasifikaci určitého jednání jako způsobilého manipulace nám mohou pomoci (pozitivní) odpovědi na následující otázky. Je uvedené jednání v rozporu s obvyklými poměry na dotčeném trhu? Liší se dosavadní obchodování s dotčeným instrumentem na tomto trhu od předmětného jednání? Je chování stávajících účastníků trhu v rozporu s tímto jednáním? Pokud jsou odpovědi na předchozí otázky, resp. alespoň na jednu z nich, pozitivní, lze se domnívat, že takové jednání bude způsobilé vyvolávat škodlivé následky. Samozřejmě je však nutné posuzovat jednání jako komplexní celek a nikoli usuzovat na jeho manipulativnost pouze z odpovědi na předchozí otázky. Ty jsou tedy spíše jen vodítkem ke komplexnímu posouzení.

12.3.1 Směrnice MAD

Způsobilost musí být vždy posuzována *ex ante*. Otázka, zda bylo určité jednání manipulativní, by tedy měla být zodpovězena na základě informací, událostí a dalších skutečností existujících v době tohoto jednání, což však nebrání *ex post* verifikaci závěrů učiněných *ex ante*. Zde je však nutné upozornit na nepřipustné ztotožnění časové souslednosti jevů a příčinné vazby (tzv. *post hoc klamu* znamenajícího, že jev probíhající dříve je příčinnou následně probíhajícího jevu). Samotná deformace (zkreslení) nám neříká nic o tom, že jednání, které tomuto předcházelo, bylo škodlivé. Jinými slovy, že deformace je důsledkem takového jednání. Stejně tak absence deformace automaticky neimplikuje, že jednání nebylo *ex ante* takové deformace způsobilé.

Podívejme se blíže na Rozsudek ve věci Spector (přestože se vztahuje k *insider tradingu*, je níže uvedené ilustrativní a aplikovatelné i na poli manipulace). Společnost Spector v rámci politiky odměňování nabízí svým zaměstnancům plán akciových opcí. Aby dostala svým závazkům v případě uplatnění těchto opcí, od 28. května 2003 do 30. srpna 2003 nakoupila celkem 27 773 akcií tak, že nejprve byly provedeny čtyři po sobě

¹⁵⁰ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání* 7–8, Praha, Sagit, 2002, s. 36.

následující transakce. Každá z těchto transakcí čítala 2 000 akcií. Poté umístil Chris Van Raemdonck dne 11. a 13. srpna 2003 na trh dva pokyny, jejichž prostřednictvím společnost Spector nabyla 19 773 akcií za průměrnou cenu ve výši 9,97 euro, přičemž cena při uplatnění opce činila 10,45 euro. Následně, 21. srpna 2003, společnost Spector uveřejnila oznámení¹⁵¹, že její dceřiná společnost Filmobel N.V. podepsala dohodu o záměru (*letter of intent*) koupě společnosti Positif photoGroup, která byla v dané době významným konkurentem společnosti Spector. Dále pak, 11. září 2003, společnost Spector uveřejnila výsledky¹⁵² hospodaření za první pololetí roku 2003. Cena akcií společnosti Spector se zvyšovala, přičemž dne 31. prosince 2003 dosahovala 12,50 euro.

Otázkou zde je, zda informace uveřejněné 21. srpna 2003 (dohoda o záměru koupě společnosti Positif photoGroup) a 11. září 2003 (výsledky hospodaření za první pololetí roku 2003) byly informace významně ovlivňující kurz (vnitřní informací je pouze informace přesná a kurzotvorná). Rozsudek bez dalších souvislostí uvádí: „Následně Spector uveřejnila některé informace týkající se jejích výsledků a její obchodní politiky. Cena akcií této společnosti se tak zvýšila. Dne 31. prosince 2003 dosahovala 12,50 eur.“¹⁵³. Kurzotvornou (znak vnitřní informace pro účely *insider tradingu*) je informace, která, kdyby byla uveřejněna, by pravděpodobně měla významný dopad na ceny instrumentů nebo na ceny odvozených instrumentů. Rozumný (průměrný) investor by ji pravděpodobně vzal v úvahu jako součást základu pro svá investiční rozhodnutí. Rozumní investoři činí svá rozhodnutí na základě informací, které mají *ex ante*¹⁵⁴ (obdobně odst. 11 a 12 úvodních ustanovení Návrhu nařízení). Otázka, zda by mohl rozumný investor vzít při investičním rozhodnutí v úvahu konkrétní informaci, by měla být tedy vždy hodnocena na základě informací

¹⁵¹ *Spector reinforces its Belgian purchasing organisation* [online]. 21. srpna 2003 [cit. 2012-02-24]. Dostupné z: <http://www.euronext.com/fic/000/011/215/112154.pdf>

¹⁵² *Positive results in first half of 2003* [online]. 11. září 2003 [cit. 2012-02-24]. Dostupné z: http://www.spectorphotogroup.com/Portals/0/files%20website/persberichten/Pers%202003/193_11092003_Spector_half_yea.pdf

¹⁵³ Stanovisko generální advokátky odkazující se na zprávu auditora uvádí: „Po uveřejnění velikosti obrátu cena skutečně stoupla o 8 %.“

¹⁵⁴ Takové hodnocení musí posoudit předpokládaný dopad informací, zejména s ohledem na souhrn souvisejících činností dotyčného emitenta, spolehlivost zdroje informací a jiné tržní proměnné, které mohou za daných okolností finanční nástroj (jeho kurz) ovlivnit.

dostupných *ex ante* (což však nebrání využití *ex post* informací k verifikaci předpokladu na informace *ex ante*). Z Rozsudku ve věci Spectorse však lze domnívat, že při posouzení nebyl uvedený postup aplikován, ale na kurzotvornost bylo usouzeno pouze z pohybů kurzu, které však navíc nebyly zmíněny ve vztahu k příslušným datům a nebyly také brány v úvahu další faktory a skutečnosti pro takové posouzení relevantní. Kurz akcií společnosti Spector se zvýšil až po uveřejnění výsledků hospodaření za první pololetí roku 2003 (nikoliv po uveřejnění dohody o záměru koupě společnosti Positif photoGroup). Dále je třeba uvést, že pro posouzení pohybu kurzů nelze uvádět kurz ze dne 31. prosince 2003 (12,50 euro), na jehož výši mělo vliv několik dalších událostí a skutečností, které nemohly být k 13. srpnu 2003 známy¹⁵⁵.

12.3.2 ZPKT

Jak již bylo zmíněno výše v této práci, formulace zákona používá nepříliš určitý právní pojem. Domníváme se, že by bylo vhodnější použít termínu „je způsobilé“ namísto „může“ ve vztahu k potencialitě jednání jako škodlivého. Pojem „může“ je velmi obecný, přičemž neobsahuje kvalitativní rozměr, a významově spíše vyjadřuje skutečnost, kdy při absenci obecného zákazu může být něco konáno. Je tedy obecným vyjádřením potenciality, není-li na druhé straně zákaz. V kontextu manipulace však spíše „hledáme“ pojem, který vyjádří kvalitu určitého jednání, tj. jeho způsobilost vyvolat určité následky podloženou jeho jednotlivými znaky. Stejně tak by měly být v rámci jednotlivých právních odvětví používány pojmy shodné, mají-li vyjadřovat shodné věci – srov. generální klauzuli nekalé soutěže (§ 44 ObZ).

Potencialita, že škodlivé následky nastanou, musí být tedy reálná, nikoli spekulativní či vysoce nepravděpodobná. Pokud by bylo určité jednání postihováno jen na základě vysoce hypotetické možnosti, šlo by o málo důvodné omezení svobody. Způsobilost manipulovat není samozřejmě totéž co samotná existence manipulace. Není

¹⁵⁵ Jednalo se například o (i) uveřejnění výsledků hospodaření za třetí čtvrtletí roku 2003 (ty byly nad očekáváním trhu a významně překonaly výsledky hospodaření za první pololetí, když se konsolidovaný výsledek zvýšil z 1,6 milionů euro ke konci pololetí na 11,26 milionů ke konci třetího čtvrtletí) dne 4. listopadu 2003, (ii) dne 20. listopadu oznámená akvizice společnosti Omninet, francouzského provozovatele internetových fotografických alb a (iii) uveřejnění informace o tom, že společnost Telenet vybrala společnost Spector, respektive společnost Maxicolor ze skupiny Spector, jako partnera pro dodávky digitální fotografie ze dne 18. prosince 2003.

proto nezbytné dokazovat vznik škodlivých následků, aby určité jednání mohlo být kvalifikováno jako manipulativní. Postačí důkaz, že takové jednání je obecně způsobilé manipulovat. Takový důkaz se však bude opírat o kritéria subjektivnější než v případě dokazování, že k manipulaci skutečně došlo.

12.3.3 Návrh nařízení

Rovněž u způsobilosti je Návrh nařízení v jistém ohledu rozšiřující oproti Směrnici MAD. U ceny instrumentů již nepožaduje její zajištění na nikoliv normální nebo umělé úrovni, ale uvádí, že dostačující je v tomto směru rovněž způsobilost takový následek mít. Toto může mít rovněž podstatný vliv na informační manipulaci, která, jak jsme uvedli výše, odkazuje nově i na toto ustanovení. Manipulací bude tedy i „informační jednání“, které je způsobilé zajišťovat cenu instrumentů na nikoliv normální nebo umělé úrovni.

12.4 Deformace – zkreslení

Tento znak (který je nutno vykládat v těsném spojení zejména se způsobilostí) manipulace v obecném slova smyslu požaduje jako podmínku jakékoli vychýlení představ účastníků trhu o skutečné nabídce, poptávce či kurzu instrumentu, resp. kurzu samotného. Jak zkreslení (ZPKT), tak ovlivnění (TZ) či nepravdivé a klamavé signály (Směrnice MAD) je třeba považovat za obecné pojmy, tzn., že je pro naplnění tohoto znaku dostačující obecná způsobilost informace nebo jednání změnit chápání ohledně stávajícího kurzu (ceny) instrumentu. Nutné je posuzování na základě analýz provedených z pohledu průměrného účastníka. Jistě se nelze domnívat, že by bylo možné uvedené aplikovat v rámci jednotlivých účastníků trhu, kteří mají rozličnou míru znalostí a zkušeností. To by vedlo vždy buď k přílišné toleranci (hledisko profesionálního investora), nebo přehnané restrikcí (hledisko zcela nezkušeného investora bez znalostí trhů a obchodování na nich).

Z negativního úhlu pohledu tedy nebude možné za manipulativní jednání považovat jednání, které deformuje (modifikuje) představy účastníků trhu či kurz, nicméně tak činí v souladu s „objektivní realitou“. Zde však vyvstávají zásadní otázky, jak jsme tyto uvedli již v kapitole 11. Co je „správnou“ cenou instrumentu? Jaká je nabídka instrumentu? Jaká je poptávka po instrumentu? Nabídka a poptávka určitého instrumentu je další problematickou otázkou, a to zejména v kontextu nelikvidních trhů,

resp. instrumentů. Deformace tedy nebude nikdy posuzována v kontradikci pohledu objektivního a subjektivního, ale bude vždy „soupeřením“ dvou pohledů subjektivního nahlížení. Vezměme si příklady zmíněné Pelikánovou¹⁵⁶.

Jde o uskutečnění obchodu na nedostatečně hlubokém (nelikvidním) trhu, kdy tento přirozeně vyvolá podstatnou změnu kurzu. Z pohledu objektivního přístupu k manipulaci zde však není rozhodné, zda jej účastníci uskutečnili na základě rozhodnutí bez jakýchkoli úmyslů ve vztahu ke kurzu. Ať již byl úmysl účastníků jakýkoli, uskutečnění uvedeného jednání bude shledáno jako manipulativní. Na první pohled se zdá předchozí závěr možná ukvapený, mohou nás napadat „zmírňující“ faktory pro posouzení takového jednání jako manipulativního, ve smyslu deformace, otázky obdobné, které jsme použili jako vodítko při kvalifikaci znaku způsobilosti. Tedy, ptáme se, je uvedené jednání v rozporu s obvyklými poměry na dotčeném trhu? Liší se dosavadní obchodování s dotčeným instrumentem na tomto trhu od předmětného jednání? Je chování stávajících účastníků trhu v rozporu s tímto jednáním? Jak však posoudíme poměry trhu, průběh dosavadního obchodování a další skutečnosti na zcela nelikvidním trhu?

Druhý příklad je nepoměrně ilustrativnější: uskutečnění obchodu, kdy se účastníci odchýlili od „skutečné“ (vnitřní či fundamentální hodnoty instrumentu). Ponechme nyní stranou, že, jak jsme si již uvedli výše, stanovení takové hodnoty (ceny) samo o sobě je v zásadě nemožné. Protože smluvní podmínky takového obchodu vyjadřují pravou představu účastníků o hodnotě instrumentu, logicky nás napadne, že nesprávné vyhodnocení situace nemůže zakládat manipulaci. Představa účastníků o hodnotě instrumentu tedy nemůže být pro kvalifikaci jednání jako manipulativního rozhodující. Přesto bude tedy jednání subjektu odpovídající „jeho objektivní realitě“ manipulativní¹⁵⁷. Nejen z tohoto důvodu je tedy, domníváme se, zásadní, aby manipulace byla posuzována jako delikt se subjektivním prvkem spočívajícím v zavinění a nikoli toliko jako delikt vycházející z objektivní koncepce.

¹⁵⁶ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání* 7–8, Praha, Sagit, 2002, s. 37.

¹⁵⁷ Srov. naproti tomu KCP 20/2001 a KCP 17/2000, kde se však zdá, že KCP tento výklad nefavorizuje

12.4.1 Směrnice MAD a Návrh nařízení

Směrnice MAD hovoří o transakcích nebo pokynech, resp. šíření informací, které vysílají nebo mohou vyslat nepravdivé nebo klamavé signály ohledně nabídky, poptávky či ceny instrumentu. Úprava provedená v této směrnici tedy dopadá na jakékoli jednání, které ve svém důsledku vysílá nepravdivé či klamavé signály. Znak deformace je zde výrazně oslaben, dalo by se říci, že dokonce absentuje zcela. Pro posouzení tak nebude rozhodující míra klamavosti, kterou je třeba obvykle posuzovat v kontextu „síly“, jež ovlivňuje, a tedy deformuje představy, resp. přímo kurz. Jednání bude škodlivé vždy, i když klamavost nedosáhnou vůbec takové intenzity, že by jakýmkoli způsobem mohly mít vliv na představy účastníků trhu či kurz instrumentu. Koncept zkreslení nedoznal v Návrhu nařízení revize, a bude ho tedy nutné nahlížet obdobně jako ve Směrnici MAD.

12.4.2 ZPKT

Jak již bylo uvedeno výše, deformaci je třeba považovat za obecný pojem, mající však ve vztahu k manipulaci výrazně subjektivní charakter. Manipulace je v ZPKT definována obecným pojmem jednání, který zahrnuje zejména jednání spočívající v aktivním obchodování, tj. uskutečnění obchodu či pokynu k němu, a dále pak jednání spočívající v rozšiřování informací. Vezmeme-li jako příklad informace, tak za nepravdivé jsou považovány ty, jejichž obsah vůbec neodpovídá skutečnému stavu, o němž je podávána informace. Za deformované jsou potom považovány ty, jejichž obsah mylně nebo neúplně interpretuje skutečný stav, o němž je podávána informace. Zde se nám již tedy odkrývají obrysy jistého zúžení oproti úpravě, kterou nalézáme ve Směrnici MAD, jež uvádí, že se jedná o obchody (pokyny k nim) či informace, které vysílají nebo mohou vyslat nepravdivé nebo klamavé signály. ZPKT však nepostihuje jakékoli jednání, které vysílá nebo může vyslat nepravdivé nebo klamavé signály, ale jednání, které může deformovat představy účastníků trhu či přímo kurz instrumentu. Domníváme se, že vysílání klamavých či nepravdivých signálů z určitého jednání buď plyne, či nikoliv, a to automaticky. Rozšiřuji-li zprávu X o skutečnosti Y, která však není pravdivá, tak tímto automaticky vysílám signály nepravdivé. ZPKT však takové jednání postihuje až v okamžiku, kdy by taková zpráva mohla deformovat představy

účastníků trhu či přímo kurz instrumentu. Neplatí zde rovnice mezi zprávou klamavou a deformací kurzu.

Úřední sdělení ČNB¹⁵⁸ uvádí, že „*manipulace s trhem má nižší práh pro zkreslení kurzu finančního nástroje než vnitřní informace. Zatímco u vnitřní informace je zapotřebí významného ovlivnění kurzu, ceny nebo výnosu, u manipulace s trhem postačí prosté zkreslení kurzu finančního nástroje*“. Ponechme stranou strukturální stavbu předchozích tvrzení a předpokládejme, že ČNB měla na mysli, že stejná „kvalita“ informací může být pro posouzení manipulace deformující ve vztahu ke kurzu instrumentu, nicméně již nemusí dosahovat takové intenzity, aby naplnila skutkovou podstatu *insider tradingu*. Zákonodárcem byl u manipulace zvolen termín „zkreslení“ a u *insider tradingu* pojem „ovlivnění“. Výše uvedené Úřední sdělení ČNB je navíc významně zužující, kdy pomíjí podstatné rozlišení mezi manipulací a *insider tradingem*. Manipulace se nevztahuje pouze na přímé zkreslení kurzu instrumentu, ale rovněž na jednání, které deformuje představy účastníků trhu ve vztahu k instrumentu. Manipulace v obecné rovině rovněž vedle informační manipulace postihuje manipulaci obchodní, tj. uskutečnění obchodů či pokynů k těmto (jsou-li manipulativní). ČNB interpretuje rozdíl tak, že pro manipulaci postačí „prosté zkreslení“, tj. pro její označení jednání jako manipulace deformující kurz postačí, když je informace s ohledem na konkrétní okolnosti a tržní poměry obecně způsobilá ovlivnit kurz.

Pokud jde o definici a uveřejňování vnitřních informací a definici manipulace s trhem, ustanovení čl. 1 Směrnice 2003/124, kterou se provádí Směrnice MAD, podává upřesnění, co je třeba chápat pod pojmem „významného ovlivnění“. Takovou vlastnost má informace, kterou by rozumný účastník pravděpodobně vzal v úvahu jako podklad pro svá investiční rozhodnutí¹⁵⁹. Klasifikace průměrného investora by měla vycházet z průměru profesionálních a neprofesionálních účastníků, přičemž se nepředpokládají

¹⁵⁸ Úřední sdělení ČNB o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci [online]. 27. ledna 2012 [cit. 2012-02-13]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/novinky/index.html, s. 19.

¹⁵⁹ Obsahově shodně vymezuje Vyhláška: vnitřní informace je taková informace, která by mohla poté, co se stane veřejně známou, významně ovlivnit kurz, jinou cenu nebo výnos finančního nástroje nebo odvozeného nástroje, tedy taková informace, o které lze předpokládat, že by ji rozumný investor vzal v úvahu při investičním rozhodování. Dílčí upřesnění lze nalézt rovněž v rozsudku Soudního dvora Evropské unie ve věci *Ipourgos Ikonimikon, Proistamenos DOI Amfissas vs. Charilaos Georgakis* (C-391/04), dostupného na http://curia.europa.eu/jcms/jcms/j_6/ (tento se vztahuje k výkladu Směrnice 89/592).

jeho hlubší odborné znalosti; jedná se o účastníka, který zvažuje a hodnotí veškeré informace, které má k dispozici při rozhodování o uskutečnění investice¹⁶⁰. Test průměrného účastníka by měl pomoci při určování druhu informací, které je třeba vzít v úvahu pro účely významného ovlivnění kurzu nebo výnosu instrumentu. V této souvislosti je třeba poznamenat, že čl. 17.2 Směrnice MAD stanoví, že prováděcí opatření nemohou změnit podstatu ustanovení Směrnice MAD. Je rovněž zřejmé i bez nutnosti hlubšího rozboru, že pevně stanovené hranice pohybů kurzů nebo kvantitativní kritéria nejsou vhodným prostředkem k určení významného ovlivnění kurzu¹⁶¹. Při určení významnosti ovlivnění kurzu je tak možné vzít v úvahu zejména následující faktory: (i) předpokládanou velikost dopadu ve spojitosti se souhrnem jednotlivých činností společnosti a jejich dopadem, tzn. význam jednotlivosti v poměru k celku; (ii) relevantnost informace ve vztahu ke kurzotvornému potenciálu, tj. zda je uvedená informace brána účastníky na zřetel při utváření investičních rozhodnutí ve vztahu k finančnímu nástroji, (iii) spolehlivost zdroje a (iv) tržní proměnné, které ovlivňují cenu instrumentu (např. likvidita, objem transakcí, nabídka, poptávka, atd.). Mezi indikátory pro kvalifikaci informace jako informace mající významný kurzotvorný potenciál by měly být zahrnuty rovněž (kladné) odpovědi na následující otázky: a) jedná se o stejný typ informace, která v minulosti měla významný kurzotvorný potenciál?, b) zmiňují zprávy analytiků takový typ informace jako kurzotvornou informaci?, a c) považoval samotný emitent takový typ informace v minulosti za vnitřní informaci? Je však třeba brát zřetel na skutečnost, že výše uvedené je pouze ilustrativní výčet sloužící jako návod k takovému posouzení, přičemž je třeba vždy zohlednit skutečnost, že zhodnocení každé informace se u jednotlivých emitentů liší. V úvahu musí být brána

¹⁶⁰ Blíže např. MOLONEY, Niamh: *EC securities regulation*. New York, Oxford University Press 2008, s. 957; Úřední sdělení ČNB; rozhodnutí KCP/3/2003 či, z pohledu regulace, GB; *The Code of Market Conduct* [online]. 1. ledna 2012 [cit. 2012-02-24]. Dostupné z: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR/1>

¹⁶¹ Přílehlavé příklady uvádí například ESMA: (i) stálost tzv. "blue chips" akcií je obvykle poměrně vyšší než akcií menších, méně likvidních společností, (ii) velké nárůsty hodnot akcií společností s vysokou tržní kapitalizací v rámci jednoho obchodního dne se vyskytují spíše zřídka, což však neznamená, že malé pohyby nemohou být hodnoceny jako významné (s uvedeným lze však s ohledem na nynější situaci na finančních trzích rovněž polemizovat). ESMA ([online]. 1. ledna 2012 [cit. 2011-006-24] Dostupné z http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf

zejména velikost emitenta, předchozí vývoj společnosti (podniku) emitenta a vývoj na trzích obecně, včetně vývoje v segmentech trhů, kde emitent působí¹⁶².

K deformaci kurzu obdobná ustanovení, která by nám s výkladem tohoto pojmu pomohla, nenacházíme. V Úředním sdělení ČNB je uváděno, že „*při posuzování, zdali došlo k manipulaci s trhem, ČNB vychází z ex post analýzy, činěné z pohledu rozumného investora, [...]*“. Tímto tedy analogicky odkazuje na hodnocení z pohledu *insider tradingu*, a vzhledem k tomu, že nepodává bližší podrobnosti k tomu, jako bude uvedené posuzovat, bude nutné vyčkat v tomto směru aplikační praxe. Rozhodnutí by však měla být významně determinována výše uvedenými faktory a indikátory. Lze uzavřít, že významově by nemělo být mezi „ovlivněním“ a „zkreslením“ podstatných rozdílů. Ostatně jak sama ČNB na stejném místě uvádí, „*není možné předem přesně vymezit, jak velký pohyb kurzu či jiné ceny v procentech je pohybem významným – záleží na volatilitě kurzu či jiné ceny instrumentu, trendu na trhu a dalších okolnostech*“.

Odhlédneme-li k trestnímu právu, tak vzhledem k tomu, že v rámci skutkové podstaty trestného činu uvedené v TZ se jedná o subjektivní stránku trestného činu, není zde posuzování „výsledků“ relevantní, ale jedná se o vnitřní stav pachatele (subjektu) trestného činu. Jediným rozhodným kritériem tak je, že pachatel (subjekt) trestného činu jednal s úmyslem deformovat. Zde se tedy můžeme dostat do situace, že některé jednání nebude postižitelné dle norem uvedených v ZPKT, ale může být stíháno dle TZ. Srov. předchozí výklad.

Zajímavou otázkou je rovněž (ne)postihování nesplnění „pozitivních“ informačních povinností na poli trestního práva. Vzhledem k tomu, že TZ hovoří o rozšíření nepravdivé nebo hrubě zkreslené informace, domníváme se, že není možné postihovat neposkytování informací jako takové v případě povinných informačních nebo oznamovacích povinností. Subjekt nerozšiřuje informace vůbec nebo se záměrným časovým zpožděním, což je dle ZPKT považováno rovněž za manipulaci (zpoždění může zapříčinit významné zkreslení kurzu instrumentu).

¹⁶² V podrobnostech lze odkázat například opět na (i) pod předchozí poznámkou uvedené a dále ESMA [online]. 1. ledna 2012 [cit. 2011-006-24] Dostupné z: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=5727>) a (ii) MOLONEY, Niamh: *EC securities regulation*. New York, Oxford University Press 2008, s. 957; či, z pohledu regulace GB, (iii) *The Code of Market Conduct* [online]. 1. ledna 2012 [cit. 2012-02-24]. Dostupné z: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR/1>

12.5 Manipulovaný subjekt

Klasifikace subjektu manipulace, tedy osoby, která je manipulována (klamána), je jednou z nejtěžších úloh při rozboru jednotlivých znaků (elementů) skutkové podstaty manipulace. Tímto je totiž stanoveno měřítko k posuzování konkrétních jednání. Je zřejmé, že nelze vycházet ze situace, kdy dochází k deformaci představ toho nejméně sofistikovaného účastníka trhu a tu považovat za manipulaci, stejně tak jako nelze manipulativní jednání obhajovat tím, že nedeformovalo představy účastníků vysoce sofistikovaných (profesionálních). Bude tedy nutné hledat pravidelného, lépe průměrného, účastníka (uživatele) trhu (dále budeme používat již pouze pojem „průměrný účastník“).

Za prvé je třeba si uvědomit, že průměrný účastník není reálnou osobou (ani skupinou reálných osob). Proto lze podat pouze obecné kontury standardů tohoto účastníka, resp. jeho očekávání, ale konečné posouzení bude vždy záviset na posouzení příslušných orgánů v konkrétních případech. Průměrný účastník je hypotetická, rozumně uvažující osoba, jejíž hodnotové úsudky jsou nestranné a objektivní. Uvedené je tedy podkladem naší výtky učiněné ve vztahu k definici manipulace provedené v ZPKT ve vztahu k užití plurálu, jak je uvedeno v kapitole 10.2.1.

Test průměrného účastníka požaduje objektivní zhodnocení, co lze rozumně očekávat, že by osoba udělala, nebo naopak čeho by se zdržela za skutkových okolností konkrétního případu. Samozřejmostí je posuzování v kontextu okolností, které byly v období dotčeného jednání. Přestože může být v momentě posuzování určité jednání již zjevně nepřijatelné, nic to nevypovídá o tom, zda tomu tak bylo i v době, kdy bylo takové jednání učiněno.

Průměrný účastník je rámcově obeznámen s fungováním konkrétního trhu (jeho institucionálním zakotvením a mechanismy na něm probíhajícími) a rozumí skutečnosti, že dílčí standardy jednání se liší v návaznosti na konkrétní trh. Z pohledu průměrného účastníka není vyžadováno, aby bylo určité jednání činěno s jakýmkoli zaviněním. Za určitých okolností však bude klasifikace na základě zavinění aplikovatelná. Průměrný účastník by mohl např. jen stěží kvalifikovat určité jednání jako porušující standardy (manipulativní), pokud toto bylo činěno v omylu, a osoba takového jednání se dopouštějící učinila s nezbytnou péčí vše jak pro prevenci, tak pro odhalení takových omylů. Uvedené je tedy zásadní v konceptu objektivního nahlížení na manipulaci.

Vzhledem k tomu, že průměrný účastník není reálnou osobou, nelze jeho očekávání stanovit v návaznosti na průzkum účastníků trhu, kteří aktuálně na trhu působí. Test průměrného účastníka je přísně objektivní. Nelze proto ani usuzovat, že, přestože je určité jednání činěno většinou účastníků trhu, toto je uznávané a mělo by tvořit standard. Jinými slovy, co se projevuje jako obvyklé, nemusí být ještě „správné“ a následováníhodné. Chybou by však bylo rovněž dojít k závěru, že průměrný účastník jedná v „informačním vakuu“. Bude tedy nutné hledat určitou míru, jakou je možné přičíst i těmto jednáním ve vztahu ke kvalifikaci standardů. Je zde zejména nutné mít na paměti, že právní regulace obecně má smysl pouze tehdy, pokud existuje kvantifikovatelný rozdíl mezi tím, co se v jednání běžně uplatňuje, a tím, co by se dle „obecných“ měřítek uplatňovat mělo. Pokud se však takový rozdíl stane významným, důsledkem bude přepětí a regulace přestane spolehlivě fungovat a ztratí účel¹⁶³.

Na druhou stranu však samozřejmě nelze bez dalšího postihovat jednání výrazně se odchylojící od dosavadních uznávaných jednání, což by bránilo zejména vzniku nových trhů, instrumentů, metod obchodování, které v důsledku přispívají k ekonomickému rozvoji. Určitou váhu lze rovněž přiznat jednáním, která se vyskytují na v zásadě shodných trzích při obchodování se shodnými instrumenty, avšak tyto trhy se nacházejí v jiném státě. Zde bude však nutné opět pečlivě poměřovat a vážit tak, aby nedošlo k nedůvodné preferenci dílčích jednání.

Vytváření standardů lze rozdělit na dvě fáze. V počáteční fázi je nutné, aby příslušný orgán dohledu a dozoru stanovil, co bude rozumět jednáním, které je očekávaným standardem. Druhá fáze by měla probíhat kontinuálně tak, jak se vyvíjí jednotlivé trhy a obchodované instrumenty. Cílem by zde mělo být získávání informací od účastníků trhu samotných, a to informací odpovídajících na otázku, co by mělo být tímto uznávaným jednáním z pohledu průměrného uživatele.

Jaký je vztah mezi výjimkami z manipulace (zejména *safe harbours*) a testem průměrného uživatele? Je nutné mít tyto výjimky, pokud by test průměrného uživatele efektivně fungoval? Zdá se, že v některých případech by nebylo nutné tyto výjimky

¹⁶³ Blíže k uvedenému, zejména k biologické dimenzi chování a možnostem a mezím práva při regulaci (v právu nekalé soutěže), in HAJN, Petr: *Soutěžní chování a právo proti nekalé soutěži*. Brno, Masarykova univerzita 2000, s. 14 an. a 24.

explicitně uvádět, nicméně jejich uvedení zvyšuje „komfort“ a jistotu účastníků trhu, a je tedy na místě vedle testu průměrného účastníka tyto ponechat.

Z pohledu průměrného účastníka si tedy stanovíme skutečnosti (okolnosti), které by tento subjekt, domníváme se, měl zejména brát v úvahu. Tyto skutečnosti si dále rozdělíme na absolutní (písm. a)–f) níže) a relativní (písm. g)–j) níže). Absolutními rozumíme ty, jejichž zhodnocení, resp. jeho výsledek, je třeba brát jako určující. Relativní jsou potom ty, které slouží pouze jako pomocné, k vyplnění určitých mezer, či dílčím způsobem doplňují absolutní, přičemž je nelze brát jako směrodatné pro celkové posouzení. Konkrétně se tedy jedná zejména o následující skutečnosti:

- a) charakteristika dotčeného trhu (rozdíly budou patrné např. v porovnání trhu akciového s trhem dluhopisovým);
- b) charakteristika instrumentů obchodovaných na dotčeném trhu (a to nejen z pohledu rozdílů jednotlivých druhů instrumentů, ale i v rámci jednoho druhu, např. dluhopisy státní či korporátní);
- c) charakteristika účastníků dotčeného trhu (institucionální, retailový);
- d) pravidla a předpisy (stanovené organizátorem trhu) upravující činnost dotčeného trhu;
- e) právní předpisy (stanovené státem, kde je dotčený trh umístěn) upravující činnost dotčeného trhu;
- f) převažující mechanismy, praktiky a standardy chování na trzích, které jsou obecně uznávány na trzích obdobných trhu dotčenému;
- g) převažující mechanismy, praktiky a standardy chování na dotčeném trhu;
- h) pravidla a předpisy (stanovené organizátory shodných trhů umístěných v jiných státech) upravující činnost obdobných trhů;
- i) právní předpisy (stanovené státy, kde jsou umístěny shodné trhy) upravující činnost obdobných trhů;
- j) soulad s požadavky na jednání dle jiných právních předpisů (neupravujících manipulaci). Zejména je nutné se zaměřit na jednání, která jsou výslovně těmito jinými předpisy vyžadována či povolena¹⁶⁴.

¹⁶⁴ Srov. např. Rozsudek ve věci Spector. Zodpovězení otázky, v jaké pozici Chris Van Raemdonck při zadání pokynů vystupoval, by nemuselo být rovněž bez významu. Zopakujme, že účelem nákupu vlastních akcií ze strany společnosti Spector byla realizace opčního programu pro její zaměstnance. Bez ambice na

Právní úprava v GB vychází z konceptu pravidelného uživatele (*regular user*), kterým je ve vztahu k dotčenému trhu rozumně jednající osoba, jež zde pravidelně obchoduje s instrumenty určitého druhu. Test pravidelného uživatele spočívá ve zhodnocení, zda by určité jednání ve vztahu k tomuto trhu a instrumentu pravidelný účastník očekával. Jinými slovy, zda pravidelný uživatel takové jednání považuje za narušení standardů na straně jiného uživatele, které by pravidelný účastník rozumně očekával od účastníka v jeho postavení¹⁶⁵. Přístup v GB by se tedy mohl zdát být optimální, nicméně jsme toho názoru, že mu je možné určité aspekty vytknout. Domníváme se, že kvalifikace pravidelného uživatele mj. na základě pravidelného obchodování není správná. Jako potenciálně problematické zde nevidíme pouze uvedení poněkud neurčitěho pojmu, kdy je otázkou jakou frekvenci musí mít obchody, aby je bylo možné označit za pravidelné obchodování. Jako ne zcela odpovídající výše uvedenému obecnému výkladu a požadavkům nahlížíme pravidelnost jako poměrně zužující a subjektivní prvek, který je do definice vkládán. Jak jsme již uvedli, očekávání nelze stanovit v návaznosti na průzkum účastníků trhu, kteří aktuálně na trhu působí. Tito účastníci mohou naplnit definici, tedy jednat rozumně a pravidelně obchodovat na dotčeném trhu s příslušnými instrumenty. Přesto však nelze jejich chování bez dalšího objektivizovat a užívat při konstrukci testu průměrného účastníka. V aplikační praxi si je však FSA a další orgány uvedeného vědoma a tento přístup, který by bylo možné dovozovat z gramatického výkladu, neuplatňuje. Příkladem může být skutečnost, že stávající účastníci trhu tolerují zneužívání informací k manipulaci, přičemž však pravidelný uživatel by takové jednání nekvalifikoval jako akceptovatelné¹⁶⁶.

bližší analýzu práva Belgického království lze uzavřít, že Chris Van Raemdonck působil ve společnosti Spector na pozici obdobné pozici statutárnímu orgánu. Při aplikaci na právo ČR vyvstává otázka, zda uvedené jednání (snaha pro společnost získat akcie za co nejvýhodnějších podmínek) nereflektuje požadavek výkonu funkce s péčí řádného hospodáře, a tedy plnění povinností stanovených právními předpisy (ObZ, pokud by uvedené bylo v ČR).

¹⁶⁵ „*is likely to be regarded by a regular user of that market who is aware of the behaviour as a failure on the part of the person or persons concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his or their position in relation to the market*“.

¹⁶⁶ Viz *Financial Services Authority: Code of Market Conduct* [online]. duben 2001 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps59_76.pdf, s. 12 an. „*The draft Code also recognises that, although the actual standards of conduct which prevail in a particular market at a particular time are relevant to the decision as to whether conduct meets or falls short of the standards expected by the regular*

Směrnice MAD, ZPKT ani Návrh nařízení se definicí obsahu pojmu subjektu manipulace blíže nevěnuje. Ve Směrnici MAD, resp. Návrhu nařízení, se objevují pojmy „normální a rozumný investor“, resp. pouze „rozumný investor“. Tyto jsou však uvedeny v souvislosti s *insider dealingem*, přičemž definice jejich obsahu rovněž chybí. Posouzení subjektu manipulace bude tedy záležet v posouzení příslušných orgánů jednotlivých členských států.

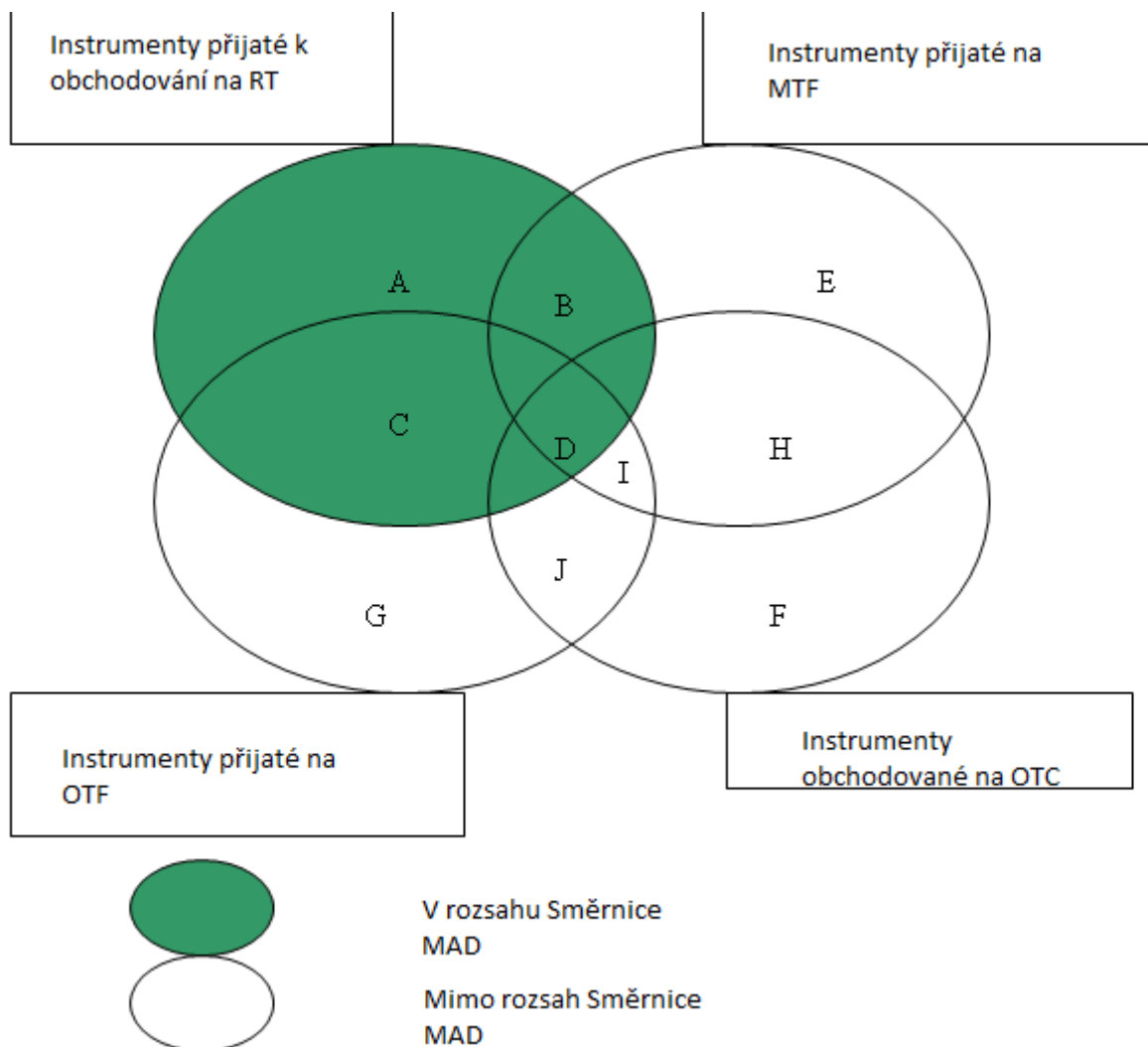
12.6 Instrument

O instrumentech jsme již obecně pojednali v předchozích částech této práce. Instrumenty v manipulaci vystupují ve dvojí roli. Za prvé je kurz instrumentu přímým objektem ochrany před manipulativními praktikami. Za druhé jsou objektem ochrany představy účastníků trhu ve vztahu k nabídce, poptávce či ceně instrumentů, tj. nemusí zde dojít k deformaci kurzu přímo, ale je dostačující, jsou-li deformovány představy účastníků, které se poté mohou promítnout přímo do kurzu instrumentu.

12.6.1 Směrnice MAD

Definice v ZPKT je zásadně shodná s definicí ve Směrnici MAD. Proto zmíníme pouze instrumenty uvedené v ZPKT a definici uvedenou v čl. 1. Směrnice MAD ponecháme bez bližšího rozboru. Jestliže je instrument přijat k obchodování na regulovaném trhu, potom každé obchodování s tímto instrumentem podléhá Směrnici MAD, bez ohledu na skutečnost, zda k takovému obchodu došlo na tomto trhu. Stejně tak jsou instrumenty ve smyslu Směrnice MAD i ty, o jejichž přijetí na regulovaný trh bylo prozatím pouze požádáno. Rozsah Směrnice MAD budeme ilustrovat na následujícím obrázku.

user, they do not define those latter standards. This is because there may be occasions when the standards, which are in fact accepted by actual users in the market, may not be deemed to be objectively acceptable by the regular user. An extreme example would be of a market in which the actual users of that market tolerated the misuse of information, whereas the objective reasonable regular user would not find such behaviour acceptable”.



Zdroj: *IMPACT ASSESSMENT* [online]. 20. října 2011 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/SEC_2011_1217_en.pdf

Instrumenty jsou definovány v části C přílohy 1 Směrnice MiFID. To, zda se Směrnice MAD aplikuje, záleží pouze na skutečnosti, zda byly instrumenty přijaty k obchodování na regulovaném trhu (či o přijetí bylo alespoň požádáno), bez ohledu na skutečnost, zda jsou zde obchodovány (část A). Dále pak úpravě ve Směrnici MAD podléhají instrumenty přijaté k obchodování na regulovaném trhu, ale obchodované např. na vícestranném obchodním systému (MTF) (část B), organizovaném obchodním systému (část C) nebo OTC (část D). Pokud tedy instrumenty nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, potom se na ně úprava Směrnice MAD nevztahuje. Jedná se např. o instrumenty přijaté k obchodování pouze na MTF (část E), OTC (část

F), jiné organizované obchodní platformě (část G), stejně tak jako o další kombinace instrumentů, obchodních míst a obchodů (část H, I a J)

12.6.2 ZPKT

Úprava manipulace provedená v ZPKT používá pojmu finanční nástroj. Jak již bylo uvedeno, z § 124 odst. 1 ZPKT vztahujícímu se k *insider tradingu* plyne, že pojem finanční nástroj je legislativní zkratkou, kterou tvoří a) investiční nástroje a b) nástroje jiné, který byly přijaty (nebo o jejichž přijetí bylo požádáno) k obchodování na regulovaném trhu členského státu EU. Dle § 3 ZPKT jsou investiční nástroje následující instrumenty. Blíže vymezíme ty, které nebyly zmíněny v úvodních kapitolách této práce, především tedy nástroje umožňující přenos úvěrového rizika, finanční rozdílové smlouvy, opce, futures, swapy a forwardy.

- a) investiční cenné papíry: tyto jsou blíže konkretizovány demonstrativním výčtem uvedeným v odst. 2) citovaného ustanovení;
- b) cenné papíry kolektivního investování: jedná se zejména o akcie a podílové listy investičních, resp. podílových fondů;
- c) nástroje peněžního trhu: nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (jsou likvidní a jejich hodnotu lze kdykoliv určit) – zejména se zde bude jednat o krátkodobé dluhopisy, a dále pak certifikované investice a půjčky peněžního trhu, například depozitní certifikáty;
- d) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje (i) ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, měnovým kurzům, úrokové míře nebo úrokovému výnosu, jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jejich hodnota vztahuje, (ii) ke komoditám, z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění, (iii) ke komoditám, z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, a se kterými se obchoduje na regulovaném trhu se sídlem v členském státě EU nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě EU, (iv) ke komoditám, z nichž vyplývá právo na dodání

- této komodity, které nejsou uvedené v bodu (iii), nejsou určeny pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění a (v) ke klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům, emisním povolenkám nebo míře inflace a dalším ekonomickým ukazatelům uveřejněným na úseku oficiální statistiky, a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, není-li využití tohoto práva odvislé od platební neschopnosti nebo jiné obdobné nemožnosti plnění;
- e) nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k majetkovým hodnotám, právům, závazkům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené pod d) (iv), nejsou určeny pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou obchodovány na regulovaném trhu se sídlem v členském státě EU nebo v mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě EU, jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím vypořádacího systému nebo je jejich součástí dohoda o výzvě k doplnění zajištění;
- f) nástroje umožňující přenos úvěrového rizika: (i) swap úvěrového selhání (*CDF – Credit Default Swap*) sloužící k zajištění se proti neschopnosti výplat z instrumentů emitenta mezi dvěma stranami, kdy zde proti sobě stojí dvě vzájemné povinnosti, a to povinnost prodávajícího kompenzovat (vyrovnat) rozdíl mezi závazky emitenta z daného nástroje a skutečně poskytnutým plněním a povinnost kupujícího platit pravidelné částky za toto potenciální riziko prodávajícího kompenzovat ztrátu kupujícího, (ii) swap veškerých výnosů (*TRS – Total Return Swap* nebo také jako *TRORS – Total Rate of Return Swap*) představující závazky stran kontraktu po určitou dobu si vzájemně vyměňovat platby; jedna platba je vypočtena na základě vývoje ceny předem dohodnutého podkladového aktiva aplikovaného na dohodnutou podkladovou hodnotu a druhá platba je vypočtena s použitím pravidelně přeceňované krátkodobé úrokové sazby aplikované na stejnou podkladovou hodnotu a (iii) úvěrový dluhový cenný papír (*CLN – Credit Linked Note*), tedy dluhopis, jehož splatnost je zde podmíněna plněním úvěru jiné osoby emitentovi; v případě, kdy není takový úvěr splacen, majitelům dluhopisů nejsou

tyto proplaceny, ale stávají se věřiteli třetí osoby – dlužníka; v případě, kdy je úvěr dle jeho podmínek zcela splacen, emitent vyplatí investorovi dluhopis;

- g) finanční rozdílové smlouvy (*CFD – Contracts for Difference*) – jsou smluvním ujednáním o vzájemné výměně kladného nebo záporného rozdílu mezi otevírací a zavírací cenou investičního nástroje obchodovaného podkladového aktiva.

12.6.3 Návrh nařízení

Rozsah návrhu nařízení se co do instrumentů, na které dopadá, podstatným způsobem rozšiřuje oproti rozsahu uvedenému ve Směrnici MAD. Návrh nařízení se vztahuje na následující (čl. 2 odst. 1 a 2):

- a) finanční instrumenty obchodované na regulovaném trhu nebo o jejichž přijetí na tomto trhu bylo požádáno;
- b) finanční instrumenty obchodované alespoň v jednom členském státě na vícestranném obchodním systému (*multilateral Trading Facility*) ve smyslu čl. 2 odst. 1, odrážka 6 Nařízení MiFID nebo organizovaném obchodním systému (*organised Trading Facility*) ve smyslu čl. 2 odst. 1, odrážka 7 Nařízení MiFID;
- c) jednání (chování) nebo obchody vztahující se k finančním instrumentům uvedeným v písm. a) nebo b) výše, a to bez ohledu na skutečnost, zda se takové jednání (chování) nebo obchody uskutečnilo na regulovaném trhu, vícestranném obchodním systému nebo organizovaném obchodním systému;
- d) jednání (chování) nebo obchody, včetně nabídek, vztahující se k aukci emisních povolenek¹⁶⁷ nebo jiných produktů, které jsou předmětem aukce ve smyslu Nařízení 1031/2010;
- e) typy finančních instrumentů, včetně derivátových kontraktů (obchodů) nebo derivátových instrumentů pro přenos úvěrového rizika, pokud jednání (chování), obchody nebo pokyny k obchodům mají, nebo jsou způsobilé mít, vliv na finanční instrumenty uvedené pod písm. a) a b);
- f) kontrakty (obchody) na fyzické dodání komodit, které nejsou specifické energetické produkty¹⁶⁸ (*wholesale energy products*), pokud jednání (chování),

¹⁶⁷ Jak jsou tyto definovány v příloze č. 1, části C, bodu 11 Nařízení MiFID.

¹⁶⁸ Bude upraveno v čl. 2 odst. 4 Nařízení o specifických energetických produktech, transparentci a integritě trhu.

obchody nebo pokyny mají, nebo jsou způsobilé či zamýšlené mít, vliv na finanční instrumenty uvedené pod písm. a) a b); a

g) typy finančních instrumentů, včetně derivátových kontraktů (obchodů) nebo derivátových instrumentů pro přenos úvěrového rizika, pokud jednání (chování), obchody nebo pokyny k obchodům mají, nebo jsou způsobilé či zamýšlené mít, vliv na kontrakty (obchody) na fyzické dodání komodit.

V následujícím textu identifikujeme obsah některých pojmů, které jsou ve výše uvedeném rozsahu aplikace Návrhu nařízení použity, tak, abychom mohli identifikovat konkrétní instrumenty, na něž nová právní úprava dopadá, resp. upozornili na nové, které nebyly předmětem dosavadní úpravy provedené ve Směrnici MAD. Pod pojmem finanční instrumenty je nutné rozumět instrumenty dle čl. 2 odst. 1, odrážka 8 Nařízení MiFID. Regulovaným trhem¹⁶⁹ je vícestranný systém provozovaný provozovatelem trhu, který soustřeďuje nebo umožňuje soustředit více nákupních a prodejních zájmů ve vztahu k finančním instrumentům – v tomto systému a v souladu s jeho pravidly – tak, že výsledkem je uzavření obchodu ve vztahu k finančnímu nástroji, který je přijat k obchodování na základě jeho pravidel a který je uznán a funguje v souladu s ustanoveními příslušných předpisů. Komodita¹⁷⁰ je jakékoli zboží zastupitelné povahy, které může být předmětem fyzické dodávky, včetně kovů a jejich rud a slitin, zemědělských výrobků a energie, např. elektřiny. Kontraktem (obchodem) na fyzické dodání komodit je jakýkoli kontrakt na dodání komodity obchodované na spotovém trhu, která je okamžitě po vypořádání obchodu k dodání, včetně jakýchkoli derivátových obchodů, které musí být vypořádány fyzickým dodáním. Spotovým trhem je jakýkoli komoditní trh, na kterém jsou komodity prodávány za hotovostní peníze a neprodleně dodány, když je obchod vypořádán.

Jak uvádí důvodová zpráva (čl. 3.4.1.2) k Návrhu nařízení, spotové trhy a související trhy derivátů jsou významně propojeny a manipulace může být činěna napříč těmito trhy. Uvedené vyvolává zejména otázky ve vztahu ke spotovým trhům, protože stávající předpisy ve vztahu k transparentnosti a integritě trhů jsou aplikovatelné pouze na finanční a derivátové trhy, nikoli na trhy spotové. Návrh nařízení nemá žádným způsobem zasahovat do činnosti těchto trhů či jejich institucionální stránky. Důvodem

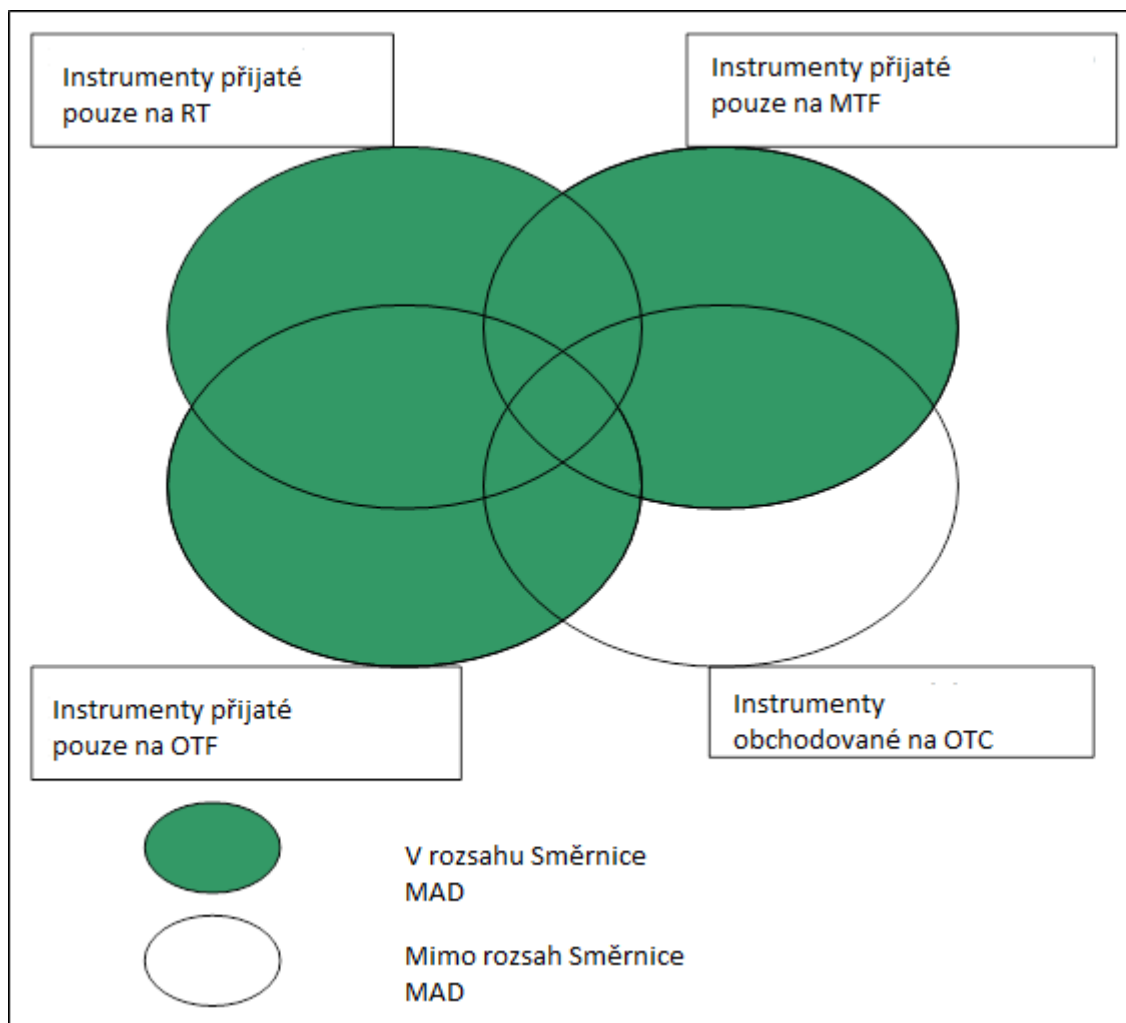
¹⁶⁹ Návrh nařízení odkazuje na čl. 2 odst. 1, odrážka 5 Nařízení MiFID.

¹⁷⁰ Návrh nařízení odkazuje na čl. 2 odst. 1 Nařízení 1287/2006.

pro úpravu provedenou v Návrhu nařízení je postihnutí jednání (chování) a obchodů na spotových trzích, která se vztahují k „finančním“ a „derivátovým“ trhům, a mají na ně tedy nepřímý vliv. Směrnice MAD navíc postihuje pouze manipulaci ve vztahu k ceně finančních instrumentů. Protože určité obchody na trzích s deriváty mohou být činěny za účelem manipulace souvisejících spotových trhů, stejně tak jako naopak, Návrh nařízení by měl postihovat i manipulaci napříč trhy. Specifická je rovněž situace v případě specifických energetických produktů.

Emisní povolenky budou nově součástí definice finančních instrumentů v rámci Nařízení MiFID, jehož definice se uplatní i pro Návrh nařízení. Tímto se tedy emisní povolenky stanou dalším instrumentem, na nějž bude úprava zákazu manipulace dopadat. Specificky, a to nutností zapracování souvisejících ustanovení, se toto rozšíření promítne do úpravy *insider dealingu* (zejména zvláštní definice vnitřní informace ve vztahu k emisním povolenkám v čl. 6 odst. 1 písm. c)).

Z výše uvedeného je tedy patrné, že Návrh nařízení podstatně rozšiřuje škálu instrumentů, na které se bude vztahovat. Jedná se zejména o emisní povolenky, komodity (kontrakty na fyzické dodání komodit) a deriváty. Rozsah se však ještě více rozšíří s ohledem na platformy (trhy), kde se může k manipulaci projevovat. Určité směry jsou již naznačeny v této kapitole, přičemž bližší rozbor bude uveden v kapitole následující. Rozsah Návrhu nařízení budeme v porovnání s rozsahem dle Směrnice MAD, a to pouze ve vztahu ke stejným platformám a instrumentům), ilustrovat na následujícím obrázku (specifické postavení mají dále emisní povolenky atp.).



Zdroj: *IMPACT ASSESSMENT* [online]. 20. října 2011 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/SEC_2011_1217_en.pdf

Nová úprava tak zejména rozšiřuje rozsah na veškeré instrumenty, které jsou obchodovány na vícestranných obchodních systémech nebo organizovaných obchodních systémech. Stejně tak bude zahrnuta manipulace instrumentů OTC trhů, pokud se manipulované instrumenty vztahují k instrumentům regulovaných trhů, vícestranných obchodních systémů nebo organizovaných obchodních systémů. Pouze instrumenty, které jsou obchodovány výhradně na OTC trzích a nemají žádnou vazbu na instrumenty jiné, tak budou z rozsahu Návrhu nařízení vyjmuty.

12.7 Trh

Trh jako takový vystupuje v souvislosti s manipulací rovněž ve dvou rovinách. Za prvé je trh spojen s místem, kde může manipulativní jednání probíhat. Tento první význam je tedy částí pomyslného „prostoru“, kde se s manipulativními praktikami setkáváme. Např. při informační manipulaci činěné prostřednictvím médií nelze hovořit o tom, že manipulace probíhá na nějakém konkrétním trhu. Tento prostor je tedy nejobecnějším vyjádřením, kdy trhem v tomto smyslu rozumíme jakýkoli trh bez nutnosti naplnění jakýchkoli dalších požadavků. Lze říci, že se jedná o finanční trh, jak je vymezen v úvodních kapitolách této práce. Druhý význam trhu je spojen s instrumenty, které jsou předmětem manipulace či ke kterým se vztahuje deformace představ účastníků trhu. Zde jsou již právními předpisy zpravidla uvedeny pouze konkrétní trhy. Jinými slovy, „škodlivé“ jednání může probíhat kdekoli, ale jeho účinky musí nastat na určeném trhu a ve vztahu k určitým instrumentům, aby mohlo být klasifikováno jako manipulativní.

12.7.1 Směrnice MAD

Směrnice MAD používá, ve druhém výše uvedeném významu, pojmu regulovaný trh (*regulated market*), přičemž při jeho identifikaci odkazuje na Směrnici MiFID. Podle definice v čl. 4 odst. 1 bodu 14 Směrnice MiFID se regulovaným trhem rozumí a) mnohostranný systém, b) který provozuje nebo řídí organizátor trhu, a c) který sdružuje nebo umožňuje sdružování nákupních a prodejních pokynů třetích osob ve vztahu k finančním nástrojům, uvnitř systému a d) v souladu s pevně stanovenými pravidly, e) způsobem, jenž vede k uzavření smlouvy týkající se finančních nástrojů přijatých k obchodování podle jeho pravidel nebo systémů, a f) který má povolení příslušného orgánu daného členského státu, g) funguje pravidelně a h) v souladu s hlavou III směrnice MiFID. Naplnění formálních znaků by tedy samo o sobě nepostačovalo ke kvalifikaci trhu jako regulovaného, ale musí k tomu vždy přistoupit udělení povolení příslušného orgánu členského státu a uvedení na seznam regulovaných trhů EU. Ustanovení čl. 36 an. Směrnice MiFID opravňuje každý členský stát udělit status „regulovaný trh“ trhům, které jsou ustaveny na jeho území v souladu s jeho předpisy. Čl. 47 Směrnice MiFID vyžaduje, aby každý členský stát vedl aktualizovaný

seznam regulovaných trhů jím povolených. Tyto informace by měly být sděleny ostatním členským státům a Komisi. Podle téhož článku musí Komise každoročně v Úředním věstníku EU zveřejnit seznam regulovaných trhů, které jí byly oznámeny, a nejméně jednou ročně jej aktualizovat. Komise seznam rovněž zveřejní na své internetové stránce¹⁷¹ a aktualizuje jej vždy, když jí členské státy sdělí změny svých seznamů. Seznam uvádí názvy jednotlivých trhů, které jsou uznány příslušnými vnitrostátními orgány a které splňují definici „regulovaného trhu“. Kromě toho uvádí subjekt odpovědný za správu těchto trhů a příslušný orgán odpovědný za vydávání nebo schvalování pravidel daného trhu.

12.7.2 ZPKT

ZPKT je v pojetí trhu, a to ve smyslu druhého výše uvedeného významu, poněkud omezující a nejasný. Jak jsme již v této práci rovněž nastínili, manipulací je v ZPKT rozuměno jednání, které může a) zkreslit různorodé představy účastníků kapitálového trhu ve vztahu k finančnímu nástroji, nebo b) přímo zkreslit kurz finančního nástroje. V kontextu vymezení finančního trhu jako celku, resp. pojmu regulovaný trh, se jeví jako zřejmé, že popis manipulativních jednání pod písm. a) je zužující. Kapitálový trh je pouze dílčím segmentem trhu finančního, přičemž není navíc možné obecně označit veškeré kapitálové trhy jako regulované. To je patrné, podíváme-li se na seznam regulovaných trhů¹⁷² ve smyslu Směrnice MAD a ZPKT, které mají být právě tou platformou, kde jsou obchodovány instrumenty, jejichž kurz je předmětem manipulace, resp. ve vztahu ke kterým jsou zkreslovány představy účastníků takového trhu. Úvodem zmiňme, že regulovaným trhem je trh s investičními nástroji organizovaný organizátorem regulovaného trhu v souladu s povolením ČNB, na kterém se obchoduje pravidelně a který má stanovena pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, pravidla obchodování na regulovaném trhu a pravidla přístupu na regulovaný trh, jež jsou v souladu s tímto zákonem. Zákon tedy konkrétně neuvádí jednotlivé organizátory regulovaného trhu, ale uvádí, že organizátorem regulovaného trhu může být pouze akciová společnost se sídlem v ČR,

¹⁷¹ *List of Regulated Markets* [online]. 31. 12. 2011 [cit. 2012-02-16]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm#reg_markets

¹⁷² Tamtéž.

kteřá disponuje povolením ČNB. Organizátory regulovaného trhu v ČR jsou BCPP, RMS a PXE. BCPP provozuje dva oddělené regulované trhy, a to hlavní trh, který je regulovaným oficiálním trhem dle § 65 ZPKT, a volný trh, který je regulovaným trhem dle § 56 ZPKT. RMS provozuje jako regulovaný trh oficiální trh, který je regulovaným trhem dle § 65 ZPKT. Konečně PXE provozuje trh s termínovanými obchody a promptní trh. Jak jsme již uvedli, finanční nástroje dle ZPKT jsou investiční nástroje a jakékoli další nástroje přijaté k obchodování na regulovaném trhu (shodně jako *financial instruments* ve Směrnice MAD). Pokusíme-li se tedy aplikovat písm. a) definice ZPKT, zjistíme, že gramatickým výkladem nelze dospět k závěru jinému, než že tato forma manipulativních jednání se nevztahuje na účastníky obchodů na PXE. Postihováno je toliko jednání, které může zkreslit představy účastníků trhu kapitálového, jímž však regulované trhy provozované PXE nejsou. Vzhledem k tomu, že uvedený závěr však nekoresponduje s úmyslem tvůrce právního předpisu a není pro něj ani jiné opodstatnění, bude nutné využít nejen výkladu eurokonformního, ale i teleologického a logického a nezužovat trh pouze na trh kapitálový. Z pohledu přímé manipulace kurzem, a tedy výše uvedeného písm. b), nám aplikace nečiní potíží, protože pojem finanční nástroj je, vedle výčtu demonstrativních nástrojů, rovněž jakýkoli nástroj, se kterým se obchoduje na regulovaném trhu. Trh s termínovanými obchody a promptní trh, které provozuje PXE, jsou trhy regulovanými.

12.7.3 Návrh nařízení

Jak již částečně plyne z předchozího výkladu podaného ve vztahu k instrumentům, Návrh nařízení rozšiřuje pojem trhu, na kterém se může manipulativní jednání projevit. Manipulativní jednání může tedy probíhat zásadně kdekoli, nicméně jeho následek, resp. účinek, se musí projevit ve vztahu ke specifickým instrumentům, které jsou obchodovány na regulovaném trhu, vícestranném obchodním systému nebo organizovaném obchodním systému. Stejně tak bude zahrnuta manipulace instrumentů OTC trhů, pokud se manipulované instrumenty vztahují k instrumentům regulovaných trhů, vícestranných obchodních systémů nebo organizovaných obchodních systémů. Obdobně je třeba zmínit trhy kontraktů na fyzické dodání komodit.

12.8 Následek (účinek)

Objektem zákazu manipulace je v nejobecnějším smyslu ochrana hospodářské funkce trhu. Tato je zabezpečována více instituty, přičemž manipulace, resp. její zákaz, chrání kurz instrumentů, které jsou na trzích obchodovány (přijaty k obchodování). Následkem je tedy objektivní stav, který nastane po manipulativním jednání. Jako následek se obecně nabízí dvě skutečnosti, kterými jsou deformace kurzu a představy účastníků trhu. Vzhledem k tomu, že manipulace je deliktem ohrožovacím, kdy manipulativní jednání nemusí být následováno objektivním stavem, je možné považovat způsobilost deformovat kurz či představy účastníků trhu za následek *sui generis*.

Lze pokládat následek spočívající v deformaci představ účastníků trhu za manipulaci, nedojde-li následně k obchodním aktivitám, které by deformovaly kurz? Pelikánová¹⁷³ v tomto kontextu soudí: „*Jeví se jako žádoucí považovat za nejzávažnější negativní účinek manipulativního jednání deformaci kursu. Jednání způsobilá zkreslit představy účastníků trhu o [...] bude možné považovat za manipulativní pouze tehdy, budou-li způsobilá nejen zkreslit představy osob, jejichž vnímání budou přístupná, ale také projevit se v jejich obchodních aktivitách, a tedy zprostředkovaně v deformaci kursu*“. Vykládáme-li si uvedené správně, Pelikánová favorizuje úpravu manipulace, kdy jsou postihována pouze jednání deformující představy účastníků, která se následně projeví v kurzu instrumentu prostřednictvím obchodů těchto účastníků. Použijeme-li jako příkladu analogii k obchodování zasvěcených osob, trefná a přiléhavá je v tomto kontextu otázka, kterou si klade Kotásek¹⁷⁴: Může být vnitřní informace využita pasivním způsobem, tzn., že zasvěcená osoba k plánované transakci nezadá pokyn? Odpověď je zcela jistě pozitivní. Zasvěcená osoba tak a) v budoucnu nerealizuje ztrátu (nezadá pokyn k nákupní transakci pro negativní vnitřní informaci), která by jí jinak bez znalosti vnitřní informace vznikla, nebo b) realizuje v budoucnu vyšší zisk (nezadá pokyn k prodejní transakci pro pozitivní vnitřní informaci), který je důsledkem zvýšení kurzu po zveřejnění vnitřní informace. Efekt je zde tedy stejný, majetkový prospěch na straně zasvěcené osoby, nicméně postih tohoto jednání není, a ani dle našeho názoru nemůže být, právními předpisy upraven. Jednání a pasivita (ve vztahu k zadání

¹⁷³ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání 7–8*, Praha, Sagit 2002, s. 35.

¹⁷⁴ KOTÁSEK, Josef: *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. Praha, C. H. Beck 2005, s. 184.

samotného pokynu) zde tedy stojí vedle sebe, přičemž mají jakožto podnět shodný úmysl a rovněž vyvolávají shodný následek, nicméně postihován je pouze jeden z nich. Lze se jen domnívat, jaký je ve skutečnosti poměr mezi oběma výše uvedenými formami (zne)užití vnitřní informace, zda je zásadně shodný či ve prospěch jedné z nich, a to nejen z pohledu četnosti výskytu, ale také co do objemu konkrétních (ne)provedených transakcí. Při přípravě Návrhu nařízení si byli autoři výše uvedeného problému patrně vědomi a v čl. 7 odst. 1 a 2 se pokouší alespoň částečně uvedenou problematiku reflektovat. Návrh nařízení tak v tomto ustanovení uvádí, že za zneužití vnitřní informace je považována rovněž skutečnost, kdy jsou vnitřní informace použity ke zrušení či úpravě pokynu (nebo pokusu o zrušení či úpravu), který byl zadán dříve, než dotčená osoba vnitřní informaci získala.

Domníváme se, že situace je v případě manipulace stejná jako u vnitřních informací. K žádné aktivitě zde dojít nemusí, a přesto může být kurz deformován. Klamané subjekty tak např. nezadají pokyny k nákupní transakci instrumentů, protože byly manipulátorem úspěšně deformovány jejich představy o ceně. Úroveň kurzu je tedy stanovena na jiné hodnotě, a přestože nedošlo k žádným obchodním aktivitám, je nutné následek považovat za manipulaci a jednání delikventa za manipulativní. Pelikánová¹⁷⁵ dále uvádí: „Z definice manipulace proto pojmově vypadnou jednání, která sice mohou zkreslit představy určitého okruhu investorů na kapitálovém trhu, šíře tohoto okruhu však bude limitována a s ní i potenciál vlivu jejich jednání na kurs. Míru tohoto potenciálu bude nutné zkoumat s přihlédnutím k poměrům na konkrétním trhu. Zvláště na málo likvidních trzích tuzemských se i deformace představ relativně úzkého okruhu investorů a tím vyvolaná obchodní aktivita patrně projeví v kursových pohybech“. Jak již bylo uvedeno v předchozích kapitolách, manipulace musí být vždy posuzována z pohledu tzv. „průměrného“ účastníka trhu. Počet těchto osob, jejichž představy jsou nebo mohou být zkresleny, není relevantní. Test „průměrného“ účastníka trhu vychází z představy „umělého“ účastníka, který je reflexí „průměru“ na daném trhu. Manipulativní jednání je pak posuzováno právě na tomto a nikoli konkrétním účastníku trhu.

¹⁷⁵ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání* 7–8, Praha, Sagit 2002, s. 35.

12.8.1 Směrnice MAD, ZPKT a Návrh nařízení

Směrnice MAD kombinuje veškeré výše uvedené, takže z textu skutkové podstaty plyne, že jak přímá deformace kurzu, resp. deformace představ účastníků trhu, tak i samotná hrozba obou předchozích je naplněním skutkové podstaty manipulace.

Stejně tak ZPKT ve svých ustanoveních postihuje hrozbu i přímou deformaci kurzu, resp. představ účastníků trhu. Nežádoucím účinkem je tedy deformace nebo její hrozba. Na rozdíl tedy např. od práva proti nekalé soutěži zde není rozhodující, zda manipulace způsobila (je způsobilá) jakoukoli újmu ostatním subjektům, zde účastníkům trhu. Jak uvedla KCP v rozhodnutí KCP 32/2001 *„Není přitom rozhodné, jaký cíl jednající sleduje (proč chce cenu zvýšit nebo snížit), ani není podstatné, zda někomu vznikl na základě takové transakce majetkový prospěch nebo byla někomu způsobena škoda“*.

Návrh nařízení se co do následků s výše uvedeným konceptem shoduje. Navíc však, jak již bylo uvedeno v předchozích částech práce, tento návrh počítá se zavedením další „kategorie“ jako manipulace, a to pokusu.

D) KONKRÉTNÍ PROJEVY MANIPULACE, PŘÍČINY „FINANČNÍ KRIZE“

V této části práce budou popsány jednotlivé skutkové podstaty manipulace tak, jak jsou známy z teorie a praxe. Předmětem této práce není detailní rozbor jednotlivých podstat (jak jsou uvedeny v tabulce níže), a proto jsou tyto pojednány spíše obecnějším způsobem s důrazem na stanovení objektivního, nebo subjektivního přístupu, což je základní téma této práce. Druhou otázkou je, zda by měl zákaz manipulace směřovat obecně na manipulaci založenou na obchodních transakcích. Jinými slovy, zda by právní předpisy měly regulovat obchodní jednání na trzích, a to bez ohledu na subjektivní složku konkrétních účastníků. Tomu se budeme u jednotlivých skutkových podstat rovněž věnovat. Po rozboru jednotlivých skutkových podstat bude uvedena další tabulka přinášející náš pohled na jednotlivé skutkové podstaty, a sice s rozlišením, zda jsou manipulací či nikoli. V případě, kdy se domníváme, že jsou manipulativní, navrhuje, zda by měly být konstruovány jako subjektivní, či objektivní. V neposlední řadě se v další části zaměříme na specifickou manipulaci, a to z pohledu instrumentů, neboť to lze v současné době považovat za velmi aktuální. Bude se jednat o manipulaci s instrumenty CDO a CDS.

13 Jednotlivé skutkové podstaty manipulace

Obchody vzbuzující klamavý dojem o obchodní aktivitě
Obchody, při kterých nedochází ke změně vlastnictví (<i>Wash trades</i>)
Série obchodů (<i>Painting the tape</i>)
Protisměrní obchodování (<i>Improper matched orders</i>)
Zadávání pokynů bez úmyslu tyto realizovat (automatizované obchodování) a) <i>Ping orders</i> b) <i>Quote stuffing</i> c) <i>Momentum ignition</i> d) <i>Layering a spoofing</i> e) <i>Flash order</i>
Zvyšování nabídky za účelem zvýšení ceny (<i>Advancing the bid</i>)

Zvyšování poptávky za účelem zvýšení ceny (<i>Advancing the ask</i>)
Jednání fixující cenu (<i>Price positioning</i>)
Obchody realizované těsně před uzavřením trhu (<i>Marking the close</i>)
Jednání ve vzájemném srozumění při IPO
Vytvoření dominantního postavení (<i>Cornering</i>)
Zneužití dominantního postavení (<i>Abusive squeeze</i>)
Vytvoření spodní hranice ceny
Vytvoření nadměrného rozptylu mezi nabídkou a poptávkou
Obchodování ovlivňující cenu instrumentu na souvisejícím trhu
Obchody využívající fiktivní prostředky nebo jakoukoli jinou formu klamání
Koordinovaná jednání směřující k umělému nastavení určité výše kurzu a následnému prodeji (<i>Pump and dump</i>)
Koordinovaná jednání směřující k umělému nastavení určité výše kurzu a následné koupi (<i>Trash and cash</i>)
Otevření pozice, její zveřejnění a okamžité stažení pokynu
Informační manipulace
Rozšiřování klamavých informací
Manipulace formou doporučení (<i>Scalping</i>)
Neplnění informační povinnosti

13.1 Obchody, při kterých nedochází ke změně vlastnictví (*wash trades*)

Úvodem bychom zmínili, že někdy je tato praktika nazývána též *wash sales*. To je však, domníváme se, nesprávné a je třeba tyto pojmy důsledně rozlišovat. *Wash sale* označuje prodej instrumentů se ztrátou, kdy jsou následně nakoupeny zpět¹⁷⁶. Uvedené jednání nelze samo o sobě považovat za manipulaci. Účelem tohoto jednání je započtení ztrát oproti jiným příjmům. Sledováno je tedy hledisko daňové. Subjekt zde věří, že po prodeji a nákupu nabude hodnota instrumentu původních hodnot. V právních řádech¹⁷⁷ je uvedené pravidelně reflektováno v daňových a účetních předpisech, kdy není možné započítávat ztráty z *wash sales*. Tyto jsou potom definovány jako obchody

¹⁷⁶ Srov. *Loss from wash sales of stock or securities* [online]. 2012 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: http://www.law.cornell.edu/uscode/search/display.html?terms=1091&url=/uscode/html/uscode26/usc_sec_26_00001091----000-.html

¹⁷⁷ Srov. *Wash Sales* [online]. 28. března 2008 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/answers/wash.htm>

s instrumentem X, které nastanou v určité časové lhůtě po ztrátovém prodeji instrumentu X¹⁷⁸ (nebo před ním).

Vedle toho *wash trades* jsou jedním z obecně uváděných druhů manipulativního jednání. Toto je kvalifikováno jako jednání spočívající v nákupu nebo prodeji instrumentu, kdy nedochází ke změně (skutečného, benefičního) vlastnictví (nebo tržního rizika) nebo kde k tomuto dochází pouze mezi osobami, které jednají ve vzájemném srozumění nebo na základě jiné dohody¹⁷⁹. Předkládaná skutková podstata vznikla a je spojena primárně s anglosaskými právními řády, neboť ty rozlišují dva druhy vlastnictví, a to formální (*nominee*) a benefiční (*beneficial*). Vzhledem k rozsahu a cíli této práce se nebudeme tomuto pojetí blíže věnovat¹⁸⁰. V právním řádu ČR není uvedené rozlišení aplikováno.

Uvedené však bude částečně změněno s účinností nového občanského zákoníku¹⁸¹. Nový institut bude v občanském zákoníku představovat správa cizího majetku (trust). Tvůrci osnovy uvádějí, že se širokou měrou inspirovali zejména úpravou obsaženou v občanském zákoníku Quebecu¹⁸². Vymezení správy cizího majetku je provedeno v ustanovení § 1260. Toto uvádí, že „každý, komu je svěřena správa majetku, který mu nepatří, ve prospěch někoho jiného (*beneficienta*), je správcem cizího majetku“. Návrh dle autorů rozlišuje dvojí správu cizího majetku: prostou a plnou. Při plné správě vzniká správci širší oprávnění (vedle péče o zachování podstaty a účelu majetku). Správce zde může se spravovaným majetkem učinit vše, co je potřebné k jeho zachování, zhodnocení nebo rozmnožení. Nový občanský zákoník dále upravuje pravidla správy, zejména povinnosti správce vůči beneficiantovi a povinnosti správce a beneficianta vůči třetím osobám. Samostatně je upravena správa

¹⁷⁸ K podrobnostem např. *Investment Income and Expenses* [online]. 2011 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.irs.gov/pub/irs-pdf/p550.pdf>

¹⁷⁹ Repo obchody a další operace, při nichž jsou instrumenty vypůjčovány jako kolaterál, nejsou *wash trades*. Bližší informace viz: *Final Notice* [online]. 24. května 2011 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/samuel_nathan_kahn.pdf

¹⁸⁰ K bližšímu vymezení odkazujeme např. na PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání 7–8*, Praha, Sagit 2002, s. 41 an.

¹⁸¹ *Nový občanský zákoník* [online]. 2011 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://obcanskyzakonik.justice.cz/cz/vlastnictvi-a-dalsi-vecna-prava/konkretni-zmeny.html>

¹⁸² K tomuto srov. PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání 7–8*, Praha, Sagit 2002, s. 41 an.

cizího majetku ve svěřenském fondu (§ 1439 odst. 1.). Jak uvádí důvodová zpráva „*Podstata svěřenského fondu je v tom, že jeho zakladatel vyčlení ze svého majetku určitou část a svěří ji nějakému účelu. Tím vzniká oddělené vlastnictví, k němuž původní vlastník žádná vlastnická práva již nemá. Tato práva vykonává svěřenský správce, ale ani ten není vlastníkem svěřenského fondu, protože není nadán vlastnickou svobodou (ve smyslu § 1005) – naopak, je povinen šetřit a rozmnožovat podstatu svěřenského fondu, dbát o naplňování jeho účelu a respektovat práva obmyšlených*“.

Stávající právní úprava manipulace trhem v ČR se snaží specifickým způsobem podstatu *wash trades* reflektovat. Vyhláška uvádí v § 7 (*pravidla pro posuzování manipulace s trhem*), že při posuzování, zda došlo k manipulaci s trhem podle § 126 odst. 1 ZPKT, je nutné zejména vzít v úvahu, zda uskutečněný obchod vedl ke změně skutečného vlastníka instrumentu. V anglosaských právních řádech je zcela jasné, jaká jednání uvedené vymezení pokrývá, resp. k čemu se uvedené vztahuje. Pro účely aplikace ZPKT a Vyhlášky však bude třeba odpovědět na otázku, co je myšleno pojmem „*skutečný vlastník instrumentu*“. Např. § 4 odst. 4, písm. a) ZAML uvádí, že skutečným majitelem je (u podnikatele) a) fyzická osoba, která fakticky nebo právně vykonává přímo nebo nepřímo¹⁸³ rozhodující vliv na řízení nebo provozování podniku tohoto podnikatele, b) fyzická osoba, která sama nebo na základě dohody s jiným společníkem nebo společníky disponuje¹⁸⁴ více než 25 % hlasovacích práv tohoto podnikatele, c) fyzické osoby jednající ve shodě, které disponují více než 25 % hlasovacích práv tohoto podnikatele, nebo d) fyzická osoba, která je na základě jiné skutečnosti příjemcem výnosů z činnosti tohoto podnikatele. Pro účely daňové lze např. odkázat na upřesnění podané OECD¹⁸⁵. Vyjdeme-li z výše uvedeného, lze dojít k závěru, že skutečným vlastníkem je fyzická osoba, která má plné právo nakládat ať přímo, či nepřímo s dotčeným instrumentem a jejíž právo není omezeno povinností (ať již zákonnou, nebo smluvní) převést tento instrument na jinou osobu. Jinými slovy,

¹⁸³ Nepřímým vlivem se rozumí vliv vykonávaný prostřednictvím jiné osoby nebo jiných osob.

¹⁸⁴ Disponováním s hlasovacími právy se rozumí možnost vykonávat hlasovací práva na základě vlastního uvážení bez ohledu na to, zda a na základě jakého právního důvodu jsou vykonávána, popřípadě možnost ovlivňovat výkon hlasovacích práv jinou osobou.

¹⁸⁵ *Clarification of the meaning of „beneficial owner“ in the OECD model tax convention* [online]. 29. dubna 2011 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/dataoecd/49/35/47643872.pdf>

konečným vlastníkem je vždy fyzická osoba, přičemž může instrument vlastnit přímo nebo nepřímo prostřednictvím osob právnických, pokud tyto ovládá.

Domníváme se však, že postihování jednání, kdy např. společnost X vlastněná společností Z prodává instrumenty společnosti Y, která je společností Z rovněž vlastněna, není možné považovat bez dalšího za manipulaci. Lze si představit širokou škálu důvodů, zejména ekonomických, které k takovému jednání vedou. Uvedená problematika je rovněž nepodstatně širší ve vztahu k právní subjektivitě jednotlivých společností. Je nutné především zachovávat princip autonomie rozhodování jednotlivých právnických osob. Z prostého faktu, že nedošlo ke změně skutečného vlastníka instrumentu, nelze dovozovat manipulativní jednání. Nejsou ojedinělé případy, kdy skutečným vlastníkem je jedna fyzická osoba, přičemž v rámci různě úrovně struktury vlastní stovky až tisíce vzájemně propojených společností.

Je třeba rovněž zmínit, že zde není žádný objektivně škodlivý úkon či následek (účinek). Jediné, co zde může být podrobena bližšímu zkoumání, je obchod samotný. Tento se však neodlišuje od ostatních obchodů¹⁸⁶. Subjektivní stránka subjektu je zde, domníváme se, rovněž nesměrodatná, a to zejména z důvodu, že se zde jedná o manipulaci obchodní, kdy se tento obchod objektivně ničím neodlišuje od obchodů ostatních účastníků. Obchody jsou zde činěny zásadně za stejných cenových podmínek jako obchody ostatní, přičemž na škodlivost tohoto jednání je usuzováno z vyvolávání představ o obchodní aktivitě¹⁸⁷.

Domníváme se, že předpoklad přímého vztahu mezi obchodní aktivitou a cenovými pohyby je zjednodušením a nemá argumentační oporu. Vztah mezi nabídkou instrumentu a poptávkou po něm a jeho související cenou je třeba zkoumat především z pohledu ekonomického. Tak jako u jakéhokoli zboží, cena závisí na elasticitě nabídky a poptávky. Elasticitou rozumíme procentní změnu výše ceny ve vztahu k procentní změně nabídky (poptávky). Pokud je nabídka (poptávka) elastická, zvýšení nabídky (poptávky) nemusí mít na cenu vliv. Teorie portfolia¹⁸⁸ dokládá, že nabídka a poptávka

¹⁸⁶ Srov. např. DONALD, David. Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex MTS Platforms. *German Law Journal*. 2005, 6(3), s. 655 Dostupné z: http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol06No03/PDF_Vol_06_No_03_649-666_Articles_Donald.pdf

¹⁸⁷ Srov. např. FERRARINI, Guido: The European Market Abuse Directive. in *Common Market Law Review*, 2004, č. 41, s. 725 Dostupné z: <http://www.kluwerlawonline.com/>

¹⁸⁸ Srov. kapitulu 9.2.

jsou elastické. Jakýkoli instrument je držen z důvodů budoucích zisků, přičemž tyto lze zabezpečit různorodými kombinacemi instrumentů. Investoři se primárně nerozhodují např. podle oblíbenosti společnosti či odvětví, ale na základě ekonomických údajů¹⁸⁹. Investor tedy může za účelem dosažení zisku, který je jeho primárním cílem, zvolit jakýkoli instrument. Praktickým pohledem na trhy lze rovněž dokladovat, že objemy obchodů nemusí znamenat pohyby kurzů¹⁹⁰. Nelze tedy bez dalšího usuzovat na to, že objem obchodů a cena instrumentu jsou ve vztahu přímé souvislosti. Naopak, takové posouzení není zásadně možné učinit, protože by vyžadovalo zjištění subjektivní stránky – motivů všech dotčených účastníků trhu¹⁹¹.

Obchodování může měnit cenu instrumentů z dalších nemanipulativních důvodů. Tímto jsou např. náklady likvidity. Pokud bude účastník v určitý čas požadovat peněžní prostředky a tímto nucen prodat instrumenty, které drží, může nastat situace, že za aktuální ceny na trhu nebude dostatečná poptávka. Tento investor tak bude nucen tyto instrumenty prodat za cenu, která je výrazně nižší (a případně prodat instrumentů více), aby obdržel požadované peněžní prostředky. Uvedené zcela legitimní jednání se tak projeví v ceně instrumentu.

13.2 Série obchodů (Painting the tape)

Tato praktika spočívá v navazujících obchodech uveřejňovaných jako kurzotvorných, které mají vzbudit dojem o obchodní aktivitě nebo cenových pohybech ve vztahu k dotčenému instrumentu¹⁹². Příklad uvádí KCP v rozhodnutí 4/2000, kdy za manipulaci považuje realizaci pokynů k uzavření obchodů na trhu za cenu několikanásobně převyšující aktuální kurz s cílem zvýšit vážený průměr cen uveřejněných z obchodů na trzích pro účely povinného veřejného návrhu smlouvy o koupi instrumentů.

Ke skutkovému stavu lze uvést, že 12. 6. 1998 a 16. 6. 1998 byly uskutečněny obchody za cenu 960 Kč, respektive 970 Kč mezi osobami X a Y (prodej a zpětný

¹⁸⁹ Srov. však s behaviorální teorií uvedenou v kapitole 9.4.

¹⁹⁰ Srov. např. obchodování a vývoj kurzů v segmentu SPAD na BCPP.

¹⁹¹ Srov. např. FERRARINI, Guido: The European Market Abuse Directive. in *Common Market Law Review*, 2004, č. 41, s. 726 Dostupné z: <http://www.kluwerlawonline.com/>

¹⁹² *SRC Rule 24.1(b)-1 – Manipulative Practices* [online]. Datum vytvoření neudáno. [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: http://www.sec.gov/ph/irr/src_rule_24.htm

prodej), ačkoliv kurz předmětných akcií na RM-S dosahoval 12. 6. 1998 výše 128 Kč a 16. 6. 1998 výše 116 Kč. KCP uvedla, že vlivem shora uvedených obchodů se zvýšila cena předmětných instrumentů, stanovená jako vážený průměr cen, které byly uveřejněny z obchodů uskutečněných na trzích v době šesti měsíců přede dnem, kdy vznikla povinnost učinit veřejný návrh smlouvy o koupi akcií (§ 183c ObZ), a to přibližně ze 129 Kč na 321 Kč za kus. X a Y využili nabídky na základě veřejného návrhu smlouvy o koupi akcií a předmětné akcie prodali. Kupující (osoba Z) na základě veřejného návrhu smlouvy o koupi akcií proto při povinném odkupu v důsledku zvýšení ceny předmětných akcií zaplatil částku vyšší o několik milionů korun.

K tomuto rozhodnutí lze uvést některé poznámky. § 183b ObZ (v tehdy platném znění) uváděl, že osoba Z byla povinna do 60 dnů ode dne, který následuje po dnu, kdy byly naplněny podmínky, učinit nabídku převzetí všem majitelům akcií. § 183c odst. 3 ObZ potom uváděl, že cena v povinné nabídce převzetí musí být přiměřená hodnotě akcií. Při stanovení ceny pro účely povinné nabídky převzetí při ovládnutí společnosti se přihlédne k váženému průměru z cen, za něž byly uskutečněny obchody s těmito cennými papíry v době 6 měsíců před vznikem povinnosti učinit nabídku převzetí, které byly evidovány Střediskem cenných papírů. Přiměřenost ceny při povinné nabídce převzetí musí být doložena posudkem znalce (odst. 5 shodného ustanovení).

KCP uvedla, že kupující Z kvůli jednání X a Y (jehož důsledkem bylo zvýšení ceny) zaplatil částku vyšší o několik milionů korun. Tento závěr, domníváme se, nemusí být přesný. Z rozhodnutí však nejsou bohužel patrné další skutečnosti. Takto nabízená cena musela být nicméně především přiměřená hodnotě akcií. Vycházet se mělo primárně z hodnoty akcií a nikoli z váženého průměru cen. K váženému průměru cen mělo být pouze přihlédnuto. Tento faktor tedy neměl být v žádném případě určujícím, ale pouze doplňujícím, přičemž míra „přihlédnutí“ měla být přímo úměrná rozdílu mezi hodnotou stanovenou na základě znaleckých metod¹⁹³ a kurzových průměrů. Dále je nutné uvést, že průměr cen měl být stanoven pro období 6 měsíců předcházejících vzniku povinnosti povinnou nabídku učinit, přičemž důvodem je právě skutečnost, aby

¹⁹³ Srov. úvodní kapitoly této práce.

nebyly brány v úvahu následné změny kurzu, které jsou již závislé na skutečnosti, že společnost změnila významným způsobem svoji vlastnickou strukturu¹⁹⁴.

Domníváme se tedy, že v tomto kontextu nelze předmětné jednání kvalifikovat jako manipulativní praktiku spočívající v sérii obchodování. Uvedené však nevylučuje možnost kvalifikovat uvedené jednání jako manipulativní, a to podřazením pod skutkovou podstatu jinou. Teoreticky by bylo možné uvažovat rovněž *insider trading*, zejména s ohledem na to, že KCP tvrzená manipulace musela probíhat před tím, než bylo dosaženo určitého podílu na předmětné společnosti, a tedy oznámení této skutečnosti veřejnosti.

V rozhodnutí KCP 18/2003 bylo dále např. uvedeno: „*Fakt, že algoritmus pro výpočet kursu, potažmo přípustného cenného pásma, organizátora RM-systém, a. s., tak, jak byl v rozhodné době nastaven, umožňuje při charakteru zadávaných pokynů tak výrazný pokles kursu předmětných akcií, nelze přičítat v neprospěch společnosti X*“. Z uvedeného se lze domnívat, že i KCP si byla při svém rozhodování vědoma, že v případě obchodních praktik by měl být zohledňován úmysl. Jinými slovy to, že se někdo chová dovoleným způsobem, ničeho nevypovídá a charakteru takového jednání bez toho, aby byla zkoumána rovněž subjektivní složka jednajícího¹⁹⁵. Pro interpretaci sankčních norem platí navíc pravidlo výkladu ve prospěch účastníků řízení, což vede ke stejnému výsledku.

13.3 Protisměrní obchodování (Improper matched orders)

Za tuto praktiku je obecně považováno jednání naplňující dále uvedené znaky. V obchodním systému trhu se vyskytují současně jak nákupní, tak prodejní pokyny, které jsou co do množství a ceny instrumentu zásadně shodné, přičemž tyto byly vloženy stejnou osobou nebo osobami jednajícími společně (ve vzájemném

¹⁹⁴ Srov. analogicky KCP 17/2000

¹⁹⁵ Srov. rovněž HUANG, Hui. Redefining Market Manipulation in Australia: The Role of an Implied Intent Element. *Company and Securities Law Journal*. 2007, č. 29, s. 11 a 13 Dostupné z: <http://papers.ssrn.com> či DONALD, David. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. *National Taiwan University Law Review*. 2011, č. 6, s. 71 Dostupné z: <http://www.law.ntu.edu.tw/ntulawreview/articles/6-1/03-Article-David%20C..pdf>

srozumění)¹⁹⁶. Přestože např. ESMA uvádí, že pokyny musí být vloženy ve stejném nebo přibližně stejném čase¹⁹⁷, domníváme se, že uvedené by bylo chybou nazírat jako podmínku pro kvalifikaci tohoto jednání jako manipulativního. Podmínkou by zde spíše mělo být, že tyto pokyny se v systému vyskytují ve stejném čase, bez ohledu na to, kdy byly vloženy. Jak již bylo obecně naznačeno výše, cena a množství se nemusí shodovat zcela. Dílčí rozdíly nebudou v tomto směru rozhodující a určité jednání bude vždy nutné posuzovat v kontextu konkrétních okolností. Podstatným znakem je zde však vzájemná dohoda (srozumění) osob, které takové jednání činí.

Do obchodních systémů jsou ve stejný okamžik vkládány (v závislosti na konkrétním instrumentu) desítky či stovky pokynů, které jsou shodné co do ceny a množství instrumentů (s rozdílem, zda jde o pokyny nákupní, či prodejní). Zároveň nelze pochybovat o tom, že je zcela legitimní vložit např. pokyn nákupní shodný co do ceny a množství s pokynem prodejním, pokud osoba tento pokyn podávající „vidí“, že je zobrazován na straně nabídky tak, aby její pokyn k nákupu byl zcela uspokojen. Pouze však ty pokyny, jež byly vloženy výše uvedenými osobami za účelem manipulace, mají být za manipulaci považovány.

V rozhodnutí KCP 18/2003 byla dále uvedena určitá tvrzení, která je třeba brát v úvahu při posouzení nejen této skutkové podstaty. KCP mimo jiné uvedla, že „z důkazů, které měla KCP k dispozici, nebylo možno dovodit, že mezi společností X a fyzickou osobou A existoval jakýkoli vztah“. Nelze usuzovat na manipulaci z existence v zásadě shodných protisměrných obchodů. Toto je běžnou skutečností. Škodlivý následek je zde obdobně jako u předchozí skutkové podstaty spatřován ve vyvolání představy o obchodní aktivitě, a proto odkazujeme na výklad provedený výše (stejně tak jako na učiněné výhrady). Skutkově se v tomto případě jednalo mj., o skutečnost, že obchody s akcemi společnosti A probíhaly tak, že nejprve podávala pokyn osoba X

¹⁹⁶ Srov. např. rozhodnutí ve věci *SEC v. George Georgiou*. *SEC v. George Georgiou, Civil Action No. 09-CV-616 (MMB) (E.D. Pa.)* [online]. 12. února 2009 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr20899.htm>, Rozhodnutí ČNB č.j. 2010/5287/570 ze dne 11. června 2010 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2010/2799/110 ze dne 30. září 2010, sp.zn. Sp/2009/188/573 či Rozhodnutí ČNB č.j. 2010/5286/570 ze dne 11. června 2010 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2010/2786/110 ze dne 30. září 2010, sp.zn. Sp/2009/165/573

¹⁹⁷ „entered at or nearly at the same time“ *Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive* [online]. 2009 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/04_505b.pdf, s. 11.

(obstarání prodeje jedné akcie společnosti A). V průměru za 7 minut od vložení takového pokynu do obchodního systému pak následoval pokyn osoby Y směřující k obstarání koupě této akcie v množství a ceně odpovídající nabídce X s tím, že obě osoby si v rámci jednotlivých obchodů vzájemně měnily postavení smluvních stran (prodávajícího, kupujícího). Ve zhruba měsíčním období se tak těmto osobám dle KCP podařilo střídavým podáváním pokynů k obstarání prodeje a koupě jednoho kusu akcie společnosti A, na základě nichž byly následně realizovány obchody, zvýšit tržní cenu těchto akcií o více než 36 %.

V popsaném případě tedy účastníci X a Y, s rozdílem nepřesahujícím deset minut, vkládali do systému trhu příkazy k prodeji i k nákupu, jejichž cena i množství se shodovali. S ohledem na četnost a shodu jednání dospěla KCP k závěru, že X a Y jednali ve vzájemném srozumění. S tímto závěrem (jednání ve srozumění) se lze však ztotožnit pouze za předpokladu, že by byli pouze tyto dva účastníci. Je třeba dále navíc upozornit na ničím nepodložené tvrzení, že tyto obchody měly přímý vliv na tržní cenu, ba dokonce, že pouze tyto měly vliv na její pohyb v plné výši (více než 36 %). Opět se zde dostáváme k otázkám položeným a rozebraným výše v předchozích kapitolách.

13.4 Zadávání pokynů bez úmyslu tyto realizovat (automatizované obchodování)

Na trzích dochází ke zvyšování využití automatizovaných obchodních metod, jako je algoritmické obchodování nebo vysokofrekvenční obchodování. Specifický druh algoritmického obchodování je známý jako vysokofrekvenční obchodování. Vysokofrekvenční obchodování není typicky strategií samo o sobě, ale jedná se o využívání velmi sofistikované technologie k realizaci tradiční obchodní strategie, jako je arbitráž a strategie tvorby trhu. Zatímco většina strategií algoritmického a vysokofrekvenčního obchodování je legitimní, regulační orgány objevily některé automatizované strategie, které svou realizací představují pravděpodobné zneužití trhu¹⁹⁸.

Tato praktika tedy zahrnuje zadávání pokynů, zejména v prostředí automatického obchodování (*algorithmic trading*), které jsou svou cenou nižší nebo

¹⁹⁸ Důvodová zpráva k návrhu Nařízení. Srov. dále *RSJ* [online]. 2. března 2012 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.rsj.com/cz/>

vyšší než poptávka nebo nabídka. Automatickým (algoritmickým) obchodování se dle návrhu nové Směrnice MiFID rozumí obchodování s instrumenty, kde počítačový algoritmus automaticky určí individuální parametry pokynu, zejména zda pokyn podat, v jakém čase, za jakou cenu, v jakém množství a rovněž, jak bude s tímto pokynem nakládáno po jeho umístění. Výše uvedené se děje již bez „lidského zásahu“. Účelem je zde při zneužití vyslání klamavého signálu ve vztahu k nabídce nebo poptávce, nikoli realizace těchto pokynů, přičemž tyto pokyny jsou následně z obchodního systému staženy dříve, než dojde k jejich realizaci¹⁹⁹.

Variantou tohoto jednání je, a to pro případ, že pokyn nebude ze systému stažen před jeho realizací, pokyn obsahující pouze malé množství instrumentů. Návrh nařízení k tomuto uvádí, že manipulací je zasílání pokynů prostřednictvím algoritmického obchodování, včetně vysokofrekvenčního obchodování, a to bez úmyslu obchodovat, ale za účelem a) narušení nebo zpoždění fungování obchodního systému trhu, b) ztížení identifikace skutečných pokynů v obchodním systému trhu pro další osoby, nebo c) vytvoření nepravdivého nebo klamavého dojmu o nabídce nebo poptávce po instrumentu²⁰⁰. K možným případům manipulace s trhem, které by v prostředí automatizovaného obchodování mohly být zvlášť problematické, se tedy řadí zejména dále v této kapitole uvedená jednání²⁰¹.

S postihováním tohoto jednání se lze v zásadě ztotožnit. Na rozdíl od předchozích totiž nelze toto jednání považovat za praktiku obchodní, ale spíše za praktiku svého druhu informační. Účastník zde neuskuteční obchod ani jeho uskutečnění na základě podaných pokynů neplánuje. Nelze zde tedy ani hovořit o jakémkoli, ať již oprávněném či nikoli, ekonomickém důvodu. Jediným cílem zde je uvést ostatní účastníky trhu v omyl.

¹⁹⁹ *Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive* [online]. 2009 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/04_505b.pdf, s. 11.

²⁰⁰ Srov. čl. 8, odst. 3, písm. c) Návrhu nařízení.

²⁰¹ Srov. *Systémy a kontroly v prostředí automatizovaného obchodování pro obchodní platformy, obchodníky s cennými papíry a příslušné orgány* [online]. 24. února 2012 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2012_122_cz_0.pdf

13.4.1 Ping orders

Toto jednání spočívá v zadávání pokynů obsahujících pouze malé množství instrumentů. Účelem je zjistit, co se odehrává na netransparentní obchodní platformě. Osoba zadávající tyto pokyny tak s minimálními náklady (pokyny jsou realizovány) získá informaci, která jinak není dostupná. Ne všechna jednání zde však lze považovat za škodlivá. Bude třeba vždy každé jednotlivé jednání pečlivě zkoumat, zda není jen „legitimním“ obchodem²⁰². Samotné umístění pokynu obsahující třeba jen jediný instrument nemusí sledovat škodlivé následky (účinky).

13.4.2 Quote stuffing

Cílem je při využití této praktiky znejistit ostatní účastníky, zpomalit proces zpracování pokynů a skrýt vlastní strategii. Prostředkem je zadávání velkého množství pokynů, jejich následné rušení či aktualizace. Uvedené jednání se tedy co do účelu kryje s Návrhem nařízení (čl. 8, odst. 3, písm. c)), a tedy ovlivněním fungování obchodního systému trhu, ztížením identifikace skutečných pokynů v tomto systému a vytvořením klamavého dojmu o nabídce nebo poptávce po instrumentu²⁰³. Toto jednání je tedy škodlivé samo o sobě tím, že je prováděno na základě „virtuálních“ pokynů, a jeho účelem není „reálná“ obchodní aktivita²⁰⁴. Specifické je potom jednání nazývané *Phantom quotes*, jehož podstatou je časové hledisko, kdy jsou pokyny zadávány pouze na dobu několika vteřin a poté jsou staženy.

²⁰² V podrobnostech např. *NYSE Euronext: Systems and controls in a highly automated environment for trading platforms, investment firms and competent authorities* [online]. říjen 2011 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/6-NYSE_Euronext.pdf

²⁰³ Srov. *HFT Quote Stuffing Market Manipulation Caught In The Act* [online]. 25. srpna 2011 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.zerohedge.com/news/hft-quote-stuffing-market-manipulation-caught-act>

²⁰⁴ V podrobnostech např. *NYSE Euronext: Systems and controls in a highly automated environment for trading platforms, investment firms and competent authorities* [online]. říjen 2011 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/6-NYSE_Euronext.pdf, Srov. dále *The 2010 Flash Crash: What Caused It and How to Prevent the Next One* [online]. 18. srpna 2010 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.dailyfinance.com/2010/08/18/the-2010-flash-crash-what-caused-it-and-how-to-prevent-the-next>

13.4.3 Momentum ignition

Jedná se o zadávání pokynů či jejich sérií (bez jejich realizace), které mají za cíl začít či posílit určitý trend a podnítit ostatní účastníky trhu, aby tento trend urychlili či rozšířili, a tím vytvořili příležitost k otevření či uzavření pozice na sledované ceně²⁰⁵. Tato praktika by však neměla být sama od sebe považována za manipulativní. Konkrétní jednání musí být vždy posouzeno ve vztahu ke konkrétním okolnostem, přičemž musí být rovněž brány v úvahu jednotlivé faktory, kterými by měly být dle NYSE Euronext zejména dále uvedené²⁰⁶. Prvním faktorem je, zda takové jednání vede k významným změnám ceny instrumentu, zejména ve srovnání s „běžným“ obchodním rozpětím dotčeného instrumentu (otázkou je, jak bude toto posuzováno). Dalším pak, zda vede ke změně skutečného vlastníka či rizika plynoucího (k tomuto srov. výše). Zda je uvedené jednání koncentrováno do krátkého časového období a vede ke změně ceny instrumentu, přičemž následně se cena vrátí do původní výše, je posledním z faktorů. Pokud by se tedy o tuto praktiku jednalo, je podřaditelná pod účel Návrhu nařízení spočívající ve vytvoření nepravdivého nebo klamavého dojmu o nabídce nebo poptávce po instrumentu.

13.4.4 Layering a spoofing

Toto jednání²⁰⁷ spočívá v zadávání hromadných pokynů, často spekulativních, na jedné straně knihy objednávek se záměrem uskutečnit obchod na opačné straně knihy objednávek. Jakmile tento obchod proběhne, manipulativní pokyny jsou staženy²⁰⁸.

²⁰⁵ Srov. *Subject: File No. S7-02-10* [online]. 16. dubna 2010 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/comments/s7-02-10/s70210-107.htm>

²⁰⁶ *NYSE Euronext: Systems and controls in a highly automated environment for trading platforms, investment firms and competent authorities* [online]. říjen 2011 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/6-NYSE_Euronext.pdf

²⁰⁷ Blíže např. *Market Watch* č. 33 [online]. srpen 2009 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter33.pdf

²⁰⁸ K příkladům např. *Stock Exchange Notice: Alleged layering of the order book* [online]. 29. června 2009 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/change-and-updates/stock-exchange-notices/2009/n3309.pdf>

Toto jednání tak vytvoří klamavý dojem o nabídce nebo poptávce po instrumentu, přičemž se týká zásadně klientů společností, kteří mají přímý přístup k trhu²⁰⁹.

13.4.5 Flash order

Flash order umožňuje, aby člen obchodního systému trhu viděl pokyny ostatních účastníků zlomek vteřiny před tím, než jsou tyto zveřejněny. Tato skutečnost může dát tomuto účastníku při využití automatického obchodování významnou výhodu oproti jiným účastníkům²¹⁰.

13.5 Zvyšování nabídky za účelem zvýšení ceny (*Advancing the bid*)

Prostředkem této manipulace je zvyšování nabídky, a to jejího objemu, ceny instrumentu či kombinace obojího. Zejména při tomto jednání je však nutné vzít v úvahu další okolnosti takového jednání tak, aby nebyla postižena jednání, která jsou pouze výsledkem „legitimní“ obchodní aktivity. Názorný příklad uvádí Pelikánová²¹¹ – není-li uspokojen pokyn k prodeji instrumentu v určitém objemu a ceně, je zjevně v rozporu s obecným chápáním a zákonitostmi nabídky a poptávky, jestliže prodávající jeden či oba z faktorů zvýší. Manipulativní jsou tedy zejména ta jednání, která postupně gradují alespoň jeden z ukazatelů, kterými jsou cena či objemem, přičemž nelze rozumně očekávat, že budou za těchto podmínek uspokojeny. Významným faktorem při posuzování takových jednání bude zejména likvidita příslušného trhu.

Zde lze učinit výhradu k této konstrukci směřující k otázce posouzení rozumného očekávání. Obchodování na trzích je proměnlivé v čase, přičemž nelze usuzovat na budoucí vývoj. Kdyby tohoto byl někdo objektivně schopen, byl by pravděpodobně velmi úspěšným účastníkem trhu. V prostředí moderních trhů, zejména s rozvojem informačních a komunikačních technologií, je každý okamžik obchodování jedinečným a „obchodní sentiment“ se může měnit z vteřiny na vteřinu. Domníváme se

²⁰⁹ V podrobnostech např. *Compliance update: London Stock Exchange* [online]. 2007 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/change-and-updates/compliance-update/comp-update-jul-09.pdf>

²¹⁰ Srov. např. *Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS* [online]. 9. srpna 2010 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-62445.pdf>

²¹¹ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání* 7–8, Praha, Sagit 2002, s. 43.

tedy, že nelze objektivně posoudit a určit, zda tyto pokyny nemohou být uspokojeny. Pokud bychom toho však schopni byli, pravděpodobně bychom tak činili na základě specifického testu, který by vycházel z průměrného obchodování či dalších veličin. Potom by to však každý účastník mohl sám zhodnotit a takové jednání by nemohlo být považováno za manipulativní, protože by nemohlo nikoho (přínejmenším průměrného účastníka) uvést v omyl.

13.6 Zvyšování poptávky za účelem zvýšení ceny (Advancing the ask)

Zrcadlovým jednáním ke zvyšování nabídky je zvyšování poptávky, a to opět jejího objemu, ceny instrumentu či kombinace obojího. Odlišuje se však tím, že obchody jsou uskutečněny. Toto jednání však může být jen těžko kvalifikovatelné jako manipulace, resp. může jen stěží vyústit do úspěšné manipulace. Účastník zde záměrně činí obchody nad aktuální tržní cenou instrumentu tak, aby zvýšil cenu. Tímto však současně zvyšuje pravděpodobnost své ztráty. Účastník by k realizaci zisku musel dále docílit toho, aby se cena instrumentu zvyšovala i po jeho nákupech. Vzhledem k tomu, že již jeho nákupy byly činěny nad aktuální tržní cenou, bude dosažení tohoto cíle složité a pravděpodobně neúspěšné²¹².

13.7 Obchody realizované těsně před uzavřením trhu (Marking the close)

Jsme názoru, že se zde jedná o jednu z nejvíce kontroverzních skutkových podstat, a to přestože jak Směrnice MAD, tak Návrh nařízení spojují tuto se subjektivním prvkem, úmyslem klamat účastníky trhu, kteří jednají na základě zavíracích kurzů²¹³. Každý trh má stanovenou dobu začátku a konce obchodování. Postihovat jakékoli jednání jen proto, že je činěno, navíc v čase v rámci této doby blíže nespécifikovaném, nám připadá přínejmenším diskutabilní. Jedině čas je zde tou podstatnou okolností, která je zvažována při kvalifikaci určitého jednání. Jak vyložit slovo „těsně“? Co je ještě před tímto časovým prostorem a co již nikoli? V důsledku bude předěl tvořit pouhá vteřina.

²¹² FISCHER, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 521.

²¹³ Srov. např. *Securities and Exchange Commission v. John P. Venners* či Rozhodnutí ČNB č.j. 2010/10994/570 ze dne 17. prosince 2010 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2011/1124/110 ze dne 31. března 2011, sp.zn. Sp/2010/17/573

Je banální skutečností, že obchodování je vyšší na konci obchodního dne, stejně jako na jeho začátku. Nelze zde tedy jednoduše poukázat na manipulaci bez uvedení jakýchkoli argumentů. Opět je zde nutné zmínit nepřipustné ztotožňování příčiny a následku. Důvodem pro tuto skutečnost je, že účastníci trhu v průběhu dne sledují vývoj ve vztahu k určitému instrumentu, tento hodnotí a na konci obchodního dne realizují svůj investiční záměr. Srov. rovněž např. teorii portfolia v kapitole 9.2 a „páteční“ či „lednový“ efekt. Nelze obecně usuzovat na to, že tyto obchody jsou projevem manipulace. Naopak je možné se domnívat, že takové obchody mohou být dokonce méně způsobilé být manipulativní než obchody uzavírané v průběhu obchodního dne. Uvědomme si, že jsme zde v prostředí „obchodní manipulace“, a tedy, že je nutné, aby účastník svým obchodem nejen cenu ovlivnil, ale aby rovněž dalším obchodem získal pro sebe výhodu z tohoto ovlivnění plynoucí. Tento účastník bude mít velmi omezený časový prostor, aby tohoto mohl využít. Vzhledem k tomu, že se obchody v tomto období koncentrují, bude mít navíc takový obchod významně nižší informačně manipulativní hodnotu, než kdyby byl učiněn v průběhu dne. Pokud by bylo argumentováno tím, že tento účastník může z obchodu těžit až den následující, je nutné zmínit nikoli nepodstatné riziko z držení instrumentu do dalšího obchodního dne²¹⁴.

13.8 Jednání ve vzájemném srozumění při IPO

Tato praktika je spojená s primární veřejnou nabídkou akcií. Osoby, které upsalý příslušné instrumenty, se vzájemně dohodnou na koupi dalších instrumentů (uplatnění opce), a to neprodleně poté, kdy začne veřejné obchodování. Účelem je vzbudit u dalších účastníků představu, že o instrument je nadměrný zájem, a tím jeho cenu směřovat k umělé výši (k umělé výši a jejímu stanovení srov. kapitolu 11.1.1). Jakmile je této výše dosaženo, instrumenty jsou prodány.

Uvedené jednání dle našeho názoru rovněž nelze považovat za manipulaci. Jedná se o legitimní využití práva opce, které bylo ostatním účastníkům trhu známo již

²¹⁴ FISCHER, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? *Harvard Law Review*. 503 (105), 1991, s. 520. Dále ke skutkové podstatě např. *Sec settles marking the close case* [online]. 29 června 2000 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr16613.htm> či *Administrative Proceeding: U.S. Bancorp piper jaffray Inc.* [online]. 5. listopadu 2002 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-46770.htm>

před začátkem obchodování, přičemž instrumenty byly na základě těchto opcí skutečně nakoupeny. Prodej instrumentů po dosažení určité hodnoty pak představuje ekonomické chování, o jehož legitimitě nelze mít pochyb.

13.9 Vytvoření dominantního postavení (Cornering) a jeho zneužití (Abusive squeeze)

Tato jednání zahrnují vytvoření dominantní pozice ve vztahu k instrumentu, resp. její vytvoření a následné zneužití. Příkladem může být situace, kdy dominant vytvoří dominantní postavení na trhu s určitou komoditou, přičemž má současně dlouhé pozice na trhu s futures (forwardy). Zneužití se potom projeví v tom, že vzhledem k tomu, že současně stáhne svoji nabídku komodity, prodejci futures nebudou moci opatřit dostatečné množství této komodity, aby mohli realizovat dohodnuté obchody, a budou se muset obrátit na dominanta. Ten si potom bude moci stanovovat ceny. Srov. např. případ *SEC v. Cavanaugh* či případ *Sumimoto*.

Za předpokladu, že by taková jednání měla být vůbec postižitelná, bude zejména při této formě manipulace nezbytné apelovat na subjektivní přístup. Uvedené jednání totiž nemůže být samo o sobě považováno za manipulativní, ale může reflektovat legitimní ekonomické cíle tohoto subjektu²¹⁵. Srovnáním s úpravou v USA je třeba uvést, že tato pro kvalifikaci manipulace „zneužitím síly“ vyžaduje prokázání existence a) umělé ceny (k tomuto srov. předchozí části práce), b) příčinného vztahu mezi jednáním účastníka a vytvořením umělé ceny a c) úmyslu účastníka umělou cenu vytvořit²¹⁶. Úmysl zde tak je podmínkou *sine qua non*.

V historii manipulace je známo nespočet jednání, která byla kvalifikována jako *cornering*, resp. *abusive squeeze*. Z poslední doby lze odkázat např. na případy automobilek Porsche a Volkswagen či trhu s ropou. Případ *Porsche a Volkswagen*²¹⁷ byl

²¹⁵ Srov. např. FERRARINI, Guido: The European Market Abuse Directive. in *Common Market Law Review*, 2004, č. 41, s. 726 Dostupné z: <http://www.kluwerlawonline.com/>

²¹⁶ PIRRONG, Craig. Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and a Proposed. *51 Wash. & Lee L. Rev.* 945. 1994, č. 51, s. 960 an. Dostupné z: <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/>.

²¹⁷ V podrobnostech např. *A Clever Move by Porsche on VW's Stock* [online]. 30. října 2008 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: http://www.nytimes.com/2008/10/31/business/worldbusiness/31norris.html?_r=1, *Squeezes*

typickým příkladem sporu o to, zda se jednalo o manipulaci, nebo o snahu ovládnout konkurenční automobilku, což nelze samo o sobě za manipulaci považovat. Uvedené jednání učinilo na okamžik automobilku Volkswagen nejhodnotnější společností na světě, kdy kurz stoupl o 348% během dvou dnů. Nejvyšší rozdíl byl z hranice cca 200 eur na cca 1 000 eur. K čemu došlo? Porsche oznámilo, že drží určité procento akcií Volkswagenu, přičemž dále uvedlo, že na další desítky procent drží opce. Kombinace těchto dvou skutečností však významným způsobem vytvářela dominantní postavení (75%), kdy bylo uváděno, že pouze 5% akcií Volkswagenu bylo volných k obchodování (to bylo způsobeno tím, že 20% akcií drželo Dolní Sasko, které uvedlo, že je neprodá). Na druhé straně však cca 15% akcií Volkswagenu bylo půjčeno (a prodáno) s tím, že se spekulovalo na jejich pokles. Osoby, které tedy měly tyto akcie vrátit, nemohly tyto nakoupit na trhu, protože nebyla dostatečná nabídka, resp. mohly tyto (jejich část) nakoupit za nepoměrně vyšší ceny.

FSA²¹⁸ uvádí, že zejména následující faktory by měly být brány v úvahu při posouzení, zda se jedná o manipulativní zneužití dominantního postavení. Za prvé se jedná o ochotu dominantanta upustit od své kontroly či vlivu, aby mohla být zachována funkce trhu²¹⁹. Účastník mohl instrumenty nakupovat s cílem společnost ovládnout, což jistě nelze považovat za manipulaci. K ochraně dalších vlastníků instrumentů poté slouží povinnost učinit nabídku k odkupu při dosažení určitého procenta vlastnictví. Jak již bylo uvedeno v případě *Porsche a Volkswagen*, do problému se dostali ti účastníci (zejména hedgeové fondy), kteří byli v krátkých pozicích, a tedy spekulovali na pokles s vypůjčenými akciemi. Domníváme se, že nelze tvrdit, že zájmy těchto účastníků jsou legitimnější, a dominant by zde měl upustit od svého vlivu (kontroly). Každý z účastníků trhu využívající spekulace na pokles by si měl být vědom souvisejících rizik. Obchodování na trzích je spojeno s riziky obecně, přičemž nelze přenášet tíhu vzniklých následků na ostatní účastníky trhu.

money [online]. 30. října 2008 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: http://www.economist.com/node/12523898?story_id=12523898

²¹⁸ *FSA Handbook* [online]. 2010 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <https://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR/1/6>

²¹⁹ Toto byl např. případ Porsche, kdy tato společnost prodala akcie ve svém držení, aby umožnila uzavřít pozice ostatním účastníkům.

Dalším faktorem je poté skutečnost, jestli činnost dominanta způsobuje (či je zde riziko, že způsobí) nemožnost uzavřít ostatním účastníkům pozice. Zde je důležité mít na paměti, že nepostačuje, pokud se tak stane pouze na bilaterální bázi, ale musí se jednat o účastníky napříč trhem. Zde odkazujeme již na předchozí výklad, a jak se domníváme, nelze zásadně zvýhodňovat určité účastníky na úkor druhým, protože první nedbali rizik, která mohla z jejich jednání vzniknout. Tito by pak měli nést své ztráty (následky) sami. Zhodnocení rozdílu mezi cenami instrumentů, které jsou obchodovány prostřednictvím mechanismu konkrétního trhu, a cenami mimo tento trh, je třetím FSA zmiňovaným faktorem.

13.10 Vytvoření umělé spodní hranice ceny

Toto jednání je zpravidla využíváno pouze emitenty instrumentů nebo osobami, které tyto ovládají. Primární cíl (udržení ceny instrumentu na určité úrovni) je zde obdobný jako při programech zpětného odkupu či stabilizaci. Tato legitimní jednání je však třeba od manipulace přísně rozlišovat. Účelem je zde zejména zabránit negativním důsledkům spojeným s poklesem kurzu, které se mohou projevit například sníženým ratingovým hodnocením ze strany ratingových agentur. Zde bude tedy vždy zásadní zhodnotit, zda a případně jaké prostředky či metody byly k tomuto jednání použity. Bude-li se jednat o prostředky a metody fiktivní či selektivní, bude možné uvedené jednání považovat za manipulaci.

13.11 Vytvoření nadměrného rozptylu mezi nabídkou a poptávkou

Zde je vyžadováno jednání specifických účastníků trhu, zejména tvůrců trhu. Podstatou je úmyslné nastavení rozptylu mezi nabídkou a poptávkou na umělé úrovni (k umělé úrovni, resp. stanovení „správné“ ceny, srov. kapitulu 11.1) a současně zachovávání tohoto „umělého“ stavu. I jako u ostatních zde zmiňovaných skutkových podstat je samozřejmě rovněž nutností naplnění znaků obecné definice manipulace.

13.12 Obchodování ovlivňující cenu instrumentu na souvisejícím trhu

Tato praktika zahrnuje jednání na dotčeném trhu ve vztahu k instrumentu, jehož účelem je ovlivnit cenu tohoto instrumentu na jiném trhu nebo jiného instrumentu, který se k tomuto vztahuje. Příkladem tedy mohou být obchody s komoditami (podkladovými aktivy), jejichž účel spočívá v ovlivnění cen derivátových kontraktů. Obchody, které

využívají legitimním způsobem výhod rozdílných cen instrumentů nebo jejich podkladových aktiv na různých trzích, však nebude možné považovat za manipulaci. Dalším z příkladů je jednání uvedené v kapitole 13.2, pokud jeho účelem bylo ovlivnění kurzu pro výpočet nabídkové ceny. Deformace kurzu zde tedy vystupuje jako prostředek k dosažení cíle v jiné oblasti – stanovení ceny při povinné nabídce odkupu. Pelikánová²²⁰ dále uvádí manipulace za účelem zvýšení úplaty investiční společnosti za obhospodařování majetku v podílovém fondu či za účelem zvýšení manažerské odměny, jejíž výše je odvislá na kurzu akcií spravované společnosti. Zde je v obecné rovině možné odkázat na již výše podaný výklad a uzavřít, že se domníváme, že toto jednání by v zásadě nemělo být považováno za manipulaci.

13.13 Koordinované jednání směřující k umělému nastavení určité výše kurzu a následnému prodeji (Pump and dump)

„Napumpovat a vyhodit“ je příležitostným názvem pro tuto praktiku, která je rozdělena do několika fází. Manipulátor nakoupí instrument, zejména se zde jedná o instrumenty (akcie) menších společností či společností, které nejsou často obchodovány. Manipulátor poté koordinovaně rozšiřuje pozitivní klamavé zprávy. Ostatní účastníci trhu jsou tak uvedeni v omyl a jejich obchodní aktivita ve vztahu k tomuto instrumentu zvyšuje jeho cenu. Jakmile cena dosáhne manipulátorem požadované výše, manipulátor instrumenty, které drží, opět prodá. Vzhledem k tomu, že manipulátor drží instrumentů větší množství, má toto významný negativní vliv na kurz instrumentu, který se navíc v důsledku dalších prodejů, které na počáteční pokles navazují, pravidelně „zhroutí“ pod úroveň, kterou dosahoval před manipulací. Takové jednání lze bez větších pochyb považovat za manipulativní. Srov. např. rozhodnutí ve věci *SEC v. Homeland Safety*

²²⁰ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání* 7–8, Praha, Sagit 2002, s. 44.

*International, Inc. F/K/A Sniffex, Inc. a další, SEC v. Mark B. Lindberg*²²¹ či *SEC v. Faisal Zafar and Sameer Thawani*²²².

SEC²²³ k tomuto uvádí několik doporučení, kroků, které by měl každý účastník vzít v úvahu. Jako první je třeba zodpovědět otázku, kde je instrument obchodován. Instrumenty obchodované na OTC trzích jsou obecně nejvíce rizikové. Jakékoli sdělení od společnosti (či jiných osob) je třeba důkladně a nezávisle ověřit. Zejména je třeba se vyvarovat různých zprostředkovatelů a jejich agresivních praktik. Obecně je však třeba být vždy spíše „skeptický“ než důvěřivý. Proč cizí osoba doporučuje určité instrumenty ke koupi? Jaký může mít prospěch z toho, že třetí osoba instrument nakoupí? Toto jsou základní otázky, které by si měl každý v této souvislosti položit.

13.14 Koordinované jednání směřující k umělému nastavení určité výše kurzu a následné koupi (Trash and cash)

Toto jednání je opozitem předchozího. Rozdílem je zde to, že manipulátor vstoupí do krátké pozice ve vztahu k instrumentu. Po následné manipulaci, kdy cena klesne, instrument nakoupí a splní obchod za dohodnutou cenu, tj. cenu před manipulací. Obdobně se uvedené projeví při vypůjčce instrumentů, kdy si manipulátor tyto vypůjčí, prodá a následně zmanipuluje kurz na nižší hodnoty. Jakmile tohoto docílí, tak instrumenty nakoupí (za cenu nižší, než tyto prodával) a vrátí. O manipulaci zde tedy rovněž není pochyb.

13.15 Zadání pokynu, jeho zveřejnění a okamžité stažení pokynu

Tato technika je využívána zejména velkými institucionálními investory a dalšími subjekty, jejichž investiční rozhodnutí jsou ostatními účastníky trhu brána jako

²²¹ *SEC v. Homeland Safety International, Inc. F/K/A Sniffex, Inc.; Mark B. Lindberg, Petar D. Mihaylov, Yuri Markov, Paul B. Johnson, and Nicholas V. Klausgaard and Ilona V. Klausgaard, Civil Action No. 3:08 CV 11970 (N.D. Tex. July 15, 2008)* [online]. 15. června 2008 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2008/lr20645.htm>

²²² *SEC v. Faisal Zafar and Sameer Thawani, 06 CV 06 1578* [online]. 6. dubna 2006 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2006/lr19642.htm>

²²³ „*Pump and dump*” *Schemes* [online]. 8. července 2006 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: http://www.sec.gov/rss/your_money/pump_and_dump.htm. Příkladem je *SEC Charges Seven in Global Warming Pump-and-Dump Scheme* [online]. 18. února 2011 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-46.htm>

spolehlivá a jejich signály jako hodnotné ve vztahu k cenám instrumentů. Tyto signály spočívají ve vytvoření představy a pozitivním vývoji ceny instrumentu v delším časovém období. Pokyn je však stažen dříve, než je realizován. Pokud je však taková informační povinnost ve vztahu k pokynům předepsána příslušnými právními předpisy, nebude možné ze samotného podání pokynu a jeho okamžitého stažení po zveřejnění usuzovat na manipulaci.

Uvedený případ je hraniční mezi manipulací a jednáním, které by nemělo být postihováno. Přestože je zde zřejmé, že účastník neměl v úmyslu pokyn realizovat, domníváme se, že zveřejněním podání pokynu ostatní účastníky neklamal. Samozřejmě bude záležet na celkovém vyznění takové informace. Stejně tak byl pokyn fakticky podán, a přestože vzápětí z trhu stažen, ostatní účastníci mohli být protistranou nabízeného obchodu. Jinými slovy, na základě tohoto pokynu mohl být realizován obchod, na rozdíl např. od pokynů popsanych v kapitole 13.4. Posouzení zde tedy bude vždy záležet na pečlivém zvážení okolností, obsahu a způsobu zveřejnění informace. Rozhodujícím zde bude délka časového okamžiku, který uplyne od zveřejnění (a šíření) do stažení pokynu.

13.16 Rozšiřování klamavých informací

Tato skutková podstata postihuje jednání, která spočívají v šíření informací prostřednictvím jakýchkoli sdělovacích prostředků, které je přinejmenším způsobilé vyslat klamavé signály ve vztahu k nabídce instrumentu, poptávce po něm nebo jeho ceně. Stejně tak je uvedené postihováno, pokud je alespoň způsobilé zajistit cenu instrumentu na umělé úrovni (ke stanovení „správné“ ceny srov. kapitolu 11.1.1). Předpokladem zde však není uskutečnění jakýchkoli souvisejících obchodů. Z hlediska objektivního přístupu k manipulaci je tedy rozhodující následek (účinek) nebo alespoň způsobilost. Uvedená forma je však pravidelně koncipována jako subjektivní, přičemž zavinění musí být naplněno alespoň ve formě nevědomé nedbalosti²²⁴. Domníváme se, že uvedené lze považovat za manipulativní praktiku. Právní úprava USA zde nepožaduje úmysl, jak bylo uvedeno např. v případě *Aaron v. SEC*, ale dostačujícím je

²²⁴ Srov. Směrnici MAD, Návrh Nařízení a výjimku uvedenou v ZPKT.

pro ni rovněž nedbalostní jednání – *SEC v. Hughes Capital Corp.* Ke skutkové podstatě srov. např. dále případ *SEC v. Huttoe*, *SEC v. Cavanaugh* či *SEC v. Dynkowski*²²⁵.

13.17 Manipulace formou doporučení (Scalping)

Jak je uvedeno rovněž specificky v Návrhu nařízení²²⁶, manipulací může být využití, ať již pouze příležitostného přístupu k jakýmkoli (včetně elektronických) sdělovacím prostředkům k vyslovení názoru na instrument (nebo nepřímo na jeho emitenta). Aby toto jednání naplnilo jednotlivé znaky, musí osoba před tímto vyslovením názoru (doporučení) otevřít pozici ve vztahu k instrumentu a mít následný prospěch z dopadů vysloveného názoru na cenu dotčeného instrumentu, a to bez současného zveřejnění střetu zájmů odpovídajícím a účinným způsobem. Otevřením pozice se rozumí rovněž případ, kdy osoba jednala s ohledem na plánované obchody s dotčeným instrumentem. Jinými slovy, měla v plánu nakoupit instrument po negativním doporučení (pokles ceny), přičemž první zmiňovaná forma bude činěna prodejem po pozitivním doporučení (vzestup ceny)²²⁷.

Domníváme se, že pro naplnění této specifické skutkové podstaty je zásadně vždy nutné, aby bylo doporučení rovněž provázeno konkrétními obchody. Zde však vyvstane otázka, zda se tato jednání nekvalifikují v případě absence obchodů jako manipulativní s odkazem na obecné vymezení v generální klauzuli. Jak je patrné z popisu uvedeného jednání, určující zde bude konstrukce obecného vymezení jako subjektivního, nebo objektivního. V případě objektivního přístupu bude zásadně nutné každé nesprávné doporučení kvalifikovat jako manipulaci (samozřejmě pokud bude alespoň způsobitelné klamat a bude rozšířeno). Subjektivní přístup bude naproti tomu vyžadovat zhodnocení péče, kterou autor mohl a měl a vynaložit.

13.18 Neplnění informační povinnosti

Při neposkytování informací jako takových v případě povinných informačních nebo oznamovacích povinností, kdy subjekt nerozšiřuje informace vůbec nebo se

²²⁵ *SEC v. Dynkowski, et al., Civil Action No. 1:09-361 (D. Del.)* [online]. 10. února 2012 [cit. 2012-03-03].

Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2012/lr22256.htm>

²²⁶ Srov. čl. 8 odst. 3, písm. d).

²²⁷ *Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive* [online]. 2009 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/04_505b.pdf, s. 12.

záměrným časovým zpožděním, lze rovněž uvažovat postih za manipulaci. Zpoždění či neuveřejnění informací může zapříčinit významnou deformaci kurzu instrumentu. Opět se zde však vracíme k rozlišení manipulace na objektivní a subjektivní. V subjektivním pojetí bude muset být vždy zkoumáno, zda zde existuje zavinění. Jinými slovy, zda byla naplněna pouze skutková podstata deliktu informačního, či zda uvedené jednání naplňuje současně skutkovou podstatu manipulace. U objektivního přístupu takové zhodnocení v zásadě odpadá, přičemž rozhodující bude pouze způsobnost přivodit následek (účinek).

Specifickou je zde praktika nazývaná „utajené vlastnictví“. Obchody jsou plánovány tak, aby utajily skutečné vlastnictví instrumentu, a to prostřednictvím porušení informačních povinností tím, že instrument je držen osobami, které jednájí ve vzájemném srozumění. Uvedené se však neuplatní v anglosaském právním režimu, kde je rozdílný koncept ve vztahu k vlastnictví (formální a benefiční vlastnictví).

13.19 Exkurs – výskyt manipulativních technik

Většina manipulace, konkrétně 84,51%, se vztahuje ke zvýšení ceny a nikoli k jejímu snížení, přičemž 40,14% využívalo techniky wash trades. 55,63% případů využívalo k manipulaci uveřejňování a šíření klamavých zpráv. 13% využívalo cornering . Převážnou většinu manipulace konají „informování“ účastníci. 47,89% případů je činěno statutárními orgány či řediteli. Obchodníci s cennými papíry představují 64,08% případů. Vlastníci, kteří disponují více jak 5% podílem na základním kapitálu, se podílejí na manipulaci z 31,69%. Konečně tvůrci trhu a upisovatelé představují 20% případů manipulace. Z pohledu trhů, kde manipulace probíhala, se ze 47,89% jednalo o OTC trhy, 33,81% o „regionální“ trhy či jiné obchodní platformy a pouze kolem 17% procent byla manipulace prováděna na trzích regulovaných (NYSE, Nasdaq, AMEX). Z pohledů společností, jejichž instrumenty jsou manipulovány, se jednalo z více jak 50% procent o malé společnosti s velmi nízkou likviditou (penny stock)²²⁸.

²²⁸ AGGARWAL, Rajesh. Stock Market Manipulation - Theory and Evidence. 11. března 2003, s. 2, 21 až 24 Dostupné z: <https://alumni.ou.edu/content/dam/price/CFS/paper/pdf/aw39.pdf>. Statistika 142 případů v USA. Součty přesahují 100%, protože v dílčích případech manipulace bylo využito více technik, resp. více skupin bylo zapojeno v dílčím jednání.

14 Alternativní stanovení odpovědnosti

NÁVRH ÚPRAVY

Jednání	Manipulativní		Nemanipulativní
	Objektivní	Subjektivní	
Wash trades			X
Painting the tape		X (přímý úmysl)	
Improper matched orders		X (přímý úmysl)	
Ping orders		X (nevědomá nedbalost)	
Quote stuffing	X (zavinění je zde implicitní)		
Momentum ignition		X (nevědomá nedbalost)	
Layering a spoofing		X (nevědomá nedbalost)	
Flash order	X (zavinění je zde implicitní)		
Advancing the ask			X
Advancing the bid			X
Marking the close			X
Jednání při IPO			X
Cornering			X
Abusive squeeze			X
Vytvoření spodní hranice ceny	X (zavinění je zde implicitní)		
Vytvoření nadměrného rozptylu	X (zavinění je zde implicitní)		
Obchodování ovlivňující cenu instrumentu na souvisejícím trhu			X
Pump and dump	X (zavinění je zde implicitní)		
Trash and cash	X (zavinění je zde implicitní)		
Otevření pozice, zveřejnění		X (přímý úmysl)	

a stažení pokynu			
Rozšiřování informací	klamavých		X (nevědomá nedbalost)
Scalping		X (zavinění je zde implicitní)	
Neplnění povinnosti	informační	X	

Jak je zřejmé nejen z výše uvedeného, ale i z kapitoly věnující se subjektivnímu a objektivnímu přístupu, jsme toho názoru, že manipulace by neměla být obecně pojímána jako objektivní, či subjektivní²²⁹. Stejně tak některá v současné době postihovaná jednání jako manipulativní nevnímáme. Z uvedeného výkladu plyne, že lze dále učinit jisté zjednodušení a uzavřít, že se přikláníme k postihování jednání založených toliko na klamavých informacích nebo využívajících umělých prostředků²³⁰. Naproti tomu se domníváme, že jednání spočívající v uskutečňování obchodů by v zásadě neměla být kvalifikována jako manipulativní. Přejdeme-li k podrobnější klasifikaci, rozdělíme jednání níže uvedeným způsobem.

14.1 Obchodní pokyny

Jednání spočívající v zadávání a rušení pokynů by dle našeho názoru mělo být považováno za manipulaci při naplnění určitých skutečností. Uvedené jednání by však především nemělo být vázáno pouze na zadání pokynu, jak uvádí obecná definice v Návrhu nařízení. Naopak, jednání musí být posuzováno jako celek, a to zejména v kontextu následného rušení takových pokynů a jejich opakovaného podávání či aktualizace. Samotné zadání pokynu nelze v zásadě nikdy za manipulaci považovat, protože toto umožňuje ostatním účastníkům trhu nabídku obsaženou v tomto pokynu akceptovat. Jinými slovy, může-li jednání vést k uzavření obchodu, pak, jak se domníváme, takovéto jednání nelze považovat za manipulaci. Vrátime-li se k manipulativním pokynům, jejich účelem je vyslání klamavého signálu ve vztahu k

²²⁹ Srov. s obecným ekonomický přístupem Rodrika v kapitole 9.

²³⁰ Srov. např. DONALD, David. Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex MTS Platforms. *German Law Journal*. 2005, 6(3), s. 664 an. Dostupné z: http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol06No03/PDF_Vol_06_No_03_649-666_Articles_Donald.pdf

nabídce nebo poptávce (ceně), nikoli realizace těchto pokynů, přičemž tyto pokyny jsou následně z obchodního systému staženy dříve, než dojde k jejich realizaci. Delikvent zde tedy neuskuteční obchod, ani jeho uskutečnění na základě podaných pokynů neplánuje. Cílem zde je uvést ostatní účastníky trhu v omyl. Jedná se zde tedy o praktiku informační, kdy delikvent prostřednictvím zadávání a rušení pokynů nepřímo komunikuje trhu informace, resp. činí jednání, které má vzbuzovat dojem, že je činěno na základě informací. Toto jednání může směřovat i k cíli dalšímu, kterým je narušení nebo zpoždění fungování obchodního systému trhu (tohoto cíle je dosahováno především prostřednictvím vysokofrekvenčního obchodování). Jako specifické zde spatřujeme jednání spočívající v zadání pokynu, ve zveřejnění této skutečnosti a v následném stažení pokynu. Přestože na tento pokyn mohli ostatní účastníci trhu reagovat – uzavřít obchod –, jsme názoru, že v určitých případech bude nutné takové jednání posoudit jako manipulaci. Jako manipulativní bude nutné takové jednání posoudit zejména v kontextu uveřejnění informace. Přestože tato informace bude obsahově pravdivá, tak vzhledem k okamžitému stažení pokynu bude působit klamavě. Rozhodujícím pro posouzení, zda se bude jednat o manipulativní jednání je tedy délka časového okamžiku, který uplyne od zveřejnění (a šíření) do stažení pokynu.

14.2 Obchodní transakce

Jakmile jsou na základě pokynů uskutečněny obchody, tyto již dle našeho názoru nelze považovat za manipulaci. V uskutečnění obchodu nespátřujeme žádný škodlivý následek (účinek). Obchody mají zásadně stejné cenové parametry jako obchody ostatní. Na škodlivost tohoto jednání je usuzováno především z vyvolávání představ o obchodní aktivitě. S tímto však nelze souhlasit, a to zejména z důvodů, jež byly uvedeny v předchozích částech této práce (především v kapitole 13.1). Jsme toho názoru, že subjektivní stránka osoby je zde rovněž nesměrodatná. Chybí zde totiž znak spočívající ve škodlivém následku (účinku). Obchod se objektivně ničím neodlišuje od obchodů ostatních účastníků. Specifické jsou samozřejmě obchodní transakce, které jsou činěny společně s uveřejňováním či rozšiřováním klamavých informací (např. *Pump and Dump, Trash and Cash*) – tyto bude nutné za manipulaci považovat. Na manipulaci zde však usuzujeme právě z klamavých informací, nikoli z obchodů samotných. Výše uvedená kategorizace přesto stanovuje *Flash order* jako manipulaci.

Zde, domníváme se, je nutné takové jednání postihovat, nicméně nikoli z pohledu manipulace, neboť lze pochybovat, že toto jednání může jakýmkoli způsobem ovlivnit nabídku, poptávku či cenu instrumentů. Přikláníme se k tomu, že uvedené jednání je spíše svým způsobem jednáním podvodným.

14.3 Uveřejňování a rozšiřování informací

Postihování jednání, která spočívají v uveřejňování či šíření klamavých informací vztahujících se k nabídce, poptávce nebo ceně instrumentu, by mělo být dle našeho názoru považováno za klíčové. Předpokladem postihu by zde však nemělo být uskutečnění jakýchkoli souvisejících obchodů. Z hlediska objektivního přístupu k manipulaci je tedy rozhodující následek (účinek) nebo alespoň způsobnost. Uvedená forma je však pravidelně koncipována jako subjektivní, přičemž zavinění musí být naplněno alespoň ve formě nevědomé nedbalosti. Obecně se s tímto přístupem ztotožňujeme. Výjimku však spatřujeme v neplnění informačních povinností, a to zejména s ohledem na skutečnosti, že se zde jedná o nesplnění povinnosti uložené právním předpisem a rovněž, že zde figuruje specifický subjekt-delikvent, kterým je emitent instrumentů. S odkazem na specifický subjekt naopak nepovažujeme za nutné konstruovat specifické výjimky ve vztahu k novinářům (blíže k tomuto v kapitole 16.6).

14.4 Definice manipulace

Přestože je výčet jednotlivých výše uvedených skutkových podstat poměrně rozsáhlý, nelze se domnívat, že je vyčerpávajícím. Lze se proto ztotožnit s přílehlavým vyjádřením, které uvádí Hajn²³¹: „*Lidská snaha dosáhnout maximum zisků s minimem námahy se projevuje v neobyčejně mnohostranných a proměnlivých formách – od těch hodnotných po takové, které jsou obecněji nebo v konkrétní situaci či v určitém společenství pokládány za nežádoucí*“. Pro právní předpisy upravující zákaz manipulace je tedy úkolem nemožným postihnout všechny současné a budoucí projevy jednání vztahující se k trhům a instrumentům. Hranice mezi tím, co je ještě přijatelné, a tím, co již nikoli, tedy zůstanou neostré a nelze je předem vymezit. Ze strukturního pohledu tedy koncepce spočívá pravidelně v kombinaci obecného ustanovení (generální klauzule) a příkladného výčtu konkrétních skutkových podstat zakázaných jednání

²³¹ HAJN, Petr: *Soutěžní chování a právo proti nekalé soutěži*. Brno, Masarykova univerzita 2000, s. 118.

(pozitivní vymezení). Neodmyslitelnou součástí je rovněž výčet jednání, která, přestože naplňují znaky generální klauzule, nejsou za manipulativní považována.

Manipulace by měla být vždy definována s ohledem na určité principy. Mezi tyto řadíme zejména: 1) zajištění fungování trhu s ohledem na jeho funkce, 2) definice by měla pokrývat jednání prostřednictvím druhových výčtů, 3) ochrana „spotřebitelů“ (malých investorů) by neměla být rozhodujícím měřítkem, 4) postihovány by měly být pouze případy, kdy lze manipulaci prokázat „bez pochybností“, přičemž nejisté případy by neměly být spojeny s negativními následky²³² a 5) pokud je pokyn jediným prostředkem ovlivnění ceny, zavinění zde musí být vždy prokázáno. Domníváme se tedy, že důvěra účastníků v trh by zde neměla být primárním faktorem, ale tímto by mělo být zajištění fungování trhu, jeho funkcí²³³. V úvahu by měl být brán zejména výsledek jakéhokoli jednání. Stávající definice manipulace pouze konstatují, co je zakázáno, avšak nikde se nezabývají základní skutečností, kterou spatřujeme v poškození funkcí trhu nebo jejich ohrožení. Shrneme-li obecné znaky manipulace, lze za tyto považovat (s výjimkami): a) jednání nebo opomenutí jednání, kde byla stanovena povinnost, b) zavinění, c) příčinnou souvislost a d) následek (účinek), resp. způsobilost k takovému následku (účinku). S ohledem na závěry uvedené v této práci lze konstruovat definici manipulace následujícím způsobem:

Manipulací je

- a) Jednání spočívající v zadání pokynu (pokynů) a jeho následné zrušení či aktualizace, za předpokladu, že tento pokyn (pokyny)
 - narušují nebo zpožďují fungování obchodního systému trhu a/nebo
 - jsou činěny prostřednictvím automatizovaného obchodování, včetně algoritmičkého a vysokofrekvenčního obchodování, nebo jiných obdobných technik tak, že ostatní účastníci trhu nemohou na základě tohoto pokynu uskutečnit obchod.
- b) Jednání spočívající v zadání pokynu, uveřejnění informace o této skutečnosti a současném nebo bezprostředně následujícím stažení tohoto pokynu

²³² Srov. případ *Fame Decorator Agencies Pty v. Jeffries Industries Ltd* in HUANG, Hui. Redefining Market Manipulation in Australia: The Role of an Implied Intent Element. *Company and Securities Law Journal*. 2007, č. 29, s. 13. Dostupné z: <http://papers.ssrn.com>

²³³ Srov. Směrnici MDA, Návrh nařízení a Rozsudek ve věci Spector.

z obchodního systému trhu tak, že ostatní účastníci trhu již nemohou po takovém uveřejnění na základě tohoto pokynu uskutečnit obchod.

- c) Jednání spočívající v uzavření (kurzotvorných) obchodů na trhu za cenu významným způsobem převyšující aktuální kurz s cílem zvýšit vážený průměr cen uveřejněných z obchodů na trhu.
- d) Skutečnost, kdy se v obchodním systému trhu současně vyskytují jak nákupní, tak prodejní pokyny, které jsou co do množství a ceny instrumentu zásadně shodné, přičemž tyto byly vloženy stejnou osobou nebo osobami jednajícími společně s cílem vyslat klamavé signály ve vztahu k instrumentu.
- e) Jednání využívající fiktivní či selektivní prostředky a metody s cílem udržení kurzu instrumentu na určité úrovni.
- f) Jednání s cílem nastavení rozptylu mezi nabídkou a poptávkou na určité úrovni a současně zachování této úrovně po určitou dobu.
- g) Jednání spočívající v uveřejnění nebo šíření klamavých informací vztahujících se k instrumentu, a to prostřednictvím jakýchkoli prostředků, pokud osoba, která tyto informace uveřejňuje či šíří, měla a mohla vědět, že tyto informace jsou klamavé.
- h) Jednání spočívající v neplnění informačních povinností emitenta instrumentu, je-li toto jednání způsobilé deformovat jakékoli představy účastníků trhu ve vztahu k instrumentu.

Jako nezbytnou součást je nutné dále uvést jednání, která manipulací nejsou (negativní vymezení), kde se lze v zásadě ztotožnit se stávajícím pojetím aplikovaným EU a ČR.

Manipulací není:

- a) Rozšiřování informace osobou provádějící průzkum, který se týká trhu s instrumenty nebo emitentů, nebo osobou, která doporučuje investiční strategii, pokud je taková informace nebo takové doporučení šířeno veřejně přístupnými prostředky a pokud takové osoby postupují při těchto činnostech korektně a uveřejní současně svůj případný konflikt zájmů.
- b) Jednání při zpětném odkupu vlastních instrumentů (za splnění podmínek stanovených speciálními právními předpisy).
- c) Jednání při cenové stabilizaci instrumentu (za splnění podmínek stanovených speciálními právními předpisy).

- d) Jednání ČNB, centrální banky jiného členského státu EU, ECB nebo jiné oprávněné osoby při uskutečňování měnové nebo devizové politiky nebo při správě veřejného dluhu.

15 Příčiny „finanční krize“ – manipulace s CDO a CDS?

V této kapitole se zaměříme na podrobnější popis manipulace, která je spojena s instrumenty CDO a CDS²³⁴. Bez ohledu na to, jakým způsobem byla (a je) tato manipulace prováděna, je (částečně) přijímanou skutečností, že právě tato byla příčinou tzv. „finanční krize“. Výmluvně je v tomto kontextu zařazení SEC dále v této kapitole rozebíraných případů do rubriky věnované příčinám finanční krize (*SEC Enforcement Actions Related to the Financial Crisis*)²³⁵. Z uvedeného se zdá být tedy zřejmé, že alespoň SEC (USA) má v této věci jednoznačný názor. Úvodem pojednáme o těchto specifických instrumentech a dále popíšeme manipulaci prostřednictvím konkrétních případů. Vzhledem k omezenému rozsahu této práce bude popsán podrobně pouze první případ. Ostatní budou poté již uvedeny formou shrnutí.

CDO nebo také zajištěná dluhová obligace patří mezi instrumenty, jejichž historie není příliš dlouhá a jejichž rozvoj byl spojen zejména s nutností řízení kreditního rizika bank v návaznosti na úvěrové expozice ve vztahu k nemovitostnímu sektoru poslední dekády. CDO jsou emitovány v různých tranších, které jsou rozděleny dle míry rizika, pravidelně *senior* (nejnižší míra rizika a výnosu, pravidelně hodnoceny ratingem AAA či AA), *mezzanine* (pravidelně hodnoceny ratingem A až BBB) a *junior* (nejvyšší míra rizika a výnosu) tranše²³⁶.

CDO jsou pravidelně emitovány bankami, přičemž CDO je instrument derivátového typu, a tedy výnosy z něj plynoucí jsou determinovány vývojem podkladového aktiva příslušného CDO. Nabyvatel má právo obdržet zpět jistinu a výnosy. Výnos je vedle vývoje podkladového aktiva ovlivněn rovněž konkrétní tranší. Uvedené lze nejlépe demonstrovat na konkrétním (pro názornost zjednodušeném) případě. Podmínky výnosu mohou např. uvádět, že bude-li nesplaceno do 30% podkladových aktiv, výnosy *junior* tranše budou procentně kráceny a, bude-li

²³⁴ V podrobnostech ISDA: *Credit Derivatives / Credit Default Swaps* [online]. 2012 [cit. 2012-03-12].

Dostupné z: <http://www2.isda.org/asset-classes/credit-derivatives/>

²³⁵ *SEC Enforcement Actions Related to the Financial Crisis* [online]. 2012 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/spotlight/enf-actions-fc.shtml>

²³⁶ Srov. např. Guttman, Robert. *Central banking in a debt-deflation crisis: a comparison of the FED and ECB* [online]. neuvedeno [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/texte_guttman_210308.pdf, s. 18

nesplaceno více jak 30% podkladových aktiv, ale méně než 50%, výnosy *junior* tranše nebudou vypláceny vůbec a výnosy *mezzanine* tranše budou procentně kráceny. Konečně bude-li nespláceno více jak 50% nebudou vypláceny výnosy *junior* ani *mezzanine* tranše. *Senior* tranše tedy neponese ztráty podkladových aktiv dříve, než přestanou být vypláceny *junior* a *mezzanine* tranše²³⁷. Mohou být samozřejmě stanoveny rovněž různé kombinace dle struktury konkrétního instrumentu.

Mezi základní druhy CDO lze řadit dle druhu podkladového aktiva následující (uvádíme anglické názvy, kdy český ekvivalent těmto není, a domníváme se, není nutné zde tyto pojmy konstruovat):

- a) „CDO-squared“ – aktiva jsou zde tranše jiných CDO instrumentů,
- b) „Cash CDO“ - aktiva jsou dluhopisy. Investoři zde dostávají výnosy, které plynou z investičního portfolia. Investiční portfolio (bankovní úvěry, hypoteční úvěry, atp.) je drženo společnostmi, které byly založeny pouze za tímto účelem (SPV) a vydávají instrumenty-dluhopisy. Zvláštním případem je „Cash CDO-squared“,
- c) „Synthetic CDO“ – aktiva jsou zde výhradně instrumenty CDS (OTC derivátový kontrakt, který v zásadě funguje jako pojištění pro referenční aktiva. Strana, která si kupuje ochranu, platí pravidelné platby druhé straně, která tuto poskytuje. Poskytovatel je zde zavázán zaplatit určitou částku v případě, že u referenčních aktiv nastane platební porušení). Investoři zde dostávají výnosy, které plynou z pravidelných plateb, které SPV dostává od kupujícího CDS, jichž je SPV poskytovatelem,
- d) „Hybrid CDO“ – aktiva jsou zde jak dluhopisy, tak CDS.

V případech CDO pravidelně vystupují banky jako aranžéři, tzn., že strukturují a nabízejí takovou transakci a v počáteční fázi jsou protistranou CDS obchodu. V případě, kdy vystupují jako úvodní protistrana CDS obchodu, banky zde jednají jako zprostředkovatelé mezi SPV a ostatními účastníky trhu. Pokud v transakci vystupuje rovněž manažer aktiva, které CDO zajišťuje, tento vyhledává a identifikuje protistrany pro CDS, které chce začlenit do investičního portfolia CDO. Banka vystupující jako aranžér může rovněž sama jednat s tímto manažerem o koupi ochrany na vývoj CDO, a

²³⁷ Názorné fungování CDO je uvedeno např. na *What is a CDO* [online]. 5. prosince 2007 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: <http://www.portfolio.com/interactive-features/2007/12/cdo> či http://en.wikipedia.org/wiki/File:CDO_-_FCIC_and_IMF_Diagram.png

to buď pro klienta, nebo na svůj účet. Zde již banka neúčtuje poplatek, ale pokud poskytuje (prodává) ochranu svému klientovi, tak její zisk je rozdíl ceny, kterou zaplatila sama a té, která je účtována klientovi. V případě, že si banka ponechá ochranu na svůj účet a nemá současně dlouhou pozici, hovoříme o nekrytém krátkém prodeji či „naked short“²³⁸.

Před datem vypořádání CDO-squared obchodu je obvyklé, že aranžérská banka nakoupí většinu zajišťujících aktiv jménem CDO-squared. V průběhu „skladovacího“ období aranžérská banka zpravidla financuje takový nákup z vlastních zdrojů a „ukládá“ zajišťující aktiva na zvláštní účet nebo „do skladu“. Pokud je na transakci zúčastněn rovněž manažer aktiva, tak je to tento, kdo rozhoduje o tom, jaká aktiva budou nakoupena. V případě Synthetic CDO-squared, aranžérská banka nakoupí ochranu v pozici úvodní protistrany CDS. V okamžiku uzavření CDO-squared obchodu jsou aktiva převedena do SPV a toto se stane poskytovatelem ochrany. SPV poté používá peněžní prostředky od investorů CDO-squared dluhopisů k případným výplatám plnění z CDS v případě, že u referenčních aktiv nastane platební porušení. Následkem výše uvedeného tedy je, že jakmile aranžérská banka prodá CDO-squared dluhopisy třetím subjektům, tito zaujmou dlouhou pozici podkladového CDS obchodu. Aranžérská banka tedy zpravidla realizuje zisk tím, že strukturuje a nabízí transakci, inkasuje poplatky za zprostředkovávání obchodů nebo rozdíl ceny, kterou zaplatila sama za nákup ochrany na vývoj CDO-squared a ceny, kterou účtuje klientovi.

15.1 SEC v. Citigroup Global Markets Inc (Citigroup)²³⁹

15.1.1 Požadavek na krátké pozice k CDO tranším

Na přelomu roku 2006 a 2007 si některé hedgeové fondy (a další účastníci trhu) začaly uvědomovat, že CDO, jejichž aktiva sestávají zejména z instrumentů navázaných na hypoteční úvěry ohodnocené ratingem BBB (mezzanine tranše) mohou utrpět významné finanční ztráty, stejně tak jako ty, které byly dokonce ohodnoceny ratingem

²³⁸ V současné době EU publikovala návrh nařízení o krátkém prodeji a některých aspektech swapů úvěrového selhání (CDS). *Nařízení o krátkém prodeji a některých aspektech swapů úvěrového selhání* [online]. 15.9.2010 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_cs.pdf

²³⁹ *SEC v. Citigroup Global Markets Inc* [online]. 19. října 2011 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2011/comp-pr2011-214.pdf>

A. Tito účastníci tak uvažovali o dosažení zisku tím, že nakoupí CDS na mezzanin tranše CDO ohodnocené ratingem A, a emitované v roce 2006 (již zde byl patrný pokles realitního trhu v USA a předpokládalo se jeho další a významné prohlubování).

Citigroup byla jedním z nejvíce aktivních obchodníků s CDS navázanými na CDO. V říjnu 2006 měla Citigroup mnoho zájemců ze strany hedgeových fondů o koupi ochrany na CDO, zejména mezzanin tranší z roku 2006. Rostoucí poptávka po ochraně vedla ke zvýšení ceny (rozšíření rozdílu mezi nákupní cenou banky a cenou za kterou byli účastníci trhu ochotni nakupovat) ve vztahu k tranším s ratingem A. CDS jsou zpravidla oceňována rozdílem sazby uplatňované k „volnému“ financování, jako např. sazby LIBOR. V případě, že jsou všechny ostatní skutečnosti rovnocenné, větší rozdíl těchto hodnot indikuje vyšší míru rizika referenčního aktiva. Tato skutečnost měla za následek interní diskuse Citigroup ve vztahu k CDO squared (A tranším). Přinejmenším část zaměstnanců Citigroup se domnívala, že uvedené umožňuje Citigroup otevřít nekryté krátké pozice (*naked short*) na mezzanin tranše CDO ohodnocené ratingem A a emitované v roce 2006. Tyto by pak stouply na hodnotě a zajistily Citigroup významný zisk v případě, že by realitní trh v USA významně poklesl.

15.1.2 Strukturování CDO Class V Funding II (CVF) – první fáze

V říjnu roku 2006 osoby z obchodního a strukturního oddělení Citigroup diskutovaly možnost, že by obchodní oddělení otevřelo krátké pozice k CDO squared, které by strukturovalo a nabízelo oddělení strukturní. Následně společně s osobami ze syndikátního oddělení diskutovali další možnosti. Citigroup věděla, že bude-li uvedené prezentováno investorům tak, že zkušený poradce, který je neúčastněnou stranou, strukturoval investiční portfolio, umístění CDO-squared instrumentů na trhu bude bezproblémové. Přibližně 19. října 2006 kontaktovala Citigroup Credit Suisse Alternative Capital, Inc. (CSAC), zda by CSAC vystupovala jako manažer aktiv.

23. října 2006 vedoucí obchodního oddělení Citigroup zaslal strukturnímu oddělení seznam 21 CDO u kterých mělo obchodní oddělení v plánu nakoupit ochranu ve formě CDS. 26. října 2006 osoby z obchodního, strukturního a syndikátního oddělení diskutovaly možnosti struktury CDO-squared, stejně tak jako možnosti profitovat z otevření krátkých pozic na takové CDO-squared.

1. listopadu 2006 byl výše uvedený seznam společně se čtyřmi dalšími CDO (zaslanými obchodním oddělením) poskytnut CSAC s tím, že uvedený seznam uvádí CDO, která jsou předpokládána, že budou v portfoliu CDO-squared. Následně bylo ze strany CSAC potvrzeno, že s uvedeným konceptem souhlasí. Po této informaci bylo vedoucím obchodního oddělení komunikováno strukturálnímu oddělení, aby připravilo smlouvu o spolupráci s CSAC.

Přibližně 3. listopadu 2006 vedoucí zaměstnanec strukturálního oddělení smlouvu o spolupráci připravil a prostřednictvím e-mailu odeslal k interní diskusi mezi vybranými osobami v Citigroup. Později tohoto dne nadřízený vedoucího zaměstnance strukturálního oddělení v odpovědi na e-mail reagoval slovy: „*Tohle je naše práce?*“. Vedoucí zaměstnanec odpověděl: „*Já doufám. Toto je obchod na vlastní účet Citigroup organizovaný vedoucím obchodního oddělení. CSAC souhlasila s podmínkami, přestože nebudou vybírat aktiva.*“²⁴⁰

15.1.3 Strukturování CVF – druhá fáze

V prosinci 2006 se nadále zvyšoval výše uvedený rozdíl ve vztahu k jednotlivým A tranším CDO, což přimělo Citigroup ke zrychlení jednání s CSAC a vedlo až k uzavření smlouvy o spolupráci. 21. prosince 2006 zaslala CSAC Citigroup e-mail, který mimo jiné obsahoval seznam 127 diverzifikovaných „obchodů“, které by měly tvořit portfolio, přičemž tento byl tvořen jen 19 mezanin CDO tranšemi z původně 25 Citigroup zasláných.

8. ledna 2007 zaslala Citigroup zpět upravený seznam CSAC. Tento obsahoval 25 CDO tranšů z roku 2006, přičemž 16 z nich bylo shodných s těmi, které byly ze strany Citigroup zaslány již 1. listopadu 2006. Seznam doprovázel e-mail, který mimo jiné uváděl: „*zde je jmenný seznam CDO ke kterým bychom chtěli, aby CSAC poskytla ochranu*“²⁴¹. CSAC následně potvrdila, že těchto 25 CDO zařadí do portfolia, přičemž nominální hodnota CDS, která poskytne Citigroup byla 250 milionů USD.

Přibližně 8. ledna 2007 uzavřely Citigroup a CSAC smlouvu o spolupráci na základě které měla Citigroup působit jako „agent pro umístění“ a CSAC jako manažer aktiv CVF. Na základě této smlouvy bylo tedy odpovědností CSAC určit aktiva a

²⁴⁰ Tamtéž, s. 10

²⁴¹ Tamtéž, s. 11

provádět nákup instrumentů do portfolia. Následně CSAC vybrala dalších 18 CDO tranší ke kterým poskytne ochranu ve formě CDS dalším protistranám. Nominální hodnota CDS, která poskytla dalším protistranám, byla 220 milionů USD. 11. ledna 2007 se Citigroup a CSAC dohodly, že zvýší objem CVF z 500 milionů USD na jednu miliardu USD. Následně se Citigroup a CSAC rovněž dohodly na navýšení CDS poskytovaných Citigroup, a to na částku 500 milionů USD, což činilo jednu polovinu objemu CVF. Z toho CDS ve výši 490 milionů USD byly nekryté krátké pozice (*naked shorts*). CSAC dále vybrala další CDO k začlenění do portfolia prostřednictvím CDS, jejichž nominální hodnota byla přibližně 150 milionů dolarů.

Portfolio CVF bylo tedy tvořeno Synthetic CDO ve výši 870 milionů USD a devíti Cash CDO v nominální výši 130 milionů USD, přičemž 6 z nich v nominální výši 92,25 milionů byly CDO strukturovány a nabízeny Citigroup. Kolem 14. února 2007 poté vedoucí obchodního oddělení informoval oddělení risku Citigroup, že obchodní oddělení má v úmyslu ponechat si krátké pozice (CDS) ve vztahu k CVF, přestože Citigroup prodala všechny tranše CVF. Jinými slovy, že Citigroup bude mít zisk z negativního vývoje CVF, přestože CVF nabízela investorům.

15.1.4 (Ne)zveřejnění informace o strukturování a finančním zájmu

Dva základní dokumenty nabízející (propagující) CVF byly *offering circular* (obsahově obdobný prospektu) a *pitch book* (prezentace pro investory). Oba tyto dokumenty byly vyhotoveny Citigroup, přičemž na jejich přípravě se podílel rovněž vedoucí zaměstnanec strukturního oddělení, který strukturoval CVF. Citigroup byla tedy odpovědná za to, že tyto dokumenty nebudou klamavé. Pitch book však uváděl CSAC jako manažera aktiv a výslovně deklaroval, že CVF byl CSAC strukturován. Uvedená část rovněž obsahovala CSAC dodané rozsáhlé shrnutí připravené CSAC, které obsahovalo seznam referencí CSAC, přiblížení filozofie společnosti a, zejména část (9 stran textu), která popisovala přístup CSAC ke konstrukci portfolia a jeho management (v obecné rovině, nikoli ve vztahu k CVF). Nikde v dokumentu však nebyla uvedena zmínka o zásadní roli při strukturování portfolia, kterou sehrála Citigroup. Je zřejmé, že Citigroup věděla nebo měla a mohla vědět, že neuveřejněním takové skutečnosti byla celková informace podávaná v pitch booku klamavá.

26. února 2007 Citigroup dokončila *offering circular*, jehož úvodní strana uváděla, že CSAC bude manažerem aktiv v portfoliu (dokument uváděl dále na dalších místech

prohlášení se stejným obsahem). Dokument obsahoval rovněž přístup CSAC ke konstrukci portfolia a jeho management a nikde naopak neuváděl zapojení Citigroup do výběru portfolia. Oba dokumenty uváděly informaci o tom, že Citigroup působí jako úvodní protistrana CDS, včetně potenciálního konfliktu zájmů s tímto souvisejícího, přičemž však nebylo uvedeno ničeho ve vztahu k zájmu, jaký má Citigroup na negativním vývoji CVF. Jak bylo uvedeno výše, již v tento okamžik měla Citigroup 500 milionů USD v CDS (pouze 10 milionů USD bylo krytých krátkých pozic). Pitch book i offering circular byly tedy klamavé, protože neuváděly, že:

- a) Citigroup měla významný podíl na výběru portfolia CVF,
- b) Citigroup měla otevřeny krátké pozice ve výši 500 milionů USD (CDS) na vlastní účet, z čehož 490 milionů USD byly nekryté krátké pozice (*naked short*),
- c) Krátké pozice Citigroup se vztahovaly k aktivům, která sama vybrala,
- d) Citigroup neměla žádné krátké pozice ve vztahu k aktivům, která byla vybrána CSAC.

15.1.5 Investoři CVF

Ke konci ledna 2007 se Citigroup rozhodla nabídnout tranše CVF k prodeji a učinila tak prostřednictvím e-mailu, který obsahoval jako přílohy pitch book a offering circular. V konečném důsledku přibližně 15 investorů nakoupilo (resp. poskytlo ochranu) tranše CVF v hodnotě 843 milionů USD. Největším z investorů byla společnost Ambac. Tato společnost pravidelně investovala do CDO, jejichž portfolia byla strukturována manažerem. Interní dokumenty této společnosti uváděly početné diskuse ve vztahu k předchozím zkušenostem CSAC a jejímu přístupu ke strukturování CDO instrumentů, přičemž z nich bylo zřejmé, že právě uvedená skutečnost byla rozhodující pro schválení investice do CVF. Ilustrující je dále v tomto směru interní vyjádření jednoho z manažerů dalších investorů, které činilo podklad pro rozhodnutí: „*Jsem názoru, že CSAC má významné zkušenosti a početné referenční transakce ve vztahu k výběru kvalitních portfolií CDO, ale s výběrem v tomto případě se nelze 100% ztotožnit, nicméně se domníváme, že s ohledem na předchozí uvedené lze s touto investicí souhlasit*“²⁴². Ambac neměla žádné informace o roli Citigroup v procesu strukturování CDO, přičemž taková informace by měla významný vliv pro rozhodování

²⁴² Tamtéž, s. 18

nejen této společnosti, ale jakéhokoli průměrného (rozumného) investora. Společnost Ambac dále nakoupila ochranu ve výši 500 milionů USD od BNP Paribas.

15.1.6 Vývoj CVF

Někteří profesionální investoři kritizovali strukturu CVF již od okamžiku, kdy začalo být Citigroup nabízeno. Výmluvné jsou charakteristiky a komentáře, které uváděli jednotliví investoři při revizi nabídkových dokumentů ve vztahu ke struktuře portfolia. Např. „*sbírka psích výkalů*“ (*a collection of dogshit*) či „*pravděpodobně nejlepší krátká pozice VŠECH DOB*“ (*possibly the best short EVER*)²⁴³.

V červnu 2007 bylo 14 z 58 podkladových aktiv ratingovými agenturami označeno jako v „negativním výhledu“, přičemž 11 z nich bylo právě těch, které vybírala Citigroup. Začátkem listopadu 2007 byl poté snížen rating přibližně 33,4% aktiv CVF. Všech 25 aktiv, která byla dodána Citigroup, měla významně horší výkonnost, než ta, která byla vybrána CSAC a začleněna do CVF (stejně jako v poměru k těm, která byla Citigroup odmítnuta).

7. listopadu 2007 agentura Moody's snížila rating všem tranším CVF. Následovala další snižování ratingů napříč agenturami a podkladovými aktivy. 19. listopadu 2007 bylo vyhlášeno ve vztahu k CVF platební porušení. Jakékoli zůstávající peněžní prostředky měly být tedy vypláceny již pouze seniorní tranši.

Společnost Ambac, která pozici uzavřela ke konci roku 2008, utrpěla významné ztráty spojené s investicí do CVF. Ztráty BNP Paribas byly spojeny se seniorní tranší poskytnutím CDS společnosti Ambac. Citigroup obdržela přibližně 34 milionů USD na poplatcích spojených se strukturováním a nabízením CVF a 160 milionů USD jako zisk spojený s držením krátkých pozic (CDS).

15.1.7 Závěr

Jak je již z výše provedeného nastínění skutkové situace v tomto případě zřejmé, Citigroup se zde dopustila „informační“ manipulace, která byla činěna prostřednictvím uvádění klamavých informací, které přiměly ostatní účastníky trhu k nákupu instrumentů. Klamavé informace vedly k tomu, že tyto účastníci byli přesvědčeni, že portfolio CVF bylo konstruováno CSAC, a to na základě přísných pravidel, kterými se

²⁴³ Tamtéž, s. 19

tato společnost řídila v obdobných případech v minulosti. Tito rovněž na základě nabídkových dokumentů předpokládali, že Citigroup vystupuje v tradiční roli aranžérské banky (agenta pro umístění). Jinými slovy, že Citigroup je odpovědná pouze za „nalezení“ investorů. V dokumentech nebyla žádná zmínka o dvou zásadních skutečnostech, které by každý průměrný investor vzal úvahu při svém rozhodování o konkrétní investici. Těmito byly významná role Citigroup při strukturování portfolia a krátká pozice na polovinu objemu CVF, která byla navíc z 98% nekrytá (*naked*).

15.2 SEC v. Goldman Sachs & Co (GS) a Fabrice Tourre (FT)²⁴⁴

15.2.1 Skutkový stav – shrnutí

Předmětem v tomto případě byl rovněž instrument Synthetic CDO, který nesl název ABACUS 2007-AC1 (AC1). AC1 byl z většiny provázán opět na realitní trh v USA, a to prostřednictvím hypotečních úvěrů. Nabídkové materiály AC1 uváděly, že portfolio bylo strukturováno společností ACA Management LLC (ACA), a tedy třetím subjektem, který měl v dané oblasti významné zkušenosti. Zásadní vliv na strukturu portfolia měl však hedgeový fond Paulson & Co.Inc (Paulson), jehož zájmy byly v rozporu se zájmy potenciálních investorů do AC1. Poté, co byla Paulsonem vybrána aktiva do portfolia, Paulson k těmto otevřel krátké pozice (CDS). Paulson tedy předpokládal jejich negativní vývoj, přičemž tato skutečnost nebyla v nabídkových materiálech GS nikde zmíněna a potenciální investoři tedy netušili, že portfolio bylo vybíráno osobou, která má rozdílný zájem stran jeho vývoje.

FT byl odpovědný za AC1, kdy rovněž připravoval nabídkové materiály a přímo komunikoval s investory, přičemž však věděl o výše uvedených skutečnostech. FT navíc uvedl ACA nepravdivou informaci, že Paulson investoval přibližně 200 milionů USD do AC1 (dlouhá pozice), a tedy že jeho zájmy byly v souladu s ACA, přičemž ve skutečnosti byly právě opačné.

Transakce byla uzavřena 26. dubna 2007. Paulson zaplatil GS za nabízení (a nepřímou strukturování) AC1 přibližně 15 milionů USD. 24. října 2007, 83% aktiv portfolia byl snížen rating, přičemž 17% se dostalo do negativního výhledu. 29. ledna

²⁴⁴ SEC v. Goldman Sachs & Co a Fabrice Tourre [online]. 16. dubna 2010 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2010/comp21489.pdf>

2008 byl snížen rating již 99% aktiv. Konečným následkem bylo, že investoři do AC1 přišli o více jak jednu miliardu USD, přičemž Paulson obdobnou sumu vykázal jako zisk na základě CDS.

15.2.2 Závěr

Obdobně jako v případě Citigroup v předchozí kapitole se zde jedná o informační manipulaci. Na této skutečnosti nic nemění fakt, že na rozdíl od Citigroup GM nekupovala CDS na vlastní účet. Manipulace zde spočívá v klamání investorů tím, že GM neuvedla do nabídkových materiálů pravdivé informace o strukturování portfolia. Stejně tak GM a FT vědomě klamali společnost ACA o investicích Paulsona do AC1.

15.3 SEC v. ICP Asset Management, LLC (ICP) a další²⁴⁵

15.3.1 Skutkový stav

Společnost ICP byla od roku 2006 manažerem několika speciálních investičních „jednotek“, včetně CDO s názvem Triaxx (podkladová aktiva zde byla tvořena opět především hypoteční produkty). Počátkem roku 2007 začala ICP provádět série obchodů, které měly za následek významné ztráty hodnoty Triaxx a zejména klientů ICP, kterým tato společnost radila při nákupech. Příkladem může být nákup dluhopisů v hodnotě 22 milionů USD ze strany CDO (na příkaz ICP) – nakupovaly speciální společnosti, které tvořily podkladové aktivum CDO (tyto pak přímo držely úvěrové a další produkty a instrumenty), přičemž jednotková cena byla 75 USD. ICP však ten stejný den na účet jiného klienta nakoupila stejné dluhopisy za jednotkovou cenu 63,50 USD. Tímto tedy vznikla CDO škoda přibližně 2,5 milionů USD. Stejně tak například ICP nakupovala jménem Triaxx jiná CDO za významně nižší cenu tak, aby vyvolala *margin call* u investora tohoto jiného CDO.

15.3.2 Závěr

V tomto případě byly tedy šířeny klamavé informace a uskutečňovány obchody. Významnější zde však byla praktika založená na obchodních transakcích, kde ICP

²⁴⁵ SEC v. ICP Asset Management, LLC a další [online]. 21. června 2010 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2010/comp21563.pdf>

zneužila svého postavení a desítkami obchodů ovlivňovala kurzy jednotlivých CDO. Zde se však domníváme se spíše jednalo o jednání podvodné, než manipulativní.

15.4 SEC v. Stifel, Nicolaus & Co. (Stiefel) a David Noack (Noack)²⁴⁶

15.4.1 Skutkový stav

Stiefel a Noack doporučili několika školním organizacím sérii investic do dluhopisů, jejichž podkladovým aktivem byly Synthetic CDO navázané na CDS k ochraně korporátních dluhopisů. Celková investice činila 200 milionů USD, které byly tvořeny desítkami milionů vlastních prostředků školních organizací a prostředky půjčenými speciálně vytvořenou společností.

Stiefel a Noack přiměli školní organizace ke koupi tím, že jim předkládali klamavé informace, zejména ve vztahu k riziku spojeném s danou investicí, a to přestože věděli, že právě riziko investice je základním parametrem, který tyto subjekty při rozhodování o investici zohledňují. Klamavost byla spojena nejen s rizikem budoucího vývoje, ale i možností platebního porušení a návratnosti vložených prostředků. Stiefel a Noack uváděli např., že by muselo dojít k „15 Enronům“ (úpadkům obdobných společností jako společnost Enron), aby se investice dostala do platebního porušení. Dále bylo uváděno, že 30 ze 105 společností v portfoliu by muselo vyhlásit úpadek, stejně tak jako 100 z 800 největších společností na světě, aby školní organizace nedostaly zpět vložené prostředky. V neposlední řadě Stiefel a Noack kvalifikovali bezpečnost investice na stejné úrovni, jako byly dluhopisy vydávané vládou USA.

Rovněž byly zamlčeny pochybnosti ostatních účastníků trhu stran využití „pákového efektu“ (nákupu s půjčenými prostředky) a vhodnosti investice pro typ subjektu jakým jsou školní organizace. Z celkových 200 milionů USD bylo 198,7 milionů půjčených prostředků. Školní organizace si půjčily 36 milionů USD z celkových 37,3 milionů USD jimi investovaných. I při špatném vývoji investice Stiefel a Noack dále školní organizace klamali, v důsledku čehož si tyto půjčily další prostředky tak, aby zabránily ztrátě celé investice (margin call), přičemž se však

²⁴⁶ SEC v. Stifel, Nicolaus & Co., Inc a David W. Noack [online]. 10. srpna 2011 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2011/comp22064.pdf>

vystavily možnosti větší ztráty v budoucnu. V konečném důsledku školní organizace přišly o veškeré vložené prostředky, a to jak vlastní, tak půjčené.

15.4.2 Závěr

Jednání Stiefel a Noack se vedle manipulace, kde byly deformovány představy účastníka trhu, především kvalifikuje jako (pohledem právní úpravy ČR) jako jednání, které není v souladu s poskytováním služeb s odbornou péčí. Uvedené jednání bylo rovněž podvodem, kdy Stiefel a Noack uvedli školní organizace v omyl, přičemž těmto vznikla újma a Stiefel a Noack naopak získali prospěch (poplatky za služby).

15.5 Ostatní

SEC uvádí na svých internetových stránkách mnoho dalších případů, které považuje za příčiny současné finanční krize. Ne všechny jsou však spojeny pouze s manipulací, přičemž některé nebyly manipulací vůbec. Z dalších lze např. zmínit *SEC v. Bankatlantic Bancorp, Inc a Alan B. Levan*²⁴⁷ či *SEC v. Michael Strauss, Stephen Hozie a Robert Bernstein*²⁴⁸.

15.6 „Případ“ CDS

Jak již bylo uvedeno výše, CDS v podstatě funguje jako forma pojištění. Strana, která si kupuje ochranu, platí pravidelné platby druhé straně, která tuto poskytuje. Poskytovatel je zde zavázán zaplatit určitou částku v případě, že u referenčních aktiv nastane platební porušení a za tento závazek dostává od příjemce pravidelnou úplatu. Stejně jako v případě ostatních instrumentů, rovněž CDS mohou být použity k manipulativním účelům. Důvodem jsou zejména skutečnosti, že ve vztahu k CDS je omezená informační povinnost vůči regulačním úřadům, stejně tak jako vyvolání klamavé představy o riziku v případě málo likvidních trhů. Jednou z možností, jak negativním důsledkům zabránit je zakotvení oznamovací povinnosti regulačním úřadům, která by těmto umožnila pružně reagovat v případě podezření na nekalé praktiky.

²⁴⁷ *SEC v. Bankatlantic Bancorp, Inc a Alan B. Levan* [online]. 18. ledna 2012 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2012/comp22229.pdf>

²⁴⁸ *SEC v. Michael Strauss, Stephen Hozie a Robert Bernstein* [online]. 28. dubna 2009 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2009/comp21014.pdf>

V případě, že je CDS využíváno jako forma pojištění, lze jej obecně označit za odpovídající požadavkům moderních finančních trhů. Problematické je ovšem využití CDS v následujících případech:

- a) Strana, která si ochranu ve formě CDS kupuje, nemá v držení podkladové aktivum a sleduje tedy spekulativní účel spočívající v platebním porušení ve vztahu k podkladovému aktivu,
- b) Strana, která si ochranu ve formě CDS kupuje, tímto sleduje účel odstranění kreditního rizika z účetních výkazů, přičemž pro ni není rozhodné, kdo je poskytovatelem CDS. V těchto případech se jedná o nedostatečně kapitálově vybavené subjekty (zpravidla hedgeové fondy), které nejsou schopny dostát svým závazkům z CDS v případě platebního porušení. Příkladem zde je například *UBS a Paramax Capital*, kdy tento hedgeový fond, který měl ve správě přibližně 200 milionů USD, poskytl UBS CDS v hodnotě 1.300 milionů USD.
- c) Strana poskytne CDS na podkladová aktiva za účelem dosažení zisku plynoucího z pravidelných plateb za jeho poskytnutí, přičemž však dostatečně nezhodnotí pravděpodobnost platebního porušení, kdy při jeho výskytu není schopna dostát svým závazkům, a
- d) Manipulativního jednání emitentů spočívajících v neuvedení informací ohledně poskytnutí CDS na CDO, které byly těmito vytvořeny a nabízeny, jako např. v případech *Plumbers' Union Local No. 12 Pension Fund v. Swiss Reinsurance Co.* a *Epstein Real Estate Advisory v. Am. Int'l Group Inc.*²⁴⁹ (srov. rovněž předchozí případy).

Jak uvádí mj. ISDA²⁵⁰, krátký prodej přispívá k efektivnosti trhů tím, že zvyšuje tržní likviditu. To je důsledkem toho, že poskytovatel prodává instrumenty a později tyto nakupuje, aby krátký prodej pokryl. Tím, že investorům umožňuje jednat, pokud se domnívají, že je nějaký instrument nadhodnocený, vede také k efektivnější tvorbě cen instrumentů, přispívá ke zmírňování cenových bublin a může včas upozornit na fundamentální problémy určitého emitenta.

²⁴⁹ *Credit Default Swaps In The Crosshairs* [online]. 24. března 2009 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: <http://www.kslaw.com/imageserver/KSPublic/Library/publication/Credit%20Default%20Swaps%20In%20The%20Crosshairs.pdf>

²⁵⁰ *Greek Sovereign CDS* [online]. 2011 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: <http://www2.isda.org/greek-sovereign-cds/>

Návrh nařízení o krátkém prodeji a některých aspektech swapů úvěrového selhání uvádí²⁵¹, že v některých situacích je však krátký prodej možné považovat za činnost spojenou s řadou potenciálních rizik. Například za mimořádných tržních podmínek existuje riziko, že krátký prodej může vyvolat nepřiměřenou sestupnou cenovou spirálu, vedoucí k chaosu na trhu a možným systémovým rizikům. Pokud navíc jsou krátké pozice netransparentní, může se stát, že regulační orgány nebudou moci monitorovat důsledky pro řádnou funkci trhu či monitorovat používání krátkého prodeje ve spojení se strategiemi zneužívání trhu. Kromě toho může nedostatečná transparentnost vést k informační asymetrii, nejsou-li ostatní účastníci trhu přiměřeně informováni, do jaké míry krátký prodej ovlivňuje ceny. Nekrytý krátký prodej může být rovněž spojen se zvýšeným rizikem selhání při vypořádání a volatilitu.

Vedle výše uvedeného je dále také nutné zmínit ve stávající situaci aktuální otázku manipulace spojenou se státním dluhem Řecka a řeckými státními dluhopisy. Jako externí faktor stávajících potíží Řecka je mj. uváděna manipulace s dluhem a CDS (sázka na bankrot Řecka, signál o nárůstu rizika nesplacení, odraz v růstu úrokových sazeb – vypuknutí dluhové krize). K této otázce je však prozatím stále jen málo informací tak, aby bylo možné činit hlubší a podložené závěry. K datu dokončení této práce nebyl znám ani konečný výsledek restrukturalizace řeckého dluhu, kdy se však lze domnívat, že budou spuštěny výplaty z CDS kontraktů na řecký vládní dluh. Tato skutečnost bude mít významný dopad na další „velké evropské dlužníky“, zejména Itálii a Španělské království, a to ve formě zvýšení rizikových premií, stejně tak jako na poskytovatele CDS. Výše uvedené vedlo EU k publikaci výše zmiňovaného návrhu nařízení.

Návrh²⁵² uvádí, že se vztahuje na všechny instrumenty, ale umožňuje přiměřeně reagovat na různá rizika, která mohou být spojena s krátkým prodejem různých nástrojů. V případě instrumentů, jako jsou akcie a deriváty odvozené od akcií, státní dluhopisy a deriváty odvozené od státních dluhopisů a swapy úvěrového selhání týkající se státních emitentů, u nichž je vstupování do krátkých pozic běžnější a existují zde

²⁵¹ Nařízení o krátkém prodeji a některých aspektech swapů úvěrového selhání [online]. 15.9.2010 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_cs.pdf

²⁵² Tamtéž

jasně identifikovatelná rizika nebo obavy, se uplatní požadavky na transparentnost a požadavky týkající se nekrytého krátkého prodeje. Ve výjimečných situacích vážného ohrožení finanční stability nebo důvěry na trhu návrh umožňuje dočasně uložit další opatření pro zajištění transparentnosti týkající se dalších instrumentů.

E) NEGATIVNÍ VYMEZENÍ MANIPULACE A ODPOVĚDNOST

16 Negativní vymezení manipulace

Existence výjimek z jednání, která jsou obecně kvalifikována jako manipulativní, je esenciální součástí právního předpisu v případě, kdy je manipulace konstruována jako objektivní delikt. Tyto výjimky tak poskytují možnosti, jak se vyhnout negativním následkům s tímto jednáním spojeným. V této části práce budou jednotlivé výjimky z manipulace rámcově pojednány. Výjimky je možné v základním rozdělení pojmut jako „absolutní“ (*safe harbours*) a „relativní“. Absolutními výjimkami rozumíme takové, kdy, při naplnění právními předpisy jednoznačně stanovených kritérií, se tyto v zásadě bez dalšího aplikují. Jsou jimi především zpětné odkupy, stabilizace a jednání speciálních subjektů při aplikaci měnové politiky, politiky směnných kurzů a při správě veřejného dluhu. Relativními výjimkami pak budeme rozumět ty, jejichž uplatnění je vázáno na diskreci příslušných orgánů členských států při jejich posuzování. Mezi ně řadíme zejména uznávané tržní postupy, šíření informací, o nichž šířitel nemůže vědět, že jsou manipulativní, novinářské licence či rozšiřování investičních doporučení.

16.1 Zpětné odkupy

Zpětné odkupy jsou jednou z pravidelně právními řády zmiňovanou výjimkou z manipulace²⁵³. Směrnice MAD v čl. 8 a úvodním ustanovení č. 33 stanoví, že zákazy stanovené v uvedené směrnici se nepoužijí na obchodování s vlastními akciemi v rámci programu zpětného odkupu nebo za účelem stabilizace instrumentu, pokud takové obchodování probíhá v souladu s prováděcími opatřeními. Tímto prováděcím opatřením je Nařízení 2273/2003²⁵⁴. Je zřejmé, že Komise úpravou dané problematiky v nařízení

²⁵³ Příkladem je např. program zpětného odkupu akcií společnosti ČEZ a.s. K podrobnostem na <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/zpetny-odkup-akcii.html>

²⁵⁴ Blíže např. *Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market* [online]. 15. května 2009 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/09_219.pdf

sleduje plnou harmonizaci ve vztahu ke zpětným odkupům a stabilizaci napříč jednotlivými členskými státy²⁵⁵. Forma nařízení navíc vede k vyšší právní jistotě ve vztahu k implementaci a aplikaci těchto právních norem. Obchodování v rámci programů zpětného odkupu a opatření stabilizace instrumentu, na které se nevztahuje výjimka ze zákazů Směrnice MAD stanovená v čl. 8 uvedené směrnice, by však nemělo být samo o sobě považováno za zneužívání trhu (úvodní ustanovení č. 2 Nařízení 2273/2003). Takové jednání (které přímo nesouvisí s účelem zpětného odkupu a stabilizace) se proto posuzuje stejně jako jakákoli jiná činnost spadající do oblasti působnosti Směrnice MAD a může být předmětem správních opatření nebo sankcí, pokud příslušný orgán členského státu zjistí, že dotyčné jednání představuje zneužívání trhu (úvodní ustanovení č. 3 Nařízení 2273/2003). Vzhledem k tomu, že úprava je provedena formou nařízení, které je v ČR přímo aplikovatelné, nebudeme dále text dělit na kapitoly věnující se zvláště právní úpravě evropské a české. V ZPKT § 126 odst. 2, písm. e) pouze odkazuje na Nařízení 2273/2003. Stejně tak nebudeme věnovat zvláštní pozornost Návrhu nařízení, který o uvedeném pojednává shodně se Směrnicí MAD v čl. 3, kde rovněž odkazuje na prováděcí opatření, které má toto blíže konkretizovat.

Programy zpětných odkupů mají pravidelně jeden ze tří dále uvedených cílů. Prvním je plnění povinností vyplývajících z dluhových směnitelných instrumentů. Druhým je plnění povinností plynoucích ze zaměstnaneckých opčních plánů. Nákup vlastních akcií v případě, kdy se společnost domnívá, že její akcie jsou trhem podhodnoceny, je třetím z těchto cílů. Zpětné odkupy mohou mít významný vliv na kurzy instrumentů, a proto je stanovena celá řada povinností, zejména informačních, při realizaci programů zpětného odkupu. Definice programu odkupu je provedena v čl. 3 Nařízení 2273/2003, kdy vedle toho, že musí směřovat k výše uvedeným cílům, musí ve výsledku vést ke snížení základního kapitálu emitenta (ve stejném rozsahu). Jak uvádí Avgouleas²⁵⁶, není možné využívat praktiky, které byly aplikovány některými státy, zejména Řeckem, kdy emitenti zanesli do účetních výkazů zisky plynoucí z rozdílu mezi nákupem vlastních akcií a jejich pozdějším prodejem za vyšší cenu. Vedle výše

²⁵⁵ *Stabilisation and allotment. European supervisory approach.* [online]. 15. září 2000 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/00_099b.pdf

²⁵⁶ AVGOULEAS, Emilios: *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis.* New York, Oxford University Press 2005, s. 281.

uvedeného je dále nutné splnit informační a obchodní povinnosti stanovené v čl. 4, 5 a 6 Nařízení 2273/2003 a podmínku stanovenou v čl. 19 odst. 1 Směrnice 77/91, a tedy schválení příslušným orgánem.

Stran informačních povinností musí emitent před začátkem obchodování dostatečně uveřejnit všechny podrobnosti o programu zpětného odkupu v členských státech, ve kterých emitent požádal o přijetí svých akcií k obchodování na regulovaném trhu. Tyto podrobnosti musí obsahovat cíl (jeden ze tří výše uvedených) programu zpětného odkupu, maximální kupní cenu, maximální počet akcií, které mají být získány, a dobu trvání, pro kterou byl program zpětného odkupu schválen. Emitent musí mít zavedeny mechanismy zaručující, že splní své informační povinnosti vůči příslušnému orgánu regulovaného trhu, na němž byly akcie přijaty k obchodování. Tyto mechanismy musí zaznamenávat každou operaci související s programy zpětného odkupu. Následné změny programu musí být v členských státech předmětem dostatečného uveřejnění.

Obchodní povinnosti ve vztahu k programu zpětného odkupu jsou stanoveny v čl. 5 Nařízení 2273/2003. Emitent při obchodování v rámci programu zpětného odkupu nesmí nakupovat akcie za vyšší cenu, než je cena posledního nezávislého obchodování nebo nejvyšší aktuální nezávislá nabídka na trzích, kde se nákup uskutečňuje, v závislosti na tom, která je vyšší (dále jsou stanovena pravidla, jestliže tímto trhem není regulovaný trh). Obdobně se postupuje, pokud se nákup uskutečňuje pomocí derivátových instrumentů. Emitent nesmí dále za den nakoupit více než 25 % průměrného denního (v měsíci, který předcházela měsíci uveřejnění tohoto programu) objemu akcií obchodovaných na regulovaném trhu, na němž se nákup uskutečňuje. Jestliže program na tento objem neodkazuje, musí být hodnota průměrného denního objemu založena na průměrném denním objemu obchodovaném během 20 dnů, které předcházely dnu nákupu. V případech mimořádně slabé likvidity dotyčného trhu může emitent překročit uvedený limit 25 %, jsou-li splněny specifické podmínky uvedené v čl. 5 Nařízení 2273/2003. Nejsou-li splněny v Nařízení 2273/2003 dále uvedené výjimky, nesmí během své účasti v programu zpětného odkupu emitent a) po dobu trvání programu prodávat vlastní akcie, b) obchodovat v době, která je podle práva členského státu, v němž probíhá obchodování, uzavřeným obdobím a c) obchodovat v případě, kdy se emitent rozhodl pozdržet uveřejnění důvěrných informací v souladu s čl. 6 odst. 2 Směrnice MAD. Těmito výjimkami jsou zejména „generální“ výjimka ve

vztahu k tzv. plánovaným programům zpětného odkupu, kterými jsou programy, u nichž jsou data operací a objem instrumentů, které mají být obchodovány během doby trvání programu, stanoveny v době uveřejnění programu zpětného odkupu, a dále pak zejména výjimky plynoucí ze specifického postavení emitenta ve smyslu jeho klasifikace jako určitého subjektu práva a zavedení tzv. „čínských zdí“²⁵⁷.

16.2 Stabilizace

Stabilizace je druhou z pravidelných výjimek²⁵⁸. Stabilizací je třeba rozumět každý nákup nebo nabídku nákupu převoditelných cenných papírů²⁵⁹ (ve smyslu Směrnice MiFID) v souvislosti s významnou (tj. primární nebo sekundární nabídka převoditelných cenných papírů vyhlášená veřejně a lišící se od běžného obchodování jak hodnotou nabízených cenných papírů, tak použitými prodejními metodami) „distribucí“ takových cenných papírů výlučně za účelem podpory jejich tržní ceny po předem určenou dobu z důvodu prodejního tlaku na takové cenné papíry²⁶⁰. Jinými slovy, stabilizace je umělá manipulace činěná za účelem stanovení kurzů na jejich „reálnou“ úroveň²⁶¹. Zde je však nutné upozornit na skutečnost, že v případě kurzů jednotlivých instrumentů není zásadně možné najít objektivní „správnou“ úroveň. Jak jsme již uvedli v předchozích kapitolách, i pouze z ekonomického hlediska existuje celá řada metod oceňování instrumentů. Stabilizace je činěna zejména v souvislosti s primárními nabídkami cenných papírů (IPO). Jak je uvedeno v úvodním ustanovení č. 11 Nařízení 2273/2003, účelem stabilizačních operací je hlavně podpořit cenu nabídky cenných papírů po omezenou dobu, jestliže se dostanou pod prodejní tlak způsobený

²⁵⁷ Ve vztahu ke zpětným odkupům srov. např. ČECH, Petr. Nabyvání vlastních akcií akciovou společností. *Právní rádce*. 2006, č. 10., ČECH, Petr. Nařízení Evropské komise o podmínkách přípustného nabyvání vlastních akcií a stabilizace kurzu. *Právní rozhledy*. 2004, č. 9. či FERRARINI, Guido: The European Market Abuse Directive. in *Common Market Law Review*, 2004, č. 41, s. 735 Dostupné z: <http://www.kluwerlawonline.com/>

²⁵⁸ Blíže např. *Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market* [online]. 15. května 2009 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/09_219.pdf

²⁵⁹ Vztahuje se rovněž na tzv. přidružené nástroje, které jsou definovány v čl. 2 odst. 8 Nařízení 2273/2003.

²⁶⁰ *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive* [online]. prosinec 2002 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf

²⁶¹ Srov. *Stabilisation and allotment. European supervisory approach*. [online]. 15. září 2000 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/00_099b.pdf

zejména krátkodobými investory, a dále pak zachovat řádné tržní podmínky pro dotyčné cenné papíry. „Je to v zájmu investorů, kteří upsali nebo zakoupili dotyčné cenné papíry v rámci významné distribuce, a též v zájmu emitentů. Stabilizace takto může přispět k větší důvěře investorů a emitentů ve finanční trhy“²⁶². Jak je ovšem zřejmé, hlavní skupinou, která z uvedených opatření bude profitovat, jsou především institucionální upisovatelé. Stabilizace tedy musí být obdobně jako programy zpětných odkupů podřízena podrobnému regulatornímu rámci, zejména cenovými a časovými limity. Z pohledu struktury nebudeme shodně (a ze stejných důvodů) jako u programů zpětného odkupu dále text dělit na kapitoly věnující se zvláště právní úpravě evropské (včetně Návrhu nařízení) a české.

Vedle výše uvedené „hlavní“ stabilizace (přímé obchody) je možné rovněž využít tzv. „doplňkovou“ stabilizaci (obchody nepřímé), a to prostřednictvím nadlimitního úpisu nebo zajišťovací opce. Možností nadlimitního úpisu se rozumí doložka v dohodě o upisování nebo vedení emise, která umožňuje přijímání úpisů nebo nabídek na nákup většího množství převoditelných cenných papírů, než kolik jich bylo původně nabídnuto. Zajišťovací opcí (*greenshoe option*)²⁶³ je potom opce poskytnutá nabízejícím, podle jejíchž podmínek mohou tito nakoupit určité množství převoditelných cenných papírů za nabídkovou cenu po určitou dobu po provedení nabídky převoditelných cenných papírů. Jak bylo uvedeno výše, „významná distribuce“ zahrnuje jak primární, tak sekundární nabídku, nicméně blokové obchody nejsou významnou distribucí, protože jsou „soukromou“ obchodní transakcí (úvodní ustanovení č. 14 Nařízení 2273/2003). Kvalifikace „významnou distribucí“ tedy vylučuje operace ve vztahu k převoditelným cenným papírům, jejichž přijetí na trh není doprovázeno „významnou“ distribucí. Nicméně, jak již bylo uvedeno u programů zpětných odkupů, může to být v návaznosti na případnou další úpravu v národních právních řádech posouzeno jako nikoli manipulativní²⁶⁴.

Konkrétní podmínky ve vztahu ke stabilizaci dále konkretizují čl. 8, 9 a 10, resp. 11 ve vztahu k doplňkové stabilizaci, Nařízení 2273/2003. První z podmínek je

²⁶² Úvodní ustanovení č. 11 Nařízení 2273/2003

²⁶³ CESR Market Abuse Consultation: Feedback statement. [online]. prosinec 2002 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_287b.pdf

²⁶⁴ AVGOULEAS, Emilios: *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. New York, Oxford University Press 2005, s. 285.

podmínkou časovou a v obecné rovině stanoví, že stabilizace se provádí pouze po omezené období. Pokud jde o akcie a jiné cenné papíry rovnocenné akciím, začíná toto v případě veřejně oznámené primární nabídky dnem zahájení obchodování na regulovaném trhu a končí nejpozději do 30 kalendářních dnů (specifický režim je stanoven, pokud je v členském státě umožněno obchodování před zahájením obchodování na regulovaném trhu).

Pokud jde o dluhopisy a ostatní formy dluhových cenných papírů (které nejsou převoditelné nebo vyměnitelné za akcie nebo jiné cenné papíry rovnocenné akciím), začíná období dnem uveřejnění podmínek nabídky dotyčných cenných papírů (tj. včetně případného rozpětí od referenční hodnoty, jakmile byla stanovena) vhodným způsobem. Končí buď nejpozději do 30 kalendářních dnů po dni, kdy emitent instrumentu obdržel výnos z emise, nebo nejpozději do 60 kalendářních dnů po dni přidělení dotyčných instrumentů, podle toho, co nastane dříve. Čl. 8 Nařízení 2273/2003 stanovuje další specifiky a podrobnosti, pokud jde o akcie a jiné cenné papíry rovnocenné akciím a dluhové cenné papíry, které jsou převoditelné nebo vyměnitelné za akcie nebo jiné cenné papíry rovnocenné akciím.

Čl. 10 Nařízení 2273/2003 stanovuje podmínky cenové, kdy v případě nabídky akcií nebo jiných cenných papírů rovnocenných akciím nesmí být stabilizace dotyčných cenných papírů za žádných okolností prováděna nad nabídkovou cenou. V případě nabídky dluhových cenných papírů převoditelných nebo vyměnitelných za instrumenty uvedené v předchozí větě nesmí být stabilizace těchto za žádných okolností prováděna nad tržní cenou v době uveřejnění konečných podmínek nové nabídky. Jak je z textu čl. 10 patrné, Nařízení 2273/2003 nestanoví cenové limity pro dluhopisy a ostatní formy dluhových cenných papírů, které nejsou převoditelné nebo vyměnitelné za akcie nebo jiné cenné papíry rovnocenné akciím. Důvodem pro tuto skutečnost je pravděpodobně fakt, že s těmito instrumenty na příslušných trzích obchodují zkušení účastníci (obchodníci, investoři).

Stran požadavků na uveřejnění informací podle čl. 9 Nařízení 2273/2003 se jedná zejména o nutnost před zahájením období nabídky převoditelných cenných papírů vhodným způsobem uveřejnit informace: a) o skutečnosti, že může být prováděna stabilizace, že neexistuje záruka jejího provedení a že může být kdykoli zastavena, b) o skutečnosti, že stabilizace má za cíl podpořit tržní cenu dotyčných instrumentů, c) o

začátku a konci období, během kterého může ke stabilizaci dojít, d) o totožnosti osoby vedoucí stabilizaci, pokud je známa v době uveřejnění, jinak musí být uveřejněna před zahájením stabilizačních operací a e) o případné existenci a minimální velikosti možného nadlimitního úpisu nebo zajišťovací opce, době uplatnění zajišťovací opce a případných podmínkách pro jejich využití²⁶⁵.

16.3 Jednání specifických subjektů

Poslední z tzv. *safe harbours* je výjimka vztahující se ke specifickým subjektům při jejich zvláštních činnostech. Zde se opět omezíme pouze na obecné pojednání bez dalšího členění ve vztahu k evropské a české úpravě, nicméně blíže se zastavíme u Návrhu nařízení a rozšíření subjektů a činností, které tento text přináší. Dikce ZPKT, která uvádí, že manipulací není jednání ČNB, centrální banky jiného členského státu EU, ECB nebo jiné oprávněné osoby při uskutečňování měnové politiky, politiky směnných kurzů nebo při správě veřejného dluhu, odpovídá čl. 7 Směrnice MAD. Směrnice MAD navíc umožňuje rozšířit okruh osob při správě veřejného dluhu rovněž na státy, resp. jejich orgány, které jsou součástí federativního uspořádání, nebo na obdobné příslušné místní orgány. Vzhledem k tomu, že znění ZPKT uvádí pouze „*jiné oprávněné osoby*“ ve vztahu k taxativně vymezeným subjektům, což dle našeho názoru odpovídá formulaci „*other officially designated body*“ ve Směrnici MAD, domníváme se, že ČR této možnosti nevyužívá, a nebude tedy možné považovat jednání např. územně správních celků za spadající do této kategorie. Jako podporu tomuto gramatickému výkladu lze uvést rovněž skutečnost, že takové rozšíření je možné pouze ve vztahu ke správě veřejného dluhu, přičemž ZPKT uvedené stanoví rovněž ve vztahu k uskutečňování měnové politiky nebo politiky směnných kurzů.

Z Návrhu nařízení (čl. 4) plyne, že úprava ve Směrnici MAD tvoří základ tohoto ustanovení. Speciální subjekty tu jsou však z definice rozšířeny o a) ministerstva (*ministry*), b) agentury (*agency*), a c) subjekty zvláštního určení (*special purpose vehicle*) členských států nebo osob za ně jednajících. Z definice jsou těmito rovněž

²⁶⁵ Ve vztahu ke stabilizaci srov. např. ČECH, Petr. Nařízení Evropské komise o podmínkách přípustného nabývání vlastních akcií a stabilizace kurzu. *Právní rozhledy*. 2004, č. 9. Či FERRARINI, Guido: The European Market Abuse Directive. in *Common Market Law Review*, 2004, č. 41, s. 735 Dostupné z: <http://www.kluwerlawonline.com/>

členové federace. Významné je dále rozšíření na a) EU, b) subjekty zvláštního určení několika členských států, c) EIB, d) mezinárodní finanční instituci založenou alespoň dvěma členskými státy EU, jejímž účelem je shromažďování prostředků a poskytování finanční pomoci svým členům, kterým přinejmenším hrozí finanční problémy, a e) Evropský fond finanční stability (*EFSSF, European Financial Stability Facility*).

Z pohledu činností jsou tyto rozšířeny, a to v kontextu aplikace Návrhu nařízení rovněž na emisní povolenky, na jednání související s emisními povolenkami, které je činěno v souladu s politikou klimatu zastávanou EU. Toto specifické jednání má rovněž omezené subjekty, kterými mohou být pouze členský stát, Komise či jiná příslušná instituce nebo jakákoli osoba za ně jednajících.

16.4 Uznávané tržní postupy a řádný důvod

Uznávané tržní postupy jsou jednou ze základních výjimek ve vztahu k praktikám založeným na obchodních aktivitách. Ne všechny obchodní praktiky však mohou této výjimky obecně využít. Jak již bylo uvedeno výše, jedná se o tzv. relativní výjimku. Její uplatnění je tedy vázáno na diskreci příslušných orgánů členských států při jejich posuzování²⁶⁶.

16.4.1 Směrnice MAD a Směrnice 2004/72

Uznávané tržní postupy jsou v základním rámci upraveny ve Směrnici MAD. Faktory, které je třeba brát na zřetel při kvalifikaci tržních postupů jako uznávaných, jsou obsaženy ve Směrnici 2004/72. Směrnice MAD předepisuje k uplatnění výjimky dvě podmínky. První podmínkou je prokázání, že důvody pro určité jednání jsou oprávněné. Druhou, že tato jednání jsou v souladu s uznávanými tržními postupy na předmětném trhu. Uplatnění této výjimky není možné ve vztahu k obchodním praktikám využívajícím fiktivní prostředky nebo jakoukoli jinou formu klamání nebo lsti. Nutné je tedy naplnění obou výše uvedených podmínek, což však může činit aplikační potíže, zejména z důkazního pohledu. Pokud budou obchody či pokyny k těmto obchodům splňovat podmínku uznávaného tržního postupu, bude nutné na (ne)manipulaci usoudit z (ne)prokázání oprávněného důvodu.

²⁶⁶ Srov. např. *Frequently Asked Questions: AMP* [online]. červen 2005 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/05_365.pdf.

Čl. 2 odst. 5 Směrnice MAD blíže konkretizuje, co obecně jsou uznávané tržní postupy. Dle této definice se jedná o tržní postupy, které jsou důvodně očekávány na jednom nebo více finančních trzích a jsou uznány příslušnými orgány, přičemž tyto jsou při svém rozhodování vázány mj. faktory uvedenými se Směrnicí 2004/72. Z této definice plyne, že, přestože výjimka se vztahuje k trhům regulovaným, uznávané tržní postupy jsou definovány pro celý finanční trh²⁶⁷. Tržní postupy, které již byly uznány, musí být pravidelně přezkoumávány, aby zohlednily výrazné změny v prostředí daného trhu, jako jsou např. změny pravidel obchodování nebo infrastruktury trhu.

Ve Směrnici 2004/72 jsou uvedeny následující faktory, které musí být brány na zřetel při posuzování přijatelnosti určité tržní praktiky. Jsou základním rámcem, tvořícím „nutné minimum“. Jedná se zejména o²⁶⁸: a) úroveň transparentnosti daného tržního postupu z hlediska celého trhu, b) potřebu chránit volné působení tržních sil a vzájemné vztahy nabídky a poptávky, c) míru dopadu daného tržního postupu na likviditu a výkonnost trhu, d) možnost účastníků trhu reagovat náležitým a včasným způsobem na nově vzniklou situaci na trhu, e) ohrožení, které daný postup představuje pro integritu přímo nebo nepřímo souvisejících trhů a f) strukturální charakteristiky dotčeného trhu²⁶⁹. Speciální je požadavek v odst. 2 čl. 2 ukládající členským státům povinnost zajistit, aby postupy, zejména nové nebo nově vznikající, nebyly považovány příslušným dozorovým či dohledovým orgánem za nepřijatelné pouze z toho důvodu, že jím dosud nebyly uznány²⁷⁰. Specifická je dále v tomto směru konzultační povinnost těchto orgánů, které mají povinnost, dříve než uznají, nebo neuznají určitý tržní postup, konzultovat vhodným způsobem dotčené subjekty²⁷¹. Další z povinností je obligatorní

²⁶⁷ CESR Market Abuse Consultation: Feedback statement. [online]. prosinec 2002 [cit. 2012-03-09].

Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_287b.pdf

²⁶⁸ Srov. čl. 2 odst. 1. Směrnice 2004/72

²⁶⁹ Včetně typu účastníků tohoto trhu, zejména míry účasti drobných investorů, což implikuje zvýšenou ochranu a je svým způsobem rozdílné od přístupu průměrného (pravidelného) účastníka trhu.

²⁷⁰ Srov. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive [online]. prosinec 2002 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf

²⁷¹ Například zástupce emitentů, poskytovatele finančních služeb, klienty, další orgány a hospodářské subjekty působící na trhu. Konzultační postup musí zahrnovat konzultaci s dalšími příslušnými orgány, zvláště v případě existence srovnatelných trhů, tj. srovnatelných pokud jde o strukturu, objem a druh transakcí.

publikace, kdy příslušné orgány zveřejní rozhodnutí o uznání určitého tržního postupu a předají je ESMA, který je neprodleně zveřejní na svých internetových stránkách²⁷².

16.4.2 ZPKT

ZPKT provádí Směrnici 2004/72 v § 126 odst. 2 písm. a) a odst. 7–12. Základní vymezení neobsahuje omezení pouze na určité obchody, takže na rozdíl od Směrnice MAD nebudou již z povahy definice vyloučeny obchodní praktiky využívající fiktivní prostředky nebo jakoukoli jinou formu klamání nebo lsti. Tyto však objektivně nemohou být současně uznávanými postupy a ani k nim nemůže být řádný důvod. Reprobace zde tedy obdobně jako ve Směrnici MAD není absolutní. Odst. 2 § 126 ZPKT pod písm. a) uvádí, že *„manipulací s trhem není pokyn k obchodu nebo uskutečnění obchodu, jestliže osoba podávající pokyn nebo osoba uskutečňující obchod prokáží, že mají řádný důvod k takovému pokynu nebo obchodu, a tento pokyn nebo obchod je v souladu s tržními postupy uznávanými na regulovaném trhu“*. Skutečnosti, které je zde třeba prokazovat, jsou tedy stejné jako v případě Směrnice MAD, a to: kumulativní spojení požadavku na řádný důvod a soulad s tržními postupy. Lze však zmínit dvě potenciálně problematické otázky spojené s použitým pojmoslovím.

První z nich je použití slova „řádný“. Toto se v právním řádu ČR vyskytuje například v souvislosti s poskytováním investičních služeb, výkonem funkce statutárního orgánu kapitálových společností, fungováním kapitálového trhu či konáním valné hromady. Z uvedených příkladů je patrné, že výraz „řádný“ je použit ve více významech. Ve vztahu k valné hromadě se zde jedná dílčím způsobem o znaky pravidelnosti a projednávaných bodů. S ohledem na poskytování investičních služeb či výkon funkce statutárního orgánu se potom jedná o požadavek na určitou kvalitu plnění povinností a vykonávání činností (obecné standardy).

Vezměme zde řádnou péči. Právní předpisy, až na některé výjimky, výslovně nedefinují, co se považuje za výkon řádné péče²⁷³. Obsah tohoto neurčitého pojmu,

²⁷² *Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive* [online]. 2009 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/04_505b.pdf, *Accepted Market Practise* [online]. 3. ledna 2012 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: <http://www.esma.europa.eu/page/accepted-markets-practices>

který představuje jeden ze způsobů, jak stanovit povinnost na základě zákona a umožnit přitom pružně reagovat na měnící se realitu, pak blíže konkretizují prováděcí vyhlášky či stanoviska a úřední sdělení příslušných orgánů. Řádná péče je tedy jednání, které vzhledem k jeho různorodosti není objektivně možné výslovně a předem v zákoně specifikovat. Je zde tedy dán prostor k posouzení, zda konkrétní případ patří do rozsahu tohoto pojmu, a to vždy vzhledem k účelu právní úpravy. Důležitým principem při naplňování obsahu neurčitých právních pojmů je rovnost a jednotnost jejich posouzení při rovnosti podmínek. Neurčité právní pojmy nemohou být vykládány svévolně a *ad hoc*, což ovšem neznamená, že by se jejich obsah nemohl měnit v závislosti na specifických podmínkách. Požadavek jednání s řádnou péčí je třeba vidět vždy v souvislosti s výkonem nějaké konkrétní činnosti, kdy tato nestojí sama o sobě. Uvedme si nyní některé přístupy výkladů v případě péče řádného hospodáře.

Dědič²⁷⁴ vyslovuje závěr, že požadavek péče řádného hospodáře zahrnuje požadavek plnit povinnosti na určité odborné úrovni, která však nemusí dosahovat úrovně znalostí odborníka daného oboru. Takový hospodář musí být však odborníkem na řízení korporací a musí být schopen seznamovat se s novými poznatky v oboru řízení a správy společností a uplatňovat je v činnosti společnosti. Při rozhodování má vždy jednat se znalostí věci.

Štenglová²⁷⁵ uvádí, že pod pojmem řádného hospodáře si lze představovat takovou péči, s jakou by hospodář, který je vybaven potřebnými znalostmi a dovednostmi a chová se odpovědně a svědomitě, pečoval o svůj vlastní majetek. Nelze přitom vyžadovat, aby člen představenstva byl odborníkem ve všech oblastech, kterých je třeba při obchodním vedení společnosti a jednání jejím jménem uplatňovat.

Černá²⁷⁶ zastává názor, že pro řádný výkon funkce je potřebná taková míra a kvalita péče o záležitosti společnosti, kterou vynaloží pečlivý a řádně jednající hospodář. Konkrétní obsah povinnosti vykonávat funkci s péčí řádného hospodáře je

²⁷³ Např. § 75 odst. 1 Zákona o kolektivním investování. Přestože uvedený výčet již na rozdíl od předchozích znění není uveden slovy „vynaložení odborné péče znamená“, jedná se zde o péči odbornou, která je svojí kvalitou a souvisejícími požadavky na vyšší úrovni než péče řádná.

²⁷⁴ DĚDIČ, Jan: *Obchodní zákoník: komentář (díl III)*. Praha, Polygon 2002.

²⁷⁵ ŠTENGLOVÁ, Ivana, PLÍVA, Stanislav, TOMSA, Miloš: *Obchodní zákoník: komentář*. Praha, C. H. Beck, 2006, s. 745.

²⁷⁶ ČERNÁ, Stanislava: *Obchodní právo*. Praha, ASPI 2006, s. 244.

věcí výkladu a zahrnuje svědomitost a obezřetnost při plnění funkce, odborné řízení společnosti, které v sobě nese i schopnost rozpoznat potřebu odborného posouzení projednávané záležitosti jiným specialistou, protože každý člen představenstva nemusí být odborníkem ve všech oblastech činnosti společnosti.

Velmi podrobně strukturovaný pohled na péči řádného hospodáře přináší Čech²⁷⁷. Osobní charakteristiku řádného hospodáře spatřuje jednak v tradičních hodnotách, starostlivosti, šetrnosti a opatrnosti, jednak upozorňuje na nutnost odvahy a kreativity. Ideální spojení vlastností leží podle názoru tohoto autora na půli cesty mezi starostlivým, leč poněkud „úzkoprsým“ správcem a odvážným a kreativním dobrodruhem s „novátorskými“ nápady, které mění svět. Postavení správce cizího majetku je podle něho spojeno s menší averzí k riziku, což by mohlo být pro společnost v jistém směru nebezpečné, avšak současně je podstupování rizik nutné pro dynamiku a rozvoj podniku společnosti.

Konečně Bejček²⁷⁸ spatřuje péči řádného hospodáře v patřičné odbornosti a loajalitě k zájmům společnosti. Loajalitu považuje za součást péče řádného hospodáře, avšak upozorňuje na její možný přesah. Interpretační význam loajality koriguje zásadu „*diligentia quam in suis*“ tak, aby byl prospěch společnosti vždy nadřazen prospěchu vlastnímu. Reprezentant se tedy chová při správě společnosti jako ve správě vlastních věcí, ale s rezignací na svoje osobní zájmy, pokud by se mohly křížit se zájmy společnosti.

Pojem řádné péče je tedy vždy nutno vykládat z hlediska objektivního, ve vztahu k objektivním odborným znalostem a schopnostem. Řádná péče vyjadřuje povinnost vynakládat k zařizování záležitostí kromě svých subjektivních schopností a znalostí i schopnosti odborné. Pokud by osoba jednala sice pečlivě, ale neodborně, porušila by svou právní povinnost. Na druhou stranu požadavek kvality výkonu činnosti s řádnou péčí se nevyčerpává jen požadavkem na kvalifikované jednání. Se stejným důrazem je nutno posuzovat i hledisko pečlivosti. Pečlivost výkonu určité činnosti znamená vyvarovat se zbytečnému a neodpovědnému riskování, ale stejně tak i přehnané úzkostlivosti.

²⁷⁷ ČECH, Petr: Péče řádného hospodáře a povinnost loajality. in *Právní rádce*, 2007, č. 3., s. 4 an.

²⁷⁸ BEJČEK, Josef: Principy odpovědnosti statutárních a dozorčích orgánů kapitálových společností. in *Právní rozhledy*, 2007, č. 17., s. 614 a 615.

V kontextu výše uvedeného se tedy domníváme, že použití slova „řádný“ ve spojitosti s důvody, které mohou ospravedlnit určité jednání jako manipulativní, není zcela vyhovující. Ve vztahu k manipulaci, domníváme se, nelze spatřovat některé důvody jako obecně se aplikující pro použití určité výjimky, a tedy umožňující i přes klasifikaci jednání jako manipulativního, jeho exempci z obecného zákazu. Zde se naopak bude jednat vždy o velmi specifické, výjimečné a subjektivní důvody, které budou provázány s trhem jako celkem spíše než s konkrétním emitentem či jinou osobou. Jinými slovy, z pohledu manipulace nemůže být takovým důvodem např. cíl snížit kurz akcií společnosti z důvodu, že tato společnost má plnit plán akciových opcí, kdy musí prostřednictvím trhu nakoupit své akcie tak, aby mohla plán realizovat. Takové jednání je jistě v zájmu samotné společnosti, ale je v přímém rozporu se zájmy ostatních účastníků trhu. Vhodnějším se tedy jeví použití pojmu „legitimní“ či „oprávněný“.

Další obavy vzbuzuje, aby nebylo za manipulativní považováno takové jednání, které je legitimní. To bývá způsobeno zejména skutečností, že jsou někdy uváděny pouze faktory negativní, tj. to, co není legitimní (oprávněné) a ve svém důsledku manipulativní. Toto tedy souvisí s požadavkem právní jistoty, který se promítá nejen do požadavku na používání určitých právních pojmů, ale i do stanovení jak negativních, tak pozitivních faktorů v případě použití pojmů neurčitých. Obdobně jako je v kapitole 12.5 uveden tzv. test průměrného účastníka, budeme se zde zabývat tzv. „testem komerční oprávněnosti“, který je předpokladem kvalifikace určitého důvodu jako legitimního (oprávněného). Ten by měl odpovědět zejména na dvě základní otázky. Kvalifikoval by průměrný účastník důvod vedoucí k takovému jednání jako z ekonomického pohledu legitimní? Kvalifikoval by průměrný účastník způsob, jakým bylo jednání uskutečněno, jako nenarušující funkce trhu? Toto je třeba rozumět tak, že bere v úvahu potřebu, aby trh jako celek fungoval a plnil své funkce.

Dále lze upozornit na spojení „*tržními postupy uznávanými na regulovaném trhu*“. Zde, domníváme se, by mělo být precizněji uvedeno, že se jedná o tržní postupy, které jsou uznávány na trhu, kde došlo k pokynu k obchodu nebo uskutečnění obchodu. Uznávané tržní postupy na jednotlivých trzích se mohou významně lišit. Obdobně jako je u „řádného důvodu“ uvedeno, že se vztahuje „k takovému“ (pokynu nebo obchodu), mělo by být před slovo „regulovaném“ doplněno slovo „dotčeném“, „předmětném“ či

jiný výraz obdobného významu tak, aby bylo zřejmé, že pro aplikaci výjimky se musí jednat vždy o tržní postupy uznávané na regulovaném trhu, kde k pokynu či obchodu došlo.

Ne zcela bez zajímavosti je rovněž ve vztahu k této výjimce zvolený koncept z obecného pohledu. Jak již bylo uvedeno v kapitole 10.1, Směrnice MAD neuvádí jednání jako pojem obecný, ale uvádí taxativně, co rozumí skutečnostmi, které jsou manipulací. A nevytyčuje tedy jednání samotné, ale až jeho výsledek. Generální klauzule uvedená v ZPKT potom obsahuje jednání jako pojem obecný, nicméně výjimka se shodně jako ve Směrnici MAD vztahuje pouze na pokyn k obchodu nebo uskutečnění obchodu.

16.4.3 Návrh nařízení

Využívání této výjimky bylo velmi omezené. K dnešnímu dni je uznáno pouze osm tržních postupů²⁷⁹. Návrh nařízení již uznávané tržní postupy jako možnou výjimku neuvádí. Problematická je ve vztahu k uznávaným tržním postupům zejména skutečnost, že stejný postup může být v jednom členském státě shledán jako manipulativní, ale v jiném být výjimkou. Taková situace, přestože částečně ospravedlnitelná místními specifiky, nepřispívá k integritě trhu, v rámci něhož by účastníci měli mít možnost spoléhat na stejný právní rámec v rámci celé EU.

Jako výhodu je možné označit, že bude odstraněna jedna z úrovní regulatorního rámce, jejíž aplikace nebyla zcela jasná a byla pouze zřídka používaná. Ochrana trhu bude navíc posílena tím, že ke kvalifikaci jednání jako manipulace nebude již dále muset být přihlíženo k určitým praktikám a „zvykům“. Jako nevýhodu potom chápeme skutečnost, že odstranění tohoto konceptu bude znamenat pro účastníky, kteří jej využívají, ztrátu výjimky z manipulace. Uvedenou nevýhodu však Návrh nařízení zmírňuje. Úvodní ustanovení č. 38 a čl. 35 Návrhu nařízení stanoví, že tržní postupy, které existovaly před účinností Návrhu nařízení (prozatím je navrhováno 12 měsíců) a byly schváleny příslušnými orgány členských států v souladu s Nařízením 2273/2003 pro účely aplikace čl. 1 odst. 2 písm. a) Směrnice MAD, zůstávají v platnosti po dobu

²⁷⁹ *Accepted Market Practise* [online]. 3. ledna 2012 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: <http://www.esma.europa.eu/page/accepted-markets-practices>

jednoho roku od účinnosti Návrhu nařízení za předpokladu, že budou notifikovány ESMA.

16.5 Informace, o nichž nemůže šířitel vědět, že jsou manipulativní

Tato výjimka akcentuje subjektivní prvek. Nikoli manipulativní je pouze jednání spočívající v šíření informací, o kterých šířitel nemůže vědět, že jsou manipulativní (dle ZPKT klamavé, nepravdivé či zavádějící). Jinými slovy, avšak se stejným významovým obsahem, uvádí Směrnice MAD: šířitel mohl vědět, že se jedná o takové informace. Nevědomá nedbalost zde tedy bude zaviněním ve smyslu obligatorního znaku subjektivní stránky této výjimky z manipulace. Z obecného objektivního konceptu manipulace je zde tedy činěna ve vztahu k tzv. informační manipulaci výjimka reflektující subjektivní prvek.

Osobu jednající nevědomě nedbale lze charakterizovat jako takovou, která, přestože neví, že svým jednáním může ohrožení či následek způsobit, o tomto vzhledem k okolnostem a ke svým osobním poměrům vědět mohla a měla. Při takovém jednání tedy absentuje složka vůle. Tato osoba nechce uvedené způsobit a ani není srozuměna s tím, že jej způsobí. Předmětem zkoumání zde tedy bude složka intelektuální²⁸⁰.

16.5.1 Směrnice MAD a Návrh nařízení

Směrnice MAD, jak již plyne z výše uvedeného, obsahuje koncept stejný, přestože formálně rozdílně formulovaný. Rozdíl je rovněž v terminologii ohledně „kvality“ jednotlivých informací, kdy Směrnice MAD vychází z jejich rozlišení na nepravdivé a klamavé. K tomuto bude dále pojednáno níže, a to z pohledu definice uvedené v ZPKT. Návrh nařízení obsahuje uvedené ustanovení ve stejném znění, a proto tomuto rovněž nebudeme věnovat větší pozornost (modifikované pojetí ve vztahu k novinářům je uvedeno v následující kapitole).

16.5.2 ZPKT

Zde je třeba se vymezit vůči používanému pojmosloví, které je nejen rozdílné oproti nahlížení EU, ale rovněž oproti pojmosloví používaném v TZ, jež vychází z informací nepravdivých a zkreslených (zkreslení musí mít navíc určitou kvalitu, kdy

²⁸⁰ V podrobnostech se uplatní obecné pojednání v kapitole 11.2, a tudíž na toto odkazujeme.

TZ vychází ze zkreslení hrubého). Opět rozdílné pojmosloví je uvedeno v právu nekalé soutěže, které vychází pouze z klamavosti.

Inspirativním je v distinkci údajů (informací) přístup Hajnův²⁸¹, který souvisí s právem nekalé soutěže. Rozhodujícím kritériem není jejich pravdivost či nepravdivost. I pravdivé údaje mohou vyústit do klamavé informace²⁸². Stejně tak zase nepravdivé údaje nemusí být nutně klamavé, což Hajn ilustruje příkladem loga Milky, jehož neodmyslitelnou částí je obrázek fialové krávy a k čemuž dodává, že „*ač jde o údaj nepravdivý, může sotva kdo žít v představě, že se uvedené čokolády vyrábějí z mléka fialových krav*“²⁸³. „Zakázány“ by tedy měly být informace, které jsou způsobilé vyvolat u „průměrného“ účastníka trhu klamnou představu. Rozhodující by měl vždy být celkový dojem, který uvedené vyvolá, nikoli jednotlivosti. Klamavý charakter je možné posoudit buď sociologickými ad hoc prováděnými průzkumy, nebo uvážením příslušného orgánu (osoby) v konkrétní věci. I pravdivé údaje tedy mohou být klamavé, pokud jsou způsobilé uvést v omyl vzhledem k okolnostem, za nichž jsou činěny²⁸⁴.

Domníváme se tedy, a to v souladu s výše uvedeným výkladem, že uvádění nepravdivých a zkreslených informací je v právním předpisu zbytečné, jelikož tyto jsou podmnožinou informací klamavých. Nicméně tato skutečnost nemá negativní dopad na posuzování manipulace, a proto ji nebudeme věnovat hlubší pozornost.

²⁸¹ ELIÁŠ, Karel, BEJČEK, Josef, HAJN, Petr: *Kurs obchodního práva: obecná část: soutěžní právo*. Praha, C. H. Beck 2007, s. 315.

²⁸² Shodně uvádí Dědič: „stejně tak je nerozhodný obsah sdělení, pro příslušnou kvalifikaci není rozhodující, zda jsou sdělovány údaje pravdivé či nepravdivé“. in DĚDIČ, Jan: *Obchodní zákoník: komentář*. Praha, Polygon 2002, s. 307.; či Pelikánová: „pravdivé údaje uvedené v určitém kontextu nebo určitým způsobem mohou vyvolat nesprávnou představu“. in PELIKÁNOVÁ, Irena: *Komentář k obchodnímu zákoníku: (s přihlédnutím k evropskému právu)*. Praha, ASPI 2004, s. 439 a 450.; obdobně Munková: „jako klamavé je třeba interpretovat a kvalifikovat i údaje naprosto pravdivé, ale musí být zavádějící způsob, jakým jsou tyto údaje učiněny“. in ŠTENGLOVÁ, Ivana, PLÍVA Stanislav, TOMSA, Miloš: *Obchodní zákoník: komentář*. Praha, C. H. Beck 2006, s. 162.; stejně tak jako v komentáři POKORNÁ, Jarmila: *Obchodní zákoník: komentář*. Praha, Wolters Kluwer Česká republika 2009, s. 210 an.

²⁸³ ELIÁŠ, Karel, BEJČEK, Josef, HAJN, Petr: *Kurs obchodního práva: obecná část: soutěžní právo*. Praha, C. H. Beck 2007, s. 315

²⁸⁴ „I pravdivý výrok lze uzpůsobit (velikost písma, barvy, podkladové obrázky) tak, že vyvolá jiný dojem, než jaký je skutečný obsah sdělení“, in HAJN, Petr: *Soutěžní chování a právo proti nekalé soutěži*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2000, s. 315.

16.6 Novinářská licence

Výjimka vztahující se k šíření informace novinářem při výkonu novinářské profese je dle našeho názoru velmi diskutabilní otázkou. Stávající výkyvy na trzích připomněly všem, nejen účastníkům těchto trhů, jak důležitou roli sehrává finanční zpravodajství. Současně vyvstalo několik souvisejících otázek. Proč nebyly publikovány informace o předpokládaném negativním vývoji? Neselhali novináři ve vztahu ke kontrole trhu? Představuje to širší problém sdělovacích prostředků, nebo se jednalo o ojedinělou skutečnost?

Novináři obecně, tím spíše specializující se na informace finanční a obchodní, jsou pod časovým tlakem. Čas je v jejich profesi zásadní skutečností, a to zejména v kontextu rozvoje komunikačních prostředků, kdy je šíření informací v celosvětovém měřítku otázkou vteřin, přičemž informace jsou poskytovány 24 hodin denně, 365 dnů v roce. Čas zde funguje jako limitující faktor ve vztahu k získání podkladových dat, k vytváření kontextu a rozdílných náhledů tak, aby mohl být poskytnut objektivní a fakty podložený výstup. Důsledkem je poté upřednostňování kvantity a rychlosti.

Novináři by však neměli zapomínat, že vedle jejich práv jsou zde rovněž povinnosti, resp. odpovědnost. Odpovědnost lze chápat v několika různých rovinách. Někdy je jako odpovědnost (finančního) novináře uváděna povinnost poskytovat informace investorům. Někdy je naopak akcentován zájem nepoměrně širší, a to zájem veřejnosti. Klasifikace odpovědnosti není jen samoúčelná, ale má význam zejména s ohledem na skutečnost, že ve finančních (ekonomických) redakcích sdělovacích prostředků většinou působí jen úzká skupina novinářů. Nezřídka se jedná pouze o jednotlivce. Jejich chápání odpovědnosti má tedy následně dopad na trhy; spatřují-li svoji úlohu pouze v poskytování informací investorům, nemohou objektivně poskytovat informace o trhu jako celku. Uvedenému stavu nepřispívají ani etické kodexy, které se primárně zaměřují na konflikty zájmů vznikající mezi jednotlivými subjekty (společnostmi) a nikoli na dopady vztahující se k trhu jako takovému.

Ve Směrnici MAD uvedený speciální režim pro novináře je výsledkem diskusí nad publikací návrhu této směrnice, kdy se svazy (syndikáty) novinářů proti tomuto ohradily s poukazem na porušení svobody slova. Dalším aspektem byl poukaz na skutečnost, že zneužívání trhu ze strany novinářů se vyskytuje velmi zřídka, a to z toho důvodu, že výkon tohoto povolání je předmětem pravidel novinářské profese a zároveň

je ovlivněn požadavkem čtenářů na objektivní a pravdivé finanční zprávy. Výsledkem byl kompromis, kdy novináři nejsou předmětem regulatorního režimu v případě, že se při výkonu své profese řídí pravidly pro její výkon.

Na tomto místě bychom zmínili dva příklady, které jsou s výše uvedeným v protikladu a rovněž dokreslují sílu sdělovacích prostředků, resp. vliv informací prostřednictvím těchto prostředků uveřejňovaných. Prvním byl případ tzv. „City Slickers“²⁸⁵ ve GB. Novináři deníku *Daily Mirror*, James Hipwell a Anil Bhojru, byli na základě rozhodnutí²⁸⁶ komise pro stížnosti na sdělovací prostředky (*Press Complaints Commission*) odpovědni za porušení závazných pravidel činností novináře stanovených touto komisí. Podstatou manipulace zde byl nákup akcií několika společností, jež byly následně uváděny jako „tip dne“ pro investici ve finanční rubrice. Následně bylo proti uvedeným novinářům rovněž zahájeno trestní stíhání a byli odsouzeni mj. k sedmi letům vězení.

Jaká je odpovědnost novinářů v případě, že jimi uveřejňované informace mají přímý dopad na chování trhu, resp. jeho účastníků? Mohou se novináři vyhnout zveřejňování některých informací, které by měly za následek „paniku“ na trhu, nebo by to bylo nepřiměřeným „cenzorským“ zásahem do finančního zpravodajství? Jaké jsou následky globalizace trhů ve vztahu k regulaci novinářské profese s odkazem na rozdílné postupy a samoregulaci v různých státech? Jaký je vztah jednotlivých odpovědností novinářů, tj. ve vztahu ke čtenářům obecně, k investorům, ke společnostem (včetně emitentů) a státům? Tyto otázky předznamenávají druhý z případů, „hon“ na Northern Rock Bank²⁸⁷. 13. září 2007 sledovalo téměř pět milionů diváků pořad *Ten O'Clock News* na BBC, který započal finanční problémy Northern Rock Bank. Robert Peston, editor finanční rubriky, po předchozích zvěstech o tom, že Northern Rock Bank se nachází ve vážných potížích, dostal od svého zdroje potvrzení, že uvedené informace se zakládají na pravdě, banka má problémy s likviditou a

²⁸⁵ Více např.: *City Slickers guilty of tip scam* [online]. 7. prosince 2005 [cit. 2012-02-07]. Dostupné z: http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/4507448.stm

²⁸⁶ *Press Complaints Commission* [online]. 2012-02-07 [cit. 2012-02-07]. Dostupné z: http://www.pcc.org.uk/advanced_search.html?keywords=city+slickers&page=1&num=10&publication=x&decision=x&image.x=0&image.y=0

²⁸⁷ *BBC* [online]. 2012-02-07 [cit. 2012-02-07]. Dostupné z: http://www.bbc.co.uk/search/northern_rock, *Northern rock* [online]. 2012-02-07 [cit. 2012-02-07]. Dostupné z: <http://www.northernrock.co.uk/>

požádala Bank of England o výpomoc. Tato zpráva se objevila ve výše uvedeném vysílání. Přestože byla doprovázena ujištěním, že vklady jsou v bezpečí, způsob, jakým byla podána, vzbudil paniku. Diváci, kteří pořad sledovali, uvedené informace interpretovali tak, že výpomocí (úvěrem) od Bank of England se Northern Rock Bank snaží odvrátit situaci, kdy nemá dostatek likvidních prostředků. Jindy opatrné zpravodajství BBC tak fakticky touto emotivní zprávou vyvolalo krizi Northern Rock Bank. Stránky internetového bankovníctví byly nedostupné a lidé se začali scházet před pobočkami. V průběhu následujícího dne, 14. září 2007, byla z Northern Rock Bank vybrána přibližně jedna miliarda liber. Stejná situace se opakovala v následujících dnech. 22. února 2008 byla Northern Rock Bank znárodněna. K možným důsledkům srov. rovněž například známý případ zveřejnění nepravdivé zprávy o insolvenční situaci United Airlines²⁸⁸. Ve vztahu k následkům uveřejňování informací srov. dále případy společností Apple a Emulex²⁸⁹.

Vrátíme-li se k otázce odpovědnosti novinářů, neznamená narušování jejich pozice, pracovní smlouvy či pravidel výkonu jejich profese. Odpovědnost související se zneužíváním trhu se vztahuje výlučně ke klamavosti informací, které jsou novináři uveřejňovány. Zvláště u novinářů uveřejňujících informace finančního a obchodního charakteru je nutné klást zvýšený důraz na kvalitu informací, a to zejména s ohledem na jejich vztah k trhu. Tito novináři mají prostřednictvím jimi uveřejňovaných informací „sílu“ ovlivňovat trhy. Takové zásahy se mohou negativně projevit v efektivitě²⁹⁰ trhu, následně celé ekonomice a v neposlední řadě mít vliv na jednotlivce. Regulace zneužití trhu tedy předpokládá, že uveřejňování informací má přímý a podstatný vliv na chování účastníků trhu. Investoři dále přikládají velkou váhu již samotnému faktu, že informace je uveřejněna renomovaným sdělovacím prostředkem, resp. ve své specializaci uznávaným autorem. Stejně tak se zde projevuje zřetelný příklon k „davovému“ efektu.

²⁸⁸ *Bloomberg převzal mylnou zprávu o bankrotu aerolinek. Akcionáři přišli o miliardu* [online]. 9. září 2008 [cit. 2012-03-06]. Dostupné z: http://ekonomika.idnes.cz/bloomberg-prevzal-mylnou-zpravu-o-bankrotu-aerolinek-akcionari-prisli-o-miliardu-gjo-eko-zahranicni.aspx?c=A080909_172938_eko-zahranicni_fih; *SEC Opens Prelim Investigation Into United Airline Stock Drop* [online]. 12. září 2008 [cit. 2012-03-06]. Dostupné z: http://spectrum.ieee.org/riskfactor/computing/it/sec_opens_prelim_investigation

²⁸⁹ 16. května 2007 publikoval Engadget zprávu, že iPhone a další produkty společnosti Apple budou mít zpoždění při uvádění na trh. Následkem byla ztráta 4,1% během 6 minut, která představovalo ztrátu hodnoty společnosti o přibližně 4 miliardy USD.

²⁹⁰ Srov. např. předpoklady teorie efektivního trhu, uvedené v kapitole 9.1.

Ten je možné pozorovat jak na straně novinářů, kdy jsou zprávy bez dalšího téměř automaticky přebírány a dále šířeny, tak na straně investorů, kteří tyto následují²⁹¹. Jak je patrné z vyjádření Roberta Pestna²⁹² k případu Northern Rock Bank, novináři si dosah svých jednání často neuvědomují. „[...] *nepředpokládal jsem, že vkladatelé mohou reagovat panicky, protože Northern Rock Bank v té době nevypadala, že by ztrácela významnou část svých aktiv. [...] nepoužil jsem expresivní výrazy jako např. hon na banky*“.

16.6.1 Směrnice MAD

Jak již bylo uvedeno výše, vývoj ustanovení rozšiřování informací novinářem podle Směrnice MAD je výsledkem diskusí s novinářskými svazy²⁹³. Toto rozšiřování musí být posuzováno v souladu s pravidly novinářské profese²⁹⁴, ledaže novinář v souvislosti s rozšiřováním informace získá přímo nebo nepřímo jakoukoli výhodu či zisk. Domníváme se, že uvedená výjimka je velmi široká, přičemž tím, že odkazuje na samoregulaci novinářských svazů provedenou prostřednictvím jejich vlastních předpisů, stává se v podstatě blanketní výjimkou pro jakékoli rozšiřování informací novináři bez možnosti toto regulovat. Jak již bylo uvedeno výše, a to zejména s ohledem na behaviorální teorii trhů, která se v této souvislosti prosazuje, jak se zdá, nejvíce, je finanční zpravodajství zásadním faktorem, který determinuje představy účastníků trhu. Ty se pak následně promítají do uskutečňování jednotlivých obchodů či se projevují upuštěním od těch obchodů, které byly účastníky plánovány, či přímo zasahují do kurzů instrumentů.

²⁹¹ K předchozím otázkám srov. behaviorální teorii, uvedenou v kapitole 9.4.

²⁹² Citováno z TAMBINI, Damian: *What is financial journalism for? Ethics and responsibility in a time of crisis and change* [online]. listopad 2008 [cit. 2012-02-05]. Dostupné z: <http://www2.lse.ac.uk/media@lse/POLIS/Files/financialjourn.pdf>

²⁹³ Srov. dále např. FERRARINI, Guido: The European Market Abuse Directive. in *Common Market Law Review*, 2004, č. 41, s. 728 Dostupné z: <http://www.kluwerlawonline.com/>

²⁹⁴ Srov. *IFJ Declaration of Principles on the Conduct of Journalists* [online]. 1954 [cit. 2012-02-07]. Dostupné z: <http://www.ifj.org/en/pages/about-ifj>; *The New York Times Company Policy on Ethics in Journalism* [online]. srpen 2005 [cit. 2012-02-07]. Dostupné z: <http://www.nytimes.com/press/ethics.html> a *Etický kodex novináře* [online]. 25. 11. 1999 [cit. 2012-02-07]. Dostupné z: <http://syndikat-novinaru.cz/1/5/36/etika/eticky-kodex>

Pravidla upravující výkon novinářské profese navíc svojí strukturou či kvalitou neodpovídají závazným právním normám jednotlivých států či nadnárodních organizací. Jedná se spíše o soubory stanovící určité obecné kontury a mantinely jednání novináře. Ty jsou v převážné míře orientovány na „pravdivost“, „úplnost“ a „objektivitu“ ve vztahu ke sdělovaným informacím. Zde však spatřujeme zásadní problém, který plyne ze specifické povahy finančního zpravodajství. Již ve zpravodajství obecně je úkolem novináře pouze předávat informace (na rozdíl od publicistiky). Novinář zde nemůže aplikovat své zkušenosti či znalosti, ale informace musí získávat od odborníků v dané oblasti. Finanční zpravodajství je dle našeho názoru zpravodajstvím *sui generis*, jehož původcem by neměl být „průměrný“ novinář, ale mělo by se ideálně jednat o novináře disponující jak odbornými ekonomickými znalostmi, tak praktickými zkušenostmi. Vyhodnotit a interpretovat ekonomické údaje je nejednou obtížnou výzvou i pro zkušeného odborníka, natož pak pro osobu bez teoretických znalostí a praktických zkušeností. To je zásadní skutečností, kterou by měli mít novináři na paměti jak při formulaci názorů vlastních, tak při přebírání a rozšiřování informací od ostatních. Přestože se k těmto informacím mohou novináři dostat legitimním způsobem, ověřit je z vícero zdrojů, resp. učinit další kroky směřující k naplnění požadavků jejich vnitřních předpisů, i tak mohou být klamavé či nepravdivé. Zpravodajství je v ideálním případě názorově zcela neutrální. V takových případech se tedy domníváme, že není možné nadřadit výkon novinářské profese nad legitimní zájem společnosti jako celku na fungování ekonomiky, jejímž prvkem je fungující finanční trh. Jak již bylo uvedeno v úvodních kapitolách této práce a jak ostatně každý sám pociťuje v posledních letech, nefungující finanční trh podkopává fungování ekonomik, což se ve svém důsledku projevuje v životě každého jednotlivce.

16.6.2 ZPKT

Ustanovení ZPKT, které uvádí, že manipulací není rozšiřování informace novinářem při výkonu novinářské profese, pokud novinář jedná v souladu s pravidly novinářské profese a v souvislosti s rozšiřováním informace nezíská přímo nebo nepřímo jakýkoliv prospěch nad rámec obvyklé odměny, se na první pohled jeví jako shodné s úpravou provedenou ve Směrnici MAD. Úvodem je třeba upozornit na skutečnost, že právní řád ČR pojem „novinář“ nedefinuje. Je tedy otázkou, zda

novinářem může být v zásadě kdokoli, kdo vytváří sdělení, které je reprodukováno sdělovacími prostředky, či zda je nutné novináře kvalifikovat např. určitou pravidelnou (interní či externí) činností, přičemž tato činnost musí být v zásadě ve veřejném zájmu a činěna prostřednictvím k tomu určených sdělovacích prostředků. Domníváme se, že druhý přístup je vhodnější.

Rovněž je třeba vedle novináře jako fyzické osoby poukázat na to, že pokud se má jednat o osobu, jejímž prostřednictvím jsou informace rozšiřovány, a tedy právnickou osobu, se kterou novinář spolupracuje, měla by většinová činnost této spočívat právě ve zprostředkování informací, a to ve veřejném zájmu. Otázkou je, jak vykládat rozdíl mezi ustanovením směrnice, které stanoví, že novinář nesmí získat jakoukoli výhodu či zisk, a ZPKT, který uvádí, že takové plnění nesmí přesáhnout rámec obvyklé odměny. Domníváme se, že textace ustanovení Směrnice MAD i ZPKT jsou nepřesné. Směrnice MAD neumožňuje získat jakoukoli výhodu či zisk v souvislosti s tímto rozšiřováním. Vzhledem k tomu, že odměna novináře je jeho ziskem a působení zprávy jako manipulativní bude možné posoudit až po jejím rozšíření, každý novinář, který toto vykonává jako svoji ekonomickou činnost (znak pojmu novinář), nebude mít možnost uvedené výjimky využít. Jinými slovy, uvedená výjimka by byla aplikovatelná pouze na novináře, kteří nejsou za svoji činnost odměňováni. To jistě není účelem právní úpravy. Naopak účelem je primárně postihnout, a zde se opět vracíme k pojetí manipulace jako subjektivní a objektivní, úmysl novináře zneužitím svého postavení ovlivnit kurz instrumentu a následně z takového jednání získat výhodu. V objektivním pojetí takováto distinkce není možná, čehož důsledkem bude, že rozšíří-li takový novinář, byť „pouze“ za svoji obvyklou odměnu, manipulativní informace, nebude postižitelný (samozřejmě rovněž za předpokladu, že postupoval v souladu s pravidly své profese).

ZPKT výše uvedené potvrzuje ještě explicitněji. Z textu je možné gramatickým výkladem dovodit, že takové plnění je možné vedle obvyklé odměny, přičemž jeho omezení se vztahuje pouze na výši odměny. Vhodnější by bylo ustanovení pojmout např. tak, že „[...] *nezíská přímo nebo nepřímo jakýkoliv prospěch jiný než obvyklou odměnu*“. Obvyklou odměnu lze poté dále konkretizovat, např. průměrem dosahovaným za určité období či v porovnání napříč oborem. Naplnění znaků jednání v souladu s pravidly novinářské profese a nezískání výhody je kumulativní, takže i

v případě, kdy novinář žádnou výhodu nezíská, ale nebude postupovat v souladu s těmito pravidly, jeho jednání bude kvalifikováno jako manipulace.

V tomto kontextu se ještě krátce zastavme nad rozdílným zněním výjimek, jmenovitě výjimky obsažené pod písm. b) a c) odst. 2 § 126. Zákodárce zde v jednom případě použil formulace „*nepravdivé, klamavé nebo zavádějící informace*“, ve druhém „*informace*“, a tedy obecný pojem, pod který je třeba subsumovat i informace pravdivé. Pravděpodobným účelem zde bylo, aby novináři nemohli být postižitelní za rozšiřování pravdivých informací, které jsou jinak klasifikovány jako manipulativní. Domníváme se však, že to není nutné, ba dokonce, spíše však v teoretické rovině, může být pro novináře „nevýhodné“. Předpokladem pravděpodobně bylo, že i pravdivá informace může manipulovat, a to v případě, kdy je podána „manipulativním“ způsobem. Tímto se z ní ale stává informace klamavá²⁹⁵. Problém by zde však mohl nastat, pokud bychom připustili, že informace pravdivá může zapříčinit manipulaci. Za předpokladu splnění ostatních znaků objektivní definice bychom tedy v prvním kroku uvedené jednání kvalifikovali jako manipulaci. Druhým krokem by poté bylo posouzení, zda se na uvedené jednání vztahuje některá z výjimek. A zde se dostáváme k problému, byť, jak zmíněno, spíše teoretickému. Předpokládejme, ať už z jakéhokoli důvodu, že novinář dostal vyšší než obvyklou odměnu za rozšíření určité informace. Přestože by tedy byla rozšířena informace pravdivá a novinář jednal v souladu s pravidly své profese, muselo by být konstatováno, že se dopustil manipulace, a to s odkazem na složku odměny. Pokud by byl tedy správný předpoklad, že informace pravdivá může zapříčinit manipulaci, uvedené, zdánlivě pro novináře „výhodnější“ ustanovení se změní na „nevýhodné“. Pokud bychom přistoupili na výklad, že pravdivá informace nemůže zapříčinit manipulaci, který favorizujeme (a který lze rovněž dovodit z textu písm. b), bylo by vhodnější se omezit pouze na formulaci „*nepravdivé, klamavé nebo zavádějící informace*“ (resp. pouze na „*klamavé*“, jak je uvedeno v předchozí kapitole). Nicméně ani uvedení informací bez jejich bližší specifikace by nám při tomto výkladu nemělo činit větších potíží, protože nemůže být naplněna obecná definice manipulace, a tudíž není třeba ani hledat výjimku. V případě subjektivního přístupu, a tedy při vázání manipulace na zavinění delikventa, by uvedené otázky nabyly jiného rozměru.

²⁹⁵ Srov. klasifikace uvedené v předchozí kapitole.

Závěrem si zhodnotíme dvě rozhodnutí. Prvním je rozhodnutí KCP č.j. 51/Se/79/2005/8. Vzhledem k tomu, že nám nebyly k dispozici všechny části rozhodnutí, budeme vycházet pouze z abstraktu²⁹⁶ zveřejněného ČNB a informací a komentářů uveřejněných účastníkem řízení, společností Patria Online, a.s., IČ 61859273²⁹⁷. Co do skutkového stavu, 18. 10. 2005 v 10:06 hod. uveřejnila společnost Patria Online, a.s. v sekci *Horké zprávy* na jím provozovaném internetovém serveru www.patria.cz nepravdivou zprávu o zvýšení cílové ceny akcií UNIPETROL, a.s. obchodníkem s cennými papíry WOOD & Company Financial Services, a.s. na 300 Kč. Patria Online, a.s. uvedla na svoji obranu následující argumenty²⁹⁸: „10:39:58 byla publikována zpráva WOOD & Company Financial Services, a.s. NEZVYŠUJE na 300 Kč“. Uvedený argument je irelevantní vzhledem k tomu, že skutek naplňující znaky skutkové podstaty byl dokonán. Následná publikace opravného sdělení nemá vliv na posouzení jednání jako manipulativního. Uvedené tvrzení je ale např. možné vzít do úvahy při stanovení sankce. „*Nehledě na protichůdný pohyb kurzu předmětného akciového titulu v inkriminovaném časovém období (kurz v rozporu se zveřejněnou informací mírně poklesl), byla s ohledem na ohrožovací povahu deliktu podstatou polemiky účastníka řízení a KCP otázka, zda lze aplikovat některou z výjimek („safe harbours“) ze skutkové podstaty manipulace trhem*“²⁹⁹. Uvedené není samo o sobě argument, navíc konstatuje ohrožovací povahu manipulace a s tím spojenou skutečnost, že k deformaci nemusí vůbec dojít. Toto tvrzení však vedle „psychologického“ efektu naznačuje velmi rozšířenou mylnou představu o posuzování kurzových rozdílů nejen ze strany účastníků, ale (paradoxně) především ze strany dozorových a dohledových orgánů, a to jak v případě manipulace, tak *insider tradingu*. Konkrétně máme na mysli nepřijatelné ztotožňování příčiny a následku (*post hoc klam*), jak již bylo toto na příkladu Rozsudku ve věci Spector popsáno. V návaznosti na rozbor tohoto rozsudku se tedy domníváme, že nelze v případě manipulace usuzovat na (ne)manipulativní

²⁹⁶ Rozhodnutí Komise pro cenné papíry č.j. 51/Se/79/2005/8 ze dne 12. 12. 2005. *KCP* [online]. 12. prosince 2005 [cit. 2012-02-19]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/export/.../56401_51_se_79_05_8.pdf

²⁹⁷ KUBOŇ, David: Manipulace s trhem aneb šíření informací na webu. in *Patria Online* [online]. 16. ledna 2006 [cit. 2012-02-19]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/663615/manipulace-s-trhem-aneb-sireni-informaci-na-webu.html?culture=en-US>

²⁹⁸ Tamtéž.

²⁹⁹ Tamtéž

působení určitého jednání izolovaně bez dalších souvislostí, navíc pouze konstatováním následných pohybů kurzů.

Dalším argumentem společnosti Patria Online, a.s. bylo, že „*Ačkoli účastník vycházel ze zprávy spolehlivého a důvěryhodného zdroje, KCP vyhodnotila jeho jednání jako porušení pravidla řádného a etického výkonu novinářské profese. Svůj závěr KCP opírá o Etický kodex uveřejněný Syndikátem novinářů ČR, ačkoliv dle sdělení Komise pro etiku Syndikátu novinářů ČR internetové zpravodajství nemá zatím kodifikovaná etická pravidla*“. Předně je nutné uvést, že skutečnost, že určitá forma poskytování informací – zde konkrétně prostřednictvím internetu – nemá stanovena vlastní pravidla, nemůže bránit analogické aplikaci pravidel obecných, která se vztahují na výkon novinářské profese. To, zda je určitá informace podávána prostřednictvím sdělovacího prostředku tištěného či elektronického, nemá na tato základní pravidla vliv. Argument, že zpráva byla převzata z důvěryhodného a spolehlivého zdroje zde rovněž nemůže obstát, pokud nebyla řádně ověřena a bez dalšího rozšiřována dále. Tato skutečnost je porušením základních pravidel výkonu novinářské profese. Domníváme se, že zcela jiná by byla situace v případě, kdy by sama společnost *WOOD & Company Financial Services, a.s.* takovou zprávu zveřejnila. Jednalo by se o doporučení a bylo by zde možné uvažovat výjimku podle čl. 8 odst. 3 Směrnice 2003/125 (srov. v následující kapitole). Přestože tedy Patria Online, a.s. uvedenou informaci převzala, nejednalo se o doporučení třetí strany, které nebylo změněno, což jsou základní podmínky k uplatnění shora uvedené výjimky.

Je Patria Online, a.s., resp. zaměstnanec, který zprávu zveřejnil, novinářem? Tuto dle našeho názoru zásadní otázku měla KCP zodpovědět již na začátku jejího posouzení. Domníváme se, že odpověď je negativní, a tedy celé posouzení novinářské výjimky zde nebylo nutné. Situace by byla opět jiná v případě výše uvedené výjimky, která nevztahuje uvedené pouze na novináře, ale na sdělování zpráv (*news reporting*). V kontextu definice novináře, jak jsme jej nastínili výše, nelze společnost Patria Online, a.s. a její zaměstnance považovat za novináře, resp. „instituci“ zabývající se novinářskou činností. Naopak, vzhledem k předmětu činnosti této společnosti by bylo dokonce možné uvažovat o „přísnějším“ pohledu, kdy, zjednodušeně řečeno, jakékoli publikování zprávy se projevuje v obchodní aktivitě klientů, což s sebou nese provize za uskutečňování obchodů. „*Mám za to, že předmětné rozhodnutí komise nerespektuje*

fundamentální práva a principy žurnalistu, jako jsou zejména svoboda projevu, právo na informace, výkon novinářské profese ‚in bona fide‘, právo na samoregulaci či zabránění kriminalizace nezaviněných omylů novinářů“, je závěrečným konstatováním společnosti. K tomuto bylo již uvedeno výše, zejména ke kvalifikaci novináře, a dále bude ještě stručně pojednáno, zejména ke svobodě projevu, stejně jako k výjimkám vztahujícím se k výzkumům a investičním doporučením.

Druhým je poté rozhodnutí NSS sp. zn. 7 Afs 15/2009 – 159. Tímto rozhodnutím NSS zamítl kasační stížnost ČNB proti rozsudku Městského soudu v Praze, kterým bylo zrušeno rozhodnutí bankovní rady ČNB, jímž byl zamítnut rozklad a potvrzeno rozhodnutí KCP o uložení pokuty za spáchání správního deliktu manipulace. Dne 5. 9. 2005 v 16:25 hod. společnost Reuters Limited uveřejnila prostřednictvím anglické verze jejich zpravodajského kanálu a současně v anglickém jazyce na webových stránkách www.reuters.com zprávu, že *„zdroj blízký PKN sdělil Reuters, že Atlantik FT minulý týden nabídl polské firmě odprodej akcií za cenu 192 Kč za jednu akcii, ale PKN nabídku odmítl“*. Poté byla prostřednictvím anglické verze zpravodajského kanálu a na webových stránkách www.reuters.com uveřejněna dne 6. 9. 2005 v 16:18 hod. její oprava ve znění *„zdroj blízký PKN minulý týden sdělil Reuters, že Atlantik FT nabídl polské firmě odprodej akcií za cenu 192 Kč za jednu akcii, ale PKN nabídku odmítl.“*

KCP ve správním řízení při posouzení, zda Reuters jednala v souladu s pravidly novinářské profese, vycházela z obsahu Deklarace principů novinářského chování a Etického kodexu novináře uveřejněných Syndikátem novinářů České republiky a z *The Reuters code of conduct*, vnitřního předpisu Reuters upravujícího chování vlastních zaměstnanců společnosti a ve svém rozhodnutí uvedla, že „považuje jednání zaměstnanců účastníka řízení – novinářů v daném případě v rozporu s pravidly novinářské profese. Porušili zejména základní normy profesionálního jednání novinářů, podle kterých je respektování pravdy a práva veřejnosti na pravdu první povinností novináře. Při plnění této povinnosti budou novináři vždy hájit principy svobody při čestném sbírání a vydávání zpráv. Novinář bude zároveň přinášet informace v souladu s fakty, jejichž původ je mu znám. Jednáním Reuters rovněž došlo k porušení Etického kodexu novináře. Novináři přejímají plnou odpovědnost za to, že informace, které předávají veřejnosti, jsou včasné, úplné, pravdivé a nezkreslené. Novinář je proto mimo

jiné povinen nepřipustit, aby domněnka byla vydávána za ověřený fakt. Dle kodexu také nic neomlouvá nepřesnost nebo neprověření informace, každá uveřejněná informace, která se ukáže jako nepřesná, musí být neprodleně opravena.

Argumentace NSS v uvedeném rozhodnutí byla následující. NSS měl za nesporné, že informace šířená účastníkem řízení neodpovídala, v důsledku posunutí údaje o časovém okamžiku nabídky odkoupení akcií, skutečnosti. Předmětem sporu tedy byla dle NSS otázka, zda toto pochybení naplňuje skutkovou podstatu správního deliktu manipulace s trhem. Domníváme se však, že o uvedeném sporu nebylo. Spor byl o naplnění definice výjimky z manipulace svědčící novinářům. NSS uvedl, že se ztotožnil s městským soudem, který uvedl, že KCP a ČNB se v projednávaném případě omezily pouze na konstatování obecných zásad novinářské profese, které nebyly zachovány, aniž by uvedly konkrétní pravidlo, resp. postup dopadající na zpracování a šíření předmětné zprávy, který účastník řízení nedodržel, ač jím byl vázán. Jinými slovy, o jaká konkrétní pravidla se jedná a jakým způsobem byla porušena. Tímto se domníváme, že NSS potvrdil, že sporné bylo naplnění znaků výjimky a nikoli znaků manipulace dle obecné definice.

Domníváme se dále, že takový závěr není navíc správný, kdy bylo dostatečným, že KCP uvedla obecné deklaráce, které jsou na daný případ aplikovatelné do té míry, že shodně považují za prioritu pravdivost uveřejňovaných informací. KCP i ČNB se tedy pravidly zabývaly a pravidlo opravňující novináře k omylu nenalezly, a ani nalézt nemohly. Zejména by to měla být však Reuters, která tvrdí, že jí svědčí pravidla novinářské profese jako liberační důvod, a měla by pak také prokázat, že se o taková pravidla jedná a z jakého důvodu. Rovněž matoucím je konstatování NSS uvádějící: *„Pokud by však nepřicházela v úvahu aplikace ust. § 126 odst. 2 písm. c) ZPKT, např. pro neexistující pravidla novinářské profese, bude třeba posoudit, zda lze ve vztahu k jednání účastníka řízení použít ust. § 126 odst. 2 písm. b) citovaného zákona. Správní orgány se sice touto otázkou ve svých rozhodnutích zabývaly, ale ne dostatečně“*. Jak jsme již uvedli výše, v tomto případě byly bezpochyby naplněny znaky manipulace, přičemž spornou otázkou bylo, zda lze s odkazem na specifická pravidla novinářské profese aplikovat výjimku vztahující se k uveřejňování informací novináři. Domníváme se, že nebylo sporu o tom, že novináři „měli a mohli vědět“ a KCP se s tímto ve svém rozhodnutí vypořádala. Argumentace Reuters uváděla, že se jednalo o omyl. Dále pak,

že Reuters postupovala v souladu s konkrétním pravidlem, které uvádělo, že v takových případech je nutné neprodleně uveřejnit opravu (k tomuto odkazujeme na případ Patria výše).

Zcela se tedy ztotožňujeme s následujícím vyjádřením ČNB uvedeným v rozkladu proti rozhodnutí KCP: „*Nepravdivou podobu informace, převzatou z vnějšího zdroje, způsobila nedbalost zaměstnanců Reuters. Nedbalost zaměstnanců nelze považovat za pravidlo novinářské profese*“.

16.6.3 Návrh nařízení

Čl. 8 odst. 1., písm. c) Návrhu nařízení uvádí: „*Šíření informace novinářem při výkonu novinářské profese musí být posuzováno v souladu s pravidly upravujícími svobodu tisku a svobodou vyjádření v jiných sdělovacích prostředcích, ledaže a) tyto osoby v souvislosti s rozšiřováním informace získají přímo nebo nepřímo jakoukoli výhodu či zisk; nebo b) zveřejnění nebo šíření je činěno s úmyslem uvést trh v omyl, a to ve vztahu k nabídce, poptávce nebo ceně instrumentů*“.

Návrh nařízení tak uvádí ve vztahu k novinářům poněkud jiný koncept než Směrnice MAD. Ustanovení je dle našeho názoru především širší, uvádí svobodu tisku a vyjádření v obecné rovině. Bez bližší konkretizace je toto neostré vymezení téměř bezbřehé, zároveň je v demokratických společnostech chápáno jako jedno ze základních práv. Jako takové je tradičně předmětem zakotvení v normách práva ústavního. Takto uvedená formulace neumožňuje v praxi zásadně manipulativní jednání postihnout, protože neobsahuje odkaz na zákonné omezení či alespoň na pravidla, která výkon novinářské profese upravují. Pohled do právního řádu ČR naší úvahu v tomto směru potvrzuje. Svoboda projevu je rovněž upravena v mezinárodních dokumentech, např. čl. 11 Charty základních práv EU, čl. 10 Úmluvy o ochraně lidských práv a základních svobod či čl. 19 Všeobecné deklarace lidských práv³⁰⁰. Přestože je svoboda projevu, zde spojená s právem na informace, obsahem čl. 17 Listiny základních práv a svobod ČR, vztahujícím se k oblasti politického života, domníváme se, že uvedené je možné

³⁰⁰ „právo na svobodu projevu zahrnuje rovněž právo vyhledávat, přijímat a rozšiřovat informace a myšlenky jakýmkoli prostředky a bez ohledu na hranice.“

aplikovat rovněž v obecnější rovině. Jak uvádí Pavlíček³⁰¹, „*tato práva jsou universální, zasahují i do dalších oblastí a jejich uplatňování je možné jen v demokratickém uspořádání společnosti*“. Obdobně Filip³⁰² soudí, že svoboda sdělovacích prostředků (svoboda tisku) je zvláštním výrazem svobody projevu. Tato je institucionální zárukou zaručující existenci sdělovacích prostředků. Pokud není garantována svoboda projevu, není ani svobody tisku. Problematické je v tomto směru zejména spojení svobody projevu s právem na informace. Listina základních práv a svobod ČR uvádí, že svobodu projevu a právo vyhledávat a šířit informace lze omezit zákonem, jde-li o opatření v demokratické společnosti nezbytné pro ochranu práv a svobod druhých, bezpečnost státu, veřejnou bezpečnost, ochranu veřejného zdraví a mravnosti. Nejasnost do uvedeného vkládá rovněž Ústavní soud ČR³⁰³, který poskytuje novinářům speciální ochranu, uvádí-li, že „*lze stěží trvat na přesnosti skutkových tvrzení a klást tak na novináře – ve svých důsledcích – nesplnitelné nároky. Významné proto musí být to, aby celkové vyznění určité informace odpovídalo pravdě*“. Zde se lze identifikovat s komentářem Klímy³⁰⁴ ve vztahu k tomuto rozhodnutí: „*S tímto ‚blahosklonným‘ zjednodušením se lze [...] těžko ztotožňovat*“.

Výjimka uvedená výše pod písm. a) je obsahově i stran textu zcela shodná s ustanovením MAD. Jak je patrné z doplněného písmene b), v předchozích člancích popsané výtky se zde již neuplatní. Návrh nařízení dokonce nespojuje úmysl novináře zneužít svého postavení za účelem ovlivnění kurzu instrumentu a následně získání výhody z takového jednání. Není zde tedy rozhodující, zda novinář získal přímo či nepřímo svým jednáním jakýkoli prospěch, ale pouze skutečnost, že takové jednání činil v úmyslu uvést trh v omyl, a to ve vztahu k nabídce, poptávce nebo ceně instrumentů. Lze uzavřít, že tato úprava jen podporuje naše úvahy stran subjektivního přístupu k manipulaci, a lze s ní tedy v tomto dílčím aspektu souhlasit.

Podívejme se nyní krátce, jak k problematice svobody projevu, jejímž základním stavebním kamenem je dle novinářů ochrana zdroje informací, přistupuje ESLP. Velmi zajímavé a přínosné je sledovat nejen samotné rozhodnutí ESLP, ale i rozhodnutí

³⁰¹ PAVLÍČEK, Václav. *Ústava a ústavní řád České republiky: komentář*. Praha, Linde 2002, s. 178 komentáře.

³⁰² FILIP, Jan: *Vybrané kapitoly ke studiu ústavního práva*. Brno, Masarykova univerzita 2001, s. 127.

³⁰³ I. US 156/99, Rozsudek Ústavního soudu ze dne 8. února 2000.

³⁰⁴ KLÍMA, Karel: *Ústavní právo*. Plzeň, Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk 2010, s. 346.

předchozí, tj. soudů národních. Předkládaným případem bude známé rozhodnutí ve věci *Financial Times* a další proti GB, ze dne 15. prosince 2009, stížnost č. 821/03³⁰⁵. Ke skutkovému stavu si uveďme, že neznámého dne získala neznámá osoba (dále jen „X“) materiály vypracované investičními poradci společnosti Interbrew (Goldman Sachs a Lazards). Jednalo se o část zabývající se nabídkou převzetí společnosti South African Breweries (tato byla součástí komplexního materiálu ve vztahu k možné spolupráci či integraci těchto společností). 27. listopadu 2001 obdržel *Financial Times Ltd*, *Guardian Newspapers Ltd*, *Times Newspapers Ltd* a *Reuters Group plc* kopie těchto dokumentů. Následně tyto sdělovací prostředky zveřejňovaly zprávy ohledně uvedených informací. Ty měly vliv na účastníky trhu a okamžitě se promítaly do kurzu akcií obou společností. Společnost Interbrew vydala nejprve 28. listopadu první tiskovou zprávu, kde uvedla, že se jednalo pouze o standardní monitoring konkurence, a 29. listopadu tiskovou zprávu druhou, kde uvedla, že dokument byl falešný (alespoň co do uváděné ceny za akcii South African Breweries a časového harmonogramu). Detektivní agentura Kroll měla vyšetřit únik zprávy a odhalit osobu, která sdělovací prostředky informovala.

Dopad na kurzy byl významný, kurz akcií Interbrewu byl 27. listopadu 2001 29,40 eur, přičemž v poledne následujícího dne 27,20 eur a 28.25 eur po první tiskové zprávě a uzavření trhů. Kurz akcií South African Breweries byl 27. listopadu 2001 442,74 pencí a po uzavření trhů 28. listopadu 2001 478 pencí. Objem obchodů akcií South African Breweries byl 27. listopadu 2001 méně než 2 miliony. 28. listopadu 2001 byl již více než 44 miliony. Přestože se v tomto případě nejednalo přímo o posouzení manipulace, tj. zdali bylo počínání novinářů manipulativním jednáním prostřednictvím zveřejňování informací, či nikoliv, ale o uvedení zdroje informací, zmíníme níže několik otázek z jednotlivých fází řízení.

Vrchní soud GB ve svém rozhodnutí konstatoval, že osoba X záměrně získala vnitřní informace, tyto v úmyslu manipulovat trhem změnila a odeslala do sdělovacích prostředků. Soud zde uvedl, že existuje veřejný zájem, stojící vedle shodného zájmu Interbrewu, aby totožnost osoby X byla odhalena a bylo tím zabráněno potenciálnímu

³⁰⁵ *Case of Financial Times LTD and others v. United Kingdom* [online]. 15. března 2010 [cit. 2012-02-19]. Dostupné z: <http://cmiskp.echr.coe.int/tkp197/view.asp?item=1&portal=hbkm&action=html&highlight=821/03&sessionid=86772559&skin=hudoc-en>

škodlivému jednání (manipulaci) této osoby v budoucnu. Závěrem tedy bylo rozhodnutí, že příslušné sdělovací prostředky mají vydat příslušné dokumenty, pomocí nichž by mohla být osoba X identifikována.

Odvolací soud se co do rozhodnutí s tímto ztotožnil i přes níže uvedené rozdíly v argumentaci podané v rámci odůvodnění. Především vrchnímu soudu vytkl, že se nezabýval prokázáním falšování dokumentů a úmyslu manipulativního jednání, ale pouze tyto skutečnosti předpokládal. Falšování bylo předpokládáno vůči „nepřítomnému a mlčícímu“ obžalovanému, což je zásadně nepřípustné bez dokazování. Nebyla tak vyvrácena možnost, že osoba X by v případě jejího vyslechnutí prokázala, že se jednalo o autentické dokumenty společnosti Interbrew. Opodstatněnost byla tedy konstatována ve světle skutečnosti, že Interbrew fakticky nemůže činit žádné obchodní záměry až do doby, než bude osoba X identifikována, a nebudou tedy moci být znalosti o těchto záměrech již dále zneužity.

Z pohledu rozhodnutí ESLP, které bylo opačné než předchozí rozhodnutí, je pro nás důležitý přístup ESLP k čl. 10 EÚLP v obecné rovině. ESLP ve svém rozhodnutí uvedl, že je třeba vždy vážit jednotlivé zájmy a podle nutnosti míry jejich ochrany v konkrétním případě potom dále postupovat. ESLP v rozhodnutí naznačil, že pokud by bylo skutkové tvrzení o úmyslném podvodu a manipulaci trhem prokázáno, nikoli na něj pouze usuzováno z informací společnosti Interbrew, bylo by možné konstatovat, že zájmy společnosti na fungování finančních trhů jsou hodny vyšší míry ochrany než zájmy na anonymitu novinářských zdrojů. ESLP však rovněž dodal, že jednání zdroje bude pouze jedním z faktorů, které je nutné zohlednit při zvažování zájmů podle čl. 10 EÚLP.

16.7 Investiční doporučení

Další z obecných výjimek manipulativního jednání je ta, která je spojena s investičními doporučeními (výzkumy atp.). Specifická úprava této problematiky má svůj základ ve skutečnosti, že někteří účastníci trhů (pravděpodobně většina, avšak pouze z pohledu počtu, nikoli objemu obchodů) nespolehají na vlastní analýzy, ale řídí

se doporučeními třetích osob³⁰⁶. Tito účastníci pak nezdůvodněně přisuzují větší míru věrohodnosti doporučením, která jsou činěna většími a známějšími osobami, a to přestože uvedené nemá s mírou relevance informací žádný vztah³⁰⁷.

16.7.1 Směrnice MAD a Směrnice 2003/125

Čl. 6 odst. 5 ve spojení s odst. 10, šestá odrážka Směrnice MAD uvádí, že Komise přijme prováděcí opatření ve vztahu k poctivé prezentaci výzkumů a investičních doporučení, přičemž tyto mají brát v úvahu pravidla upravující činnost novinářů, včetně pravidel novinářských syndikátů (asociací), tedy profesní samoregulaci. Tímto prováděcím opatřením je Směrnice 2003/125³⁰⁸.

Rozsah Směrnice 2003/125 je širší než Směrnice MiFID, přičemž vychází z kombinace definice subjektů (dotčených osob) a doporučení. Při definici dotčených osob (*relevant persons*) vychází z kvalifikace těchto jako jakýchkoli fyzických nebo právnických osob, které vytvářejí nebo rozšiřují doporučení při výkonu svého povolání (zaměstnání) nebo podnikání. Směrnice MiFID naproti tomu postihuje pouze specifické instituce, a to zejména ve spojení s poskytováním investičních služeb (*investment firms, credit institutions which provides investment services*). Důvodem je zejména nutnost pokrytí jednání různorodých účastníků trhu, kde se nelze omezovat pouze na některé jejich specifické skupiny. V této souvislosti je však třeba zmínit, že Směrnice 2003/125 si je vědoma problematiky zaručení základních práv a k těmto se vyjadřuje v úvodním ustanovení č. 11. Zde je uvedeno, že tato směrnice respektuje základní práva a principy uznávané zejména čl. 11 Charty základních práv EU a čl. 10 EÚLP, kdy konkrétně stanoví, že neomezuje členské státy v aplikování jejich ústavních pravidel vztahujících se ke svobodě tisku a svobodě vyjádření v jiných sdělovacích prostředcích³⁰⁹. Přestože rozsah je tedy širší a uplatní se na účastníky trhu obecně, distinkce mezi jednotlivými skupinami je provedena v rozsahu jejich povinností.

³⁰⁶ Srov. např. DUBOIS, Michel. *Regulating the financial analysis industry: Is the European directive effective?*, s. 5 [online]. 17. června 2008 [cit. 2012-03-19]. Dostupné z: http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/53/30/84/PDF/cr_2009_07_E2.pdf

³⁰⁷ Ke zde uvedenému srov. teorie trhu v úvodu této práce, zejména behaviorální teorii.

³⁰⁸ K detailnímu rozboru, včetně souvisejících otázek (např. ve vztahu ke Směrnici MiFID), viz MOLONEY, Niamh: *EC securities regulation*. New York, Oxford University Press 2008, s. 652–725.

³⁰⁹ Srov. výše uvedenou výjimku ve vztahu k novinářské profesi.

Poněkud zvláštní je postavení ratingových agentur, které jsou zmíněny v úvodním ustanovení č. 10, uvádějícím, že názory ratingových agentur nejsou doporučeními ve smyslu Směrnice 2003/125, čímž tyto vylučuje ze své působnosti. Toto ustanovení dále uvádí, že ratingové agentury by měly zavést vnitřní opatření a procesy zajišťující, že publikované názory budou prezentovány poctivě, a současně upozorní na konflikty zájmů ve vztahu k instrumentům nebo jejich emitentům.

Doporučení jsou ve Směrnici 2003/125 definována jako analýza nebo jiná informace doporučující nebo navrhuující investiční strategii, výslovně či implicitně, a to ve vztahu k instrumentu nebo jeho emitentu, včetně stanoviska ohledně současné nebo budoucí hodnoty či ceny těchto instrumentů, přičemž musí být určeny pro distribuční kanály³¹⁰ nebo pro veřejnost. Analýza nebo jiná informace doporučující nebo navrhuující investiční strategii potom definičně zahrnuje dva typy informací. Prvním je informace od specifických subjektů³¹¹, přičemž tato informace přímo či nepřímo vyjadřuje konkrétní investiční doporučení ve vztahu k instrumentu nebo emitentu. Druhým typem je informace od jiných osob, která přímo doporučuje konkrétní investiční rozhodnutí s ohledem na instrument. Rozdíl je tedy v okruhu osob, předmětu (instrument, emitent), působení (přímo, nepřímo³¹²) a výsledku (rozhodnutí, doporučení).

Úvodní ustanovení č. 3 dále uvádí, že investiční poradenství formou poskytování osobních doporučení klientům v souvislosti s operacemi, jež se týkají instrumentů, která pravděpodobně nebudou zpřístupněna veřejnosti, by samo o sobě nemělo být považováno za doporučení ve smyslu Směrnice 2003/125. Členské státy mají Směrnici 2003/125 implementovat tak, aby v případě, kdy nastane disproporce mezi doporučením a zveřejněním dalších skutečností (např. použité zdroje a metody), bylo možné uvést pouze odkaz na veřejný zdroj, kde jsou takové informace dostupné³¹³.

³¹⁰ Kanál, jehož prostřednictvím informace je nebo pravděpodobně bude k dispozici veřejnosti, a „informací, která bude pravděpodobně k dispozici veřejnosti“ se rozumí informace, k níž má přístup velký počet osob

³¹¹ Od nezávislého analytika, investičního podniku, úvěrové instituce, jakékoli jiné osoby, jejíž hlavní podnikatelskou činností je vypracovávání doporučení, nebo od fyzické osoby, která pro ně pracuje na základě pracovní smlouvy nebo jinak.

³¹² Srov. úvodní ustanovení č. 2. Směrnice 2003/125

³¹³ Srov. čl. 3 odst. 2, čl. 4 odst. 2 a 3, čl. 5 odst. 3 a 4, čl. 6 odst. 5 a 6 Směrnice 2003/125.

Povinnosti při vytváření doporučení jsou obecně stanoveny v čl. 2 Směrnice 2003/125. Základní je povinnost, aby každé doporučení jasně a zřetelně uvádělo totožnost osoby odpovědné za jeho vypracování, zejména jméno a funkci jednotlivce, který připravil doporučení, a jméno právnické osoby odpovědné za jeho vypracování. Pokud se jedná o osoby podléhající dohledu či dozoru, je nutné uvést rovněž příslušný orgán tuto činnost vykonávající. Pokud je subjekt předmětem „samoregulace“, musí uvést odkaz na příslušná pravidla, která jeho činnost upravují. Pokud by tyto informace byly ve značném nepoměru vůči uváděnému sdělení, je možné v tomto sdělení uvést pouze odkaz na místo, kde má veřejnost k informacím přímý a snadný přístup. Specifické doplňující povinnosti jsou potom vázány na jednotlivé subjekty.

Čl. 3 se vztahuje na všechny subjekty a předmětem úpravy jsou zde zejména dále uvedené požadavky, tj. odlišení skutečností od výkladů, odhadů, stanovisek a jiných typů nefaktických informací. Povinností využívat pouze spolehlivé zdroje, a pokud panují pochybnosti o spolehlivosti zdroje, má na to být jasně poukázáno. Žádoucí je označování prognóz, předpovědí a kurzových cílů jako takových a uvedení významných předpokladů použitých při jejich vypracování nebo použití. Čl. 4 dopadá na subjekty specifické³¹⁴ a stanoví jim odpovídající povinnosti³¹⁵.

Zveřejňování konfliktu zájmů je upraveno obdobně, jsou nejprve stanoveny povinnosti obecné, dopadající na všechny dotčené subjekty (čl. 5) a poté povinnosti vztahující se pouze na specifické subjekty, jak jsou tyto uvedeny výše (čl. 6). Základní je zde povinnost uveřejňovat všechny vztahy a okolnosti, o nichž lze rozumně předpokládat, že jsou způsobilé mít vliv na objektivnost doporučení, zejména pokud mají osoby významný finanční zájem vztahující se k instrumentu, nebo jsou ve významném střetu zájmů v souvislosti s emitentem, jehož se doporučení týká. Totéž platí i na zaměstnance a další osoby, které se na přípravě podílely.

Poslední ve Směrnici 2003/125 upravenou otázkou je rozšiřování doporučení vypracovaných třetími osobami. Úprava je provedena v čl. 7, 8 a 9, kdy dva poslední upravují obdobně jako u předchozích okruhů povinnosti obecné a zvláštní ve vztahu ke specifickým subjektům. Tyto jsou odvozeny od základního pravidla uvedeného v čl. 7 a

³¹⁴ Zejména nezávislý analytik, jakákoli osoba, jejíž hlavní podnikatelskou činností je vypracovávání doporučení, nebo fyzická osoba, která pro ně pracuje na základě pracovní smlouvy nebo jinak.

³¹⁵ Srov. písm. a)–f) odst. 1 čl. 4.

stanovujícího, že členské státy zajistí prostřednictvím příslušných právních předpisů, aby vždy, když dotčená osoba na vlastní odpovědnost rozšíří doporučení vypracované třetí osobou, toto doporučení dotčenou osobu jasně identifikovalo. V čl. 8 jsou potom provedeny základní povinnosti, vedoucí k rozlišení skutečnosti, zda bylo doporučení podstatně změněno či nikoli, nebo bylo rozšířeno pouze jeho shrnutím. Pokud došlo k podstatné změně, musí být tato jasně a podrobně popsána. Osoby taková doporučení šířící by dále měly mít písemná pravidla takové činnosti. V případě šíření shrnutí doporučení musí být toto jasné a nikoli klamavé, nutno je uvádět zdrojový dokument a místo, kde veřejnost může získat přímý a snadný přístup k uveřejněným informacím týkajícím se zdrojového dokumentu, za předpokladu, že jsou tyto informace veřejně přístupné. Jak již bylo naznačeno v předchozí kapitole, situace by byla v případě výše uvedené výjimky, která nevztahuje uvedené pouze na novináře, ale na sdělování zpráv (*news reporting*) obecně, jiná. Nebude zde tedy nutné, aby určitá osoba naplnila „znaky novináře“.

16.7.2 ZPKT

Na tomto místě je nutné učinit dvě zásadní výtky. Jednak, že právní řád ČR úpravu provedenou na úrovni EU nejen naprosto nedostatečným způsobem implementuje³¹⁶, a rovněž způsob, jakým implementaci koncepčně řeší v rámci ZPKT, není vhodný (včetně rozdílné terminologie v rámci tohoto právního předpisu, ba dokonce v rámci jednoho paragrafu).

Manipulací dle ZPKT není „rozšiřování informace osobou provádějící průzkum, který se týká trhu s investičními nástroji nebo emitentů, nebo osobou, která doporučuje investiční strategii, pokud je taková informace nebo takové doporučení šířeno veřejně přístupnými prostředky a pokud takové osoby postupují při těchto činnostech korektně a uveřejní současně svůj případný konflikt zájmů“ (§ 126 odst. 2, písm. e)).

Směrnice 2003/125 je v zásadě provedena v § 125 odst. 6, kde se mj. uvádí, že „Osoby, které v souvislosti s výkonem svého povolání nebo podnikání tvoří nebo rozšiřují investiční doporučení, nebo osoby s nimi propojené musí vynaložit přiměřenou péči k tomu, aby uvedené informace byly poctivě vyjádřeny a prezentovány, a aby mohly

³¹⁶ K účinkům viz TICHÝ, Luboš: *Evropské právo*. Praha, C. H. Beck 2011, zejména s. 306 an.; nebo TÝČ, Vladimír: *Základy práva Evropské unie pro ekonomy*. Praha, Leges 2010, s. 102 an.

na žádost ČNB doložit odůvodněnost investičního doporučení. Přitom musí uvést nebo uveřejnit své zájmy nebo střety zájmů týkající se finančních nástrojů, které jsou předmětem investičního doporučení“.

Jak je patrné z předchozího výkladu provedeného ve vztahu ke Směrnici 2003/125, § 125 odst. 6 neuvádí ZPKT žádná podrobnější kritéria stran rozsahu aplikace, vymezení jednotlivých pojmů ani rozlišení jednotlivých povinností v návaznosti na konkrétní dotčené subjekty. Rovněž nejsou rozpracovány další otázky ve vztahu ke zveřejňování konfliktu zájmů či rozšiřování doporučení vypracovaných třetími osobami. Vzhledem k tomu, že Směrnice 2003/125 předpokládá různé režimy, domníváme se, že není možné uvedené požadavky provést obecně v rámci diskutovaného ustanovení. Tyto tak nenaplnují požadavky právní úpravy EU.

Zúžení provedené u negativního výčtu manipulace provedené v § 126 odst. 2, písm. e) je ještě problematičtější. Úvodem je nutno poukázat na opětovnou nekonzistentnost ve vztahu k vymezení instrumentů, kdy toto ustanovení uvádí „*trhu s investičními nástroji*“, přestože obecné vymezení manipulace operuje s pojmem „*finanční nástroj*“. Další zúžení je patrné ze spojení „*osobou provádějící průzkum*“ a „*osobou, která doporučuje investiční strategii*“. Toto zúžení má více rovin, přičemž první spočívá v tom, že takové ustanovení dopadá pouze na osoby, které sami tyto činnosti vykonávají, a nikoli již na osoby, které rozšiřují doporučení vypracované třetími osobami. Druhou rovinou je omezení pouze na průzkum a doporučení investiční strategie, zatímco Směrnice 2003/125 je v tomto poněkud širší. Zde se nemusí jednat pouze o informaci, která doporučuje investiční strategii, ale předmětem je rovněž jakákoli informace, která určitou strategii předpokládá³¹⁷. Rovněž aktivní jednání zde není zcela přesné, přičemž Směrnice 2003/125 uvádí, že „*informace je způsobilá*“ stát se veřejně známou³¹⁸. Z uvedeného stručného popisu základních nedostatků v právní úpravě ČR v kontextu úpravy provedené na úrovni EU dle našeho názoru vyplývá potřeba, aby byla uvedená ustanovení předmětem revize ze strany zákonodárce, a to zejména s ohledem na aplikaci příslušných výjimek ze strany ČNB.

³¹⁷ Srov. čl. 1 odst. 3 a 4 Směrnice 2003/125 („*předpokládá investiční strategii*“, „*implicitně či explicitně*“).

³¹⁸ Srov. čl. 1 odst. 5 Směrnice 2003/125.

16.7.3 Návrh nařízení

Investiční doporučení a statistiky jsou názvem čl. 15 Návrhu nařízení. Tento stanoví, že osoby vytvářející nebo rozšiřující informace doporučující nebo předpokládající určitou investiční strategii, které jsou zamýšlené k další distribuci nebo zveřejnění veřejnosti, by měly dodržet určité povinnosti. Těmito povinnostmi jsou zejména vynaložení rozumné péče zajišťující, že takové informace budou objektivně prezentovány. Dále tyto osoby musí s vynaložením stejné péče zveřejnit svůj zájem nebo alespoň indikovat střet zájmů ve vztahu k instrumentu, jehož se taková informace týká. Úkolem ESMA bude vyhotovit návrhy technických standardů ve vztahu k výše uvedeným otázkám, přičemž Komise by poté měla přijmout související prováděcí opatření.

Z uvedeného je zřejmé, že regulatorní rámec Návrhu nařízení zůstává v základních obrysech stejný, jako je stávající úprava provedená ve Směrnici MAD. Odst. 2 čl. 15 (obdobně jako Směrnice MAD) k tomuto dále uvádí, že veřejné instituce publikující statistiky, které jsou způsobilé mít významný vliv na trhy, je musí rozšiřovat objektivním a transparentním způsobem. Z uvedeného je patrné, že rozsah působnosti se zde rozšiřuje na další informace, kterými jsou statistiky. Subjekt je zde omezen pouze jako veřejná instituce. Lze se tedy domnívat, že účelem je postihnout především národní statistické a další úřady, které vyhotovují a publikují statistiky ve vztahu k ekonomickému vývoji jednotlivých zemí. Manipulace s těmito statistikami může významným způsobem deformovat představy účastníků trhu ve vztahu k různorodým instrumentům, přičemž míra deformace je o to vyšší právě z důvodu, že se jedná o instituce veřejné, které mohou na první pohled působit důvěryhodněji než soukromé subjekty. Nebude se zde však jednat o jakékoli statistiky, ale pouze o ty, jejichž vliv na trhy je způsobilý být významným.

Jak jsme již uvedli výše, dle stávající úpravy jsou ratingové agentury vyloučeny z působnosti právních předpisů³¹⁹. Bude zajímavé dále sledovat, jak se budou v právní

³¹⁹ K detailnímu rozboru postavení ratingových agentur, souvisejícímu vývoji a dalším otázkám více in MOLONEY, Niamh: *EC securities regulation*. New York, Oxford University Press 2008, s. 687 an.

úpravě vyvíjet doporučení ESMA, IOSCO a související konzultace s EU³²⁰. V současné době jsou ratingové agentury, resp. EU, pod stále větším tlakem na jejich přísnější regulaci.

³²⁰ *EU expert group calls for tightened financial supervision* [online]. 26. února 2009 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: <http://www.euractiv.com/financial-services/eu-expert-group-calls-tightened-financial-supervision/article-179770>

17 Odpovědnost za manipulaci

Odpovědnost je pro konkrétní osobu (delikventa) negativním následkem, který musí strpět v případě porušení právních norem, resp. povinností těmito normami stanovených. Uplatnění různých typů odpovědnosti závisí především na přístupu konkrétního právního řádu. Vzhledem k tomu, že Směrnice MAD uvádí k odpovědnosti pouze tolik, že členské státy musí přijmout „přiměřené“ administrativní sankce (tj. odpovědnost v režimu práva správního), nebudeme se dále jejím rozbohem blíže zabývat. Iniciativa spojená s novou úpravou proti zneužití trhu na úrovni EU však vedle Návrhu nařízení přináší rovněž Směrnicí MAD 2, jež stanovuje minimální požadovaný standard na poli trestního práva. Tato směrnice je tedy významným posunem, a proto jí budeme věnovat samostatnou kapitolu v rámci této části práce.

V právní úpravě ČR hovoříme o odpovědnosti za delikt. Deliktem se obecně rozumí čin porušující zákon nebo jiný obecně závazný právní předpis³²¹. Deliktem je tedy protiprávní jednání, v jehož důsledku vzniká (může vzniknout) újma (škoda), zejména hmotná. Z hlediska odpovědnosti za delikt rozlišujeme odpovědnost trestněprávní (soudní delikty), správněprávní (správní delikty) a soukromoprávní (delikty v rovině práva soukromého).

17.1 Trestněprávní odpovědnost

Soudními delikty jsou přečiny a zločiny. Jak uvádí důvodová zpráva k TZ, vzhledem k poměrně častému ovlivňování kurzů instrumentů obsahuje TZ tuto novou skutkovou podstatu, včetně okolností podmiňujících použití vyšší trestní sazby v případech kvalifikovaných skutkových podstat³²². Důvodová zpráva se blíže k důvodům nevyjadřuje, v několika svých částech však dále akcentuje zásadu *ultima ratio*, kdy je tato rovněž v TZ v § 12 odst. 2 výslovně zakotvena. Někteří autoři³²³ se

³²¹ HORZINKOVÁ, Eva, ČECHMÁNEK, Břetislav: *Přestupky a správní trestání*. Praha, Eurounion 2008, s. 12.

³²² Důvodová zpráva jako vzor uvádí trestní kodex Švýcarska, čl. 161 švýcarského trestního zákona. Pro srovnání úprav jednotlivých právních řádů lze dále například uvést Financial Services and Markets Act 2000 upravující danou problematiku ve GB (dostupný na <http://www.legislation.gov.uk>).

³²³ NETT, Alexandr: Ke změnám trestního práva na úseku hospodářské trestné činnosti a k zásadě *ultima ratio*. in *Bulletin advokacie*, 2009, č. 10., s. 77–81.

staví kriticky k rozsahu a důvodům nové kriminalizace (a to právě mimo jiné s odkazem na zásadu *ultima ratio*), označují ji za přepjatou, navíc neschopnou přispívat ke kultivaci podnikatelského prostředí.

Dílčí manipulativní jednání mohla být sice již za účinnosti předchozí právní úpravy podřaditelná pod skutkovou podstatu trestného činu podvodu, nicméně veškeré manipulativní jednání nebylo možné na základě této skutkové podstaty postihovat. Důvodem byla zejména skutečnost, že podvod předpokládá obohacení na straně jedné a škodu na straně druhé. Manipulace je však deliktem ohrožovacím, tzn., že dostačující je pouze možnost deformace představ účastníků trhu nebo kurzu instrumentu. K reálné škodě nebo obohacení na straně druhé tak nemusí vůbec dojít.

Skutková podstata trestného činu manipulace s kurzem investičních³²⁴ nástrojů, rozdělena na jednotlivé znaky (kdy uvedeme komentář pouze k některým z nich, a to obecnou formou), zní:

„(i) Kdo (ii) v úmyslu (iii) ovlivnit cenu nebo kurz (iv) investičních nástrojů, (v) které jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu nebo o jejichž přijetí k obchodování na regulovaném trhu bylo požádáno,

a) (vi) rozšíří (vii) nepravdivé nebo hrubě zkreslené informace (viii) významně ovlivňující cenu nebo kurz takových investičních nástrojů, nebo

b) (ix) uskuteční obchod nebo zadá pokyn, (x) který je způsobilý vyvolat nesprávnou představu o nabídce, poptávce, ceně nebo kurzu takového investičního nástroje, bude potrestán [...]“.

Subjektivní stránka, zavinění, je v případě trestného činu manipulace kurzem vyžadována ve formě úmyslu (alespoň nepřímého). Uvedená skutečnost je již obsažena v ustanovení § 13 odst. 2 TZ, které stanoví, že k trestní odpovědnosti za trestný čin je třeba úmyslného zavinění, není-li výslovně v TZ stanoveno, že postačí zavinění z nedbalosti. Přesto však je požadavek na zavinění formou úmyslu v textu této skutkové podstaty zopakován. U manipulace trhem v TZ je uvedeno „ovlivnění“, přičemž v ZPKT je uvedeno „zkreslení“. Vzhledem k tomu, že v rámci trestního práva se jedná o subjektivní stránku, není zde posuzování „výsledků“ relevantní, ale jedná se o vnitřní stav pachatele (subjektu) trestného činu. Jediným rozhodným kritériem tak je, že pachatel (subjekt) trestného činu jednal s uvedeným úmyslem.

³²⁴ Srov. k tomuto text uvedený v kapitole 2.

Jak je z uvedeného rovněž patrné, není zde tedy postačující jakékoli zkreslení informace, ale tato musí být navíc zkreslena hrubě. Další kvalifikací je, že ani rozšíření hrubě zkreslené informace, která ovlivňuje předmět chráněný manipulací, není dostačující. Takové ovlivnění musí být navíc významné. Trestem pro pachatele je dle TZ buď zákaz činnosti, nebo odnětí svobody. Odnětí svobody je potom odstupňováno v návaznosti na prospěch, který byl manipulací získán³²⁵.

17.2 Správněprávní odpovědnost

Delikty jsou zde zejména přestupky, kdy je delikventem výhradně fyzická osoba. Další kategorií jsou jiné správní delikty fyzických osob, výslovně neoznačené jako přestupky, které jsou obsaženy v jiných zákonech umožňujících fyzické osoby za tyto delikty postihnout. Správní delikty právnických osob jsou třetí kategorií, odlišnou zejména tím, že zde jako pojmový znak nevystupuje zavinění. Pravidelně jsou však stanoveny liberační důvody. Specifické jsou potom dále tzv. správní delikty podnikatelů, bez ohledu na to, zda jde o osoby fyzické, či právnické. Odpovědnost je zde rovněž objektivní. Dalšími kategoriemi pak jsou delikty disciplinární a pořádkové.

Přestupek definuje § 2 Zákona o přestupcích jako zaviněné jednání, které porušuje nebo ohrožuje zájem společnosti, a je za přestupek výslovně označeno v Zákoně o přestupcích nebo v jiném zákoně, nejde-li o správní delikt postižitelný podle zvláštních právních předpisů, anebo o trestný čin. Současně tedy musí být naplněny formální a materiální znaky. K odpovědnosti za přestupek postačí zavinění z nedbalosti, nestanoví-li zákon výslovně, že je třeba úmyslného zavinění.

Jak plyne ze ZPKT, odpovědnost je zde rozdělena ve shodě s obecnými kategoriemi, přičemž dle ZPKT rozlišujeme odpovědnost fyzických osob za přestupek, odpovědnost za správní delikty právnických osob (nikoli tedy pouze podnikatelů) a podnikajících fyzických osob a odpovědnost za správní delikty specifických subjektů. Ve vztahu k fyzickým osobám – podnikatelům se deliktem rozumí jednání, k němuž došlo při podnikání fyzické osoby nebo v přímé souvislosti s ním (§ 192 odst. 5).

³²⁵ Odnětím svobody na šest měsíců až pět. Odnětím svobody na dvě léta až osm let bude pachatel potrestán, získá-li uvedeným činem značný prospěch. Odnětím svobody na tři léta až deset let bude pachatel potrestán, získá-li uvedeným činem prospěch velkého rozsahu.

„Právnícká nebo podnikající fyzická osoba se dopustí správního deliktu tím, že poruší zákaz manipulace s trhem v rozporu s § 126 odst. 4 ZPKT“. (Domníváme se, že by byla vhodnější formulace „uvedený v“ namísto „v rozporu s“; stávající spojení podle nás není logické). Sankcí je zde finanční pokuta až do výše 20 000 000 Kč, jejíž konstrukce se však jeví jako nevyhovující. Jistě by lépe vyhovovalo, pokud by byla vázána na získaný majetkový prospěch, přičemž omezení by se mělo vztahovat na násobky takového prospěchu tak, aby pokuta nebyla vůči tomuto nepřiměřená. Zvláštní je zde také postavení těchto osob, pokud tvoří nebo rozšiřují investiční doporučení, přičemž správního deliktu se dopustí tím, že poruší povinnost při tvorbě nebo šíření takového doporučení podle § 125 odst. 6 (peněžitá pokuta do výše 10 000 000 Kč).

Specifickými správními delikty jsou jednání obchodníka s cennými papíry, banky, spořitelního nebo úvěrního družstvo a dalších v ZPKT vyjmenovaných subjektů, spočívající v neinformování ČNB o podezření na tržní manipulaci, resp. porušení související povinnosti mlčenlivosti podle § 126 odst. 5. Peněžitá pokuta je stanovena na dvacet, resp. deset milionů Kč. Přestupek fyzické osoby vztahující se k zákazu manipulace, stejně tak jako k rozšiřování investičních doporučení, je ve všech ohledech shodný se správním deliktem uvedeným výše. Specifickým je potom přestupek uvedený v § 167 odst. 6 ZPKT.

Společná ustanovení mj. stanovují možnost liberace, a to tak, že právnícká osoba neodpovídá za správní delikt, jestliže prokáže, že vynaložila veškeré úsilí, které bylo možno požadovat, aby zabránila porušení právní povinnosti (obdobně se uplatní na podnikající fyzické osoby). Příslušný orgán by neměl tedy ukládat sankce v případě, že je prokázáno, že manipulující osoba a) na základě rozumného zhodnocení věřila, že její jednání nenaplnuje znaky manipulace, a b) učinila veškeré rozumně předvídatelné kroky, aby se vyhnula účasti na manipulaci. Při určení výměry pokuty právnícké osobě se přihlédne k závažnosti správního deliktu, zejména ke způsobu jeho spáchání a jeho následkům a k okolnostem, za nichž byl spáchán. Otázkou zde je, proč není tato možnost uvedena rovněž ve vztahu k přestupkům osob fyzických. Domníváme se, že usoudit zde na aplikační analogii by bylo poněkud zjednodušující a mohlo by být problematickým. Přesto však není logického důvodu k tomu, aby bylo uvedené odlišné.

17.3 Soukromoprávní odpovědnost

Dle 194 odst. 4 ZPKT se odpovědnost za škodu způsobenou porušením povinnosti podle tohoto zákona nebo přímo použitelného předpisu EU řídí úpravou náhrady škody podle ObZ. Toto ustanovení bude tedy aplikovatelné na všechny osoby, kterým ZPKT manipulaci trhu výslovně zakazuje. Jak již bylo uvedeno v kapitole 10.2.4, mezi základní zásady patří *neminem laedere*, která se projevuje v § 415 OZ. Jak uvádí dále Pelikánová³²⁶, odpovědnost za škodu by mohla být založena rovněž neplatností právního úkonu pro rozpor se zákonem nebo dobrými mravy nebo by mohla být důsledkem úmyslného jednání proti dobrým mravům podle § 424 OZ. Zda bude konkrétní jednání, resp. odpovědnost z něj vyplývající, podřaditelné pod režim ObZ či OZ, bude vždy záležet na okolnostech konkrétního případu.

17.4 Směrnice MAD 2

Dříve než přejdeme k rozboru jednotlivých ustanovení Směrnice MAD 2, přiblížíme si stručně okolnosti a důvody, které vedly k návrhu této harmonizační směrnice. Odhlédneme-li ke Směrnici MAD, ta požadovala po členských státech, aby v souladu s národními právními řády zajistily odpovídající administrativní sankce za porušení zákazu manipulace. Tyto mohou rovněž zavést sankce trestní. Důvodová zpráva (*explanatory memorandum*) ke Směrnici MAD 2 se k okolnostem a důvodům vyjadřuje v čl. 1.

Speciální skupina pro finanční dohled v EU ve své zprávě³²⁷ doporučila, aby se „účinný obezřetnostní podnikatelský rámec pro finanční sektor opíral o silný režim dohledu a sankcí“. Tato uvádí, že za tímto účelem musí být orgány dohledu členských států vybaveny dostatečnými pravomocemi jednat a měly by mít možnost využívat „rovnocenné, silné a odrazující sankce proti všem finančním trestným činům a tyto sankce by měly být účinně vymáhány“³²⁸. Za tímto účelem Komise zveřejnila sdělení³²⁹

³²⁶ PELIKÁNOVÁ, Irena, ČECH, Petr: Manipulace kursem na kapitálovém trhu. in *Právo a podnikání* 7–8, Praha, Sagit 2002, s. 48 an.

³²⁷ *The report by the High-Level Group on Financial Supervision in the EU* [online]. 25. února 2009 [cit. 2012-02-29]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

³²⁸ Srov. úvodní ustanovení č. 3 Směrnice MAD 2.

týkající se sankčních režimů ve finančním sektoru. Sdělení uvádí, že trestní sankce, a to zejména trest odnětí svobody, jsou obecně považovány za sankce, které vysílají jasný signál o zákazu určitého jednání a které by mohly zvýšit odrazující povahu postihu, a to za předpokladu, že budou vhodně uplatňovány. Trestní sankce však nemusí být vhodné pro všechny typy porušení pravidel a ve všech případech. Sdělení na závěr uvádí, že Komise posoudí, zda a ve kterých oblastech se zavedení trestních sankcí a zavedení minimálních pravidel pro vymezení trestných činů a sankcí může ukázat jako nezbytné pro zajištění účinného provádění legislativy EU v oblasti finančních služeb.

Zpráva dále uvádí, že zavedení trestních sankcí má tři hlavní důvody. Prvním je vyslání jasného signálu, že manipulace (zneužití trhu) je považována za neakceptovatelnou praxi. Tato skutečnost by dle textu zprávy měla vést ke změně myšlení společnosti³³⁰. Druhým důvodem je poté fakt, že odsouzení k trestnímu postihu za manipulaci je obvykle komunikováno sdělovacími prostředky, což má za následek odrazení potenciálních delikventů od škodlivého jednání³³¹. Za třetí lze potom uvést, že trestní sankce samy o sobě působí prevenčně tím, že jsou považovány za spojené vždy s něčím velmi nežádoucím (na rozdíl od sankcí administrativních). Zpráva dále uvádí, že trestní řízení přispívá k efektivnímu vyšetřování jednotlivých případů tím, že umožňuje použít specifických prostředků tohoto řízení, které jsou komplementární s mimotrestními prostředky, které ne vždy plní svůj účel.

V souladu se Stockholmským programem a závěry Rady pro spravedlnost a vnitřní věci ze dne 22. dubna 2010 o předcházení hospodářské krizi a podpoře hospodářské činnosti Komise posoudila použití vnitrostátních předpisů provádějících Směrnici MAD a zjistila řadu problémů, které mají negativní dopad, pokud jde o integritu trhu a ochranu jeho účastníků. Jedním z problémů uvedených v posouzení dopadů je skutečnost, že aktuálně uplatňovaným sankcím pro boj proti zneužívání trhu chybí razantnost a nejsou dostatečně odrazující, což vede k neefektivnímu vymáhání Směrnice MAD. Navíc se definice, dle níž jsou obchodování zasvěcených osob nebo

³²⁹ *Communication reinforcing sanctioning regimes in the financial services sector* [online]. 8. prosince 2010 [cit. 2012-02-29]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/sanctions/COM_2010_0716_en.pdf

³³⁰ Řeč Margaretě Cole, ředitelky oddělení sankčního oddělení FSA, [online]. 18. června 2008 [cit. 2012-02-29]. Dostupné z: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2009/0427_mc.shtml

³³¹ Tamtéž.

manipulace s trhem trestnými činy, v jednotlivých členských státech výrazně liší. Například je uváděno, že čtyři členské státy neukládají tresty za manipulaci s trhem. Takové konstatování je, jak se domníváme, poněkud nesourodé v kontextu výše uvedeného požadavku ve Směrnici MAD, v níž bylo uvedeno, že jsou požadovány pouze sankce administrativní, přičemž každý stát může zvolit rovněž sankce trestní. Co bylo tedy uváděno jako možnost, je nyní jedním z argumentů pro sjednocení.

Nová právní úprava vychází rovněž ze zprávy vydané ESMA o správních opatřeních a sankcích a trestních sankcích v členských státech v rámci Směrnice MAD³³². Bere také v úvahu výsledky konzultací, které Komise zahájila ve svém sdělení o posílení sankčních režimů v odvětví finančních služeb, stejně tak jako zprávu o zhodnocení dopadů. V souladu se svou politikou provedla Komise posouzení dopadů alternativních politik. Jako součást těchto přípravných prací byly zváženy i možnosti týkající se trestních sankcí. Posouzení dopadů vyústilo do závěru, že požadavek, aby členské státy zavedly trestní sankce za nejzávažnější trestné činy v oblasti zneužívání trhu, je pro zajištění účinného provádění politiky EU v oblasti zneužívání trhu zásadní.

Úvodní ustanovení Směrnice MAD 2 č. 5 a 6 dále uvádí, že přijetí správních sankcí ze strany členských států pro zajištění souladu s předpisy o prevenci a boji proti zneužívání trhu se ukázalo jako nedostatečné. Je proto nezbytné, aby dodržování pravidel bylo posíleno zajištěním dostupnosti trestních sankcí, které budou dávat najevo společenský nesouhlas kvalitativně jiné povahy než sankce správní. Stanovením trestných činů v případě nejzávažnějších forem zneužívání trhu budou v zákoně nastaveny jasné hranice chování, které je považováno za nepřijatelné, a veřejnosti a potenciálním pachatelům tak bude vyslán jasný signál.

Úvodní ustanovení č. 15 uvádí, že Směrnice MAD 2 stanoví minimální pravidla a členské státy tak mohou přijmout nebo zachovat přísnější trestněprávní postihy zneužívání trhu (stejně tak čl. 1 odst. 1). Úvodní ustanovení č. 18 poté uvádí, že Směrnice MAD 2 ctí základní práva a dodržuje zásady uznávané v Listině základních práv EU. Konkrétně by měly být uplatňovány v souladu s řádným dodržováním svobody podnikání (čl. 16), právem na účinný prostředek nápravy a spravedlivý proces (čl. 47), presumpcí nevinny a právem na obhajobu (čl. 48), zásadou zákonnosti a

³³² *Executive summary no. CESR/08-099* [online]. únor 2008 [cit. 2012-03-05]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/08_099.pdf

přiměřenosti trestných činů a trestů (čl. 49) a právem nebýt stíhán nebo potrestán dvakrát za stejný trestný čin (čl. 50). Stran působnosti Směrnice MAD 2 je nutné uvést, že tato se nevztahuje na Dánské království (úvodní ustanovení č. 22). Prozatím není jasný vztah vůči GB a Irsku (úvodní ustanovení č. 20 a 21).

17.4.1 Předmět a rozsah Směrnice MAD 2

Směrnice MAD 2 se nevztahuje na obchodování s vlastními akcemi v rámci programů zpětného odkupu nebo na stabilizaci instrumentů, pokud jsou činěny v souladu s Návrhem nařízení a dalšími předpisy. Směrnice MAD 2 se rovněž nevztahuje na obchody, pokyny nebo kroky prováděné za účelem řízení měnové politiky a veřejného dluhu a činnosti týkající se emisních povolenek v rámci prosazování politiky EU v oblasti klimatu. Oproti Návrhu nařízení je negativní vymezení užší ve vztahu k politice směnných kurzů, která je v Návrhu nařízení rovněž uvedena. Směrnice MAD 2 se vztahuje též na kroky nebo transakce včetně nabídek týkajících se dražeb emisních povolenek nebo jiných dražených produktů na nich založených v souladu s Nařízením 1031/2010. Ustanovení Směrnice MAD 2, která obsahují odkazy na pokyny k obchodování, se vztahují též na nabídky podané v kontextu dražeb.

17.4.2 Vymezení manipulace pro účely Směrnice MAD 2

Za prvé je třeba uvést, že jakékoli jednání může být pro účely Směrnice MAD 2 manipulací, pouze pokud bylo spácháno úmyslně (záměrně). Otázkou na transpozici poté bude výklad originálního znění Směrnice MAD 2 ve vztahu k formě úmyslu tak, jak jej zná právo ČR. Lze si jistě představit, že originální znění má na mysli spíše cíl či záměr, což by znamenalo v právní úpravě ČR úmysl přímý. Ve směrnici jsou poté uvedena čtyři jednání, která je třeba za splnění výše uvedeného předpokladu považovat za manipulaci. Jedná se o:

- a) vydávání (šíření) nepravdivých nebo klamavých signálů, pokud jde o nabídku, poptávku nebo cenu instrumentu nebo souvisejících kontraktů na fyzické dodání komodit;
- b) zajištění ceny jednoho nebo více instrumentů nebo souvisejících kontraktů na fyzické dodání komodit na nikoli normální nebo umělé úrovni;

- c) uzavření obchodu, podání pokynu k obchodování nebo jiné chování na trhu ovlivňující cenu jednoho nebo několika instrumentů nebo souvisejících kontraktů na fyzické dodání komodit, při němž jsou využívány fiktivní prostředky nebo jakákoli jiná forma klamání nebo lsti;
- d) šíření informací, které vydávají nepravdivé nebo klamavé signály týkající se instrumentů nebo souvisejících kontraktů na fyzické dodání komodit, pokud osoby tyto informace šířící získávají pro sebe nebo jinou osobu výhodu nebo zisk ze šíření takových informací.

Z textu je zřejmé, že popis se snaží reflektovat ustanovení čl. 8 odst. 1, písm. a), b) a c) Návrhu nařízení. Pod písm. a) a b) uvedené je však spíše až účinkem (následkem) určitého jednání. U a) a b) a c) bude tedy rozdíl oproti Návrhu nařízení pouze v zavinění. Přestože se může jevit jako rozdílné, rovněž písm. d) je v zásadě stejného obsahového významu jako v Návrhu nařízení. Novinářská výjimka se v Návrhu nařízení neuplatní v případě, že zveřejnění nebo šíření je činěno s úmyslem uvést trh v omyl. Vzhledem k tomu, že Směrnice MAD 2 počítá jako se základním znakem s úmyslem, není tedy nutné novinářskou výjimku uvádět.

17.4.3 Organizátorství, návod, pomoc, příprava, účastenství a pokus

Přestože ustanovení čl. 5 Směrnice MAD 2 ne zcela odpovídá pojmosloví používanému v právním řádu ČR, nedomníváme se, že by toto mělo působit potíže při transpozici a postihovat organizátorství, návod, pomoc, přípravu, účastenství a pokus³³³. Organizátorství, návod a pomoc nebude obecně problematické postihnout a zvláštní úpravy nebude v právním řádu ČR třeba. Trestnost pokusu je možná pouze u úmyslných trestných činů, což, zdá se, bude rovněž v souladu se Směrnicí MAD 2, přičemž uvedení ustanovení, že příprava je trestná, je rovněž pouze technickou otázkou při konstruování skutkové podstaty a není nutné zasahovat do obecné části trestního kodexu. Otázkou zde zůstává, proč Směrnice MAD 2 nepožaduje trestnost pokusu u šíření informací, které vydávají nepravdivé nebo klamavé signály týkající se instrumentů nebo souvisejících kontraktů na fyzické dodání komodit, pokud osoby tyto informace šířící získávají pro sebe nebo jinou osobu výhodu nebo zisk ze šíření takových informací (pro vynechání formulace nevidíme logického důvodu). Vzhledem

³³³ Srov. rovněž úvodní ustanovení č. 11 a 12 Směrnice MAD 2.

k tomu, že se jedná o minimální standard, bude možné rovněž toto vztáhnout pod jednání, jehož pokus je trestný. Z pohledu koncepce TZ se uvedené jeví dokonce jako nevyhnutelné. Čl. 6 vyžaduje, aby členské státy přijaly sankce, které budou účinné, přiměřené a odrazující.

17.4.4 Odpovědnost právnických osob

Právnické osoby jsou rovněž odpovědné za trestné činy dle Směrnice MAD 2³³⁴. Musí však být splněny vedle obecných i určité specifické podmínky. Trestnost právnických osob, pokud spáchají uvedená jednání, nastává pouze v případech, kdy jsou tyto trestné činy páčány v jejich prospěch jakoukoli osobou s vedoucím postavením v rámci této právnické osoby. Není rozhodující, zda tyto jednají samostatně nebo jako členové orgánu právnické osoby. Trestnost právnických osob však může nastat i v případech, kdy se nejedná o vedoucí osoby. To nastává v případech, kdy nedostatek dohledu nebo kontroly vedoucí osoby umožnil spáchání trestných činů ve prospěch právnické osoby osobou spadající do její pravomoci.

Obdobný princip uvádí i český TZPO. Právnická osoba je odpovědná za trestný čin, pokud jednání učiní zaměstnanec nebo osoba v obdobném postavení při plnění pracovních úkolů, jestliže toto lze právnické osobě přičítat. Právnické osobě lze mj. přičítat spáchání trestného činu, jestliže byl spáchán zaměstnancem proto, že orgány právnické osoby nebo vedoucí osoby neprovedly taková opatření, která měly provést podle jiného právního předpisu nebo která po nich lze spravedlivě požadovat. Tímto je zejména neprovedení povinné nebo potřebné kontroly nad činností zaměstnanců nebo jiných osob, jimž jsou nadřízeny, anebo nečinily nezbytná opatření k zamezení nebo odvrácení následků spáchaného trestného činu³³⁵.

³³⁴ Srov. čl. 7 a úvodní ustanovení č. 14.

³³⁵ Srov. § 8 TZPO.

Závěrem

Na tomto místě již nebudeme znovu podrobněji uvádět otázky, které jsme zkoumali v rámci jednotlivých kapitol této práce, ani uvádět dílčí závěry. Tyto jsou pojednány v abstraktu a dále vyplývají z příslušných kapitol, na něž tímto odkazujeme. Zejména se jedná o kapitoly 11, 13 a 14. Podkapitola 1 této závěrečné části blíže upřesňuje jednotlivé kapitoly práce ve vztahu k dílčím závěrům.

Závěrečné části práce bychom využili k uvedení obecnějších úvah plynoucích z rozboru předkládané materie, resp. k jejímu doplnění. Jak již z námi předkládaného textu implicitně vyplývá, jsme toho názoru, že by bylo vhodné při vytváření právní úpravy v oblasti manipulace preferovat koncepční nazírání, které spočívá spíše ve formě studií jednotlivých případů, a to za současného zohlednění poměrů negativ vyplývajících z určitého jednání a negativ plynoucích z regulace takového jednání.

Za zásadní požadavek na účinnou moderní právní úpravu a navazující praxi považujeme stoprocentní předvídatelnost při aplikaci právních norem. Zastáváme názor, že není v souladu s obecnými principy, nemohou-li adresáti právních norem (jednoznačně) zhodnotit, zda bude jejich jednání vykládáno jako takové, které tyto normy porušuje. Tato otázka je o to naléhavější v případech generálních klauzulí a obecnějších vymezení, která neuvádějí zcela jasné kontury reprobovaného jednání. V těchto případech je nezbytné, aby byly k dispozici metodické pokyny, vykládací pravidla a právní a ekonomické testy, pomocí nichž by bylo možné různá jednání kvalifikovat, a mít tak možnost určit, zda jsou manipulativní, či nikoli. Samozřejmostí je poté rozhodovací praxe, která by měla uvedené dotvářet a poskytovat co možná nejvíce dalších poznatků aplikací právních norem na konkrétních případech.

Syntéza ekonomického a právního myšlení by měla být při konstrukci právních norem v oblasti regulace trhu samozřejmostí. S ohledem na neustálý vývoj ekonomického myšlení a teorií lze apelovat nejen na pevné ukotvení ekonomického paradigmatu, ze kterého bude vycházeno, ale rovněž na kontinuální sledování a reflektování poznatků moderní ekonomie. Z pohledu požadavku na stálost právní úpravy se jeví jako vhodné netrvat dogmaticky na jednom konkrétním přístupu, ale využít více náhledů a utvořit z nich přístup „šitý na míru“ konkrétní potřebě (opět odkazujeme na ekonomický přístup Rodrika).

Vzhledem k tomu, že právní úprava v ČR je – a stále ve větší míře bude – pod vlivem nazírání formulovaného EU, je třeba kriticky reagovat již ve fázi počátečních diskusí a navazujících návrhů. Bude-li Návrh nařízení přímo aplikovatelný v ČR, nelze stát při zrodu jeho textu stranou, ale je nutné se debaty o jeho konkrétní podobě aktivně účastnit.

1) Podstatné závěry disertační práce

Předmětem této práce byly dílčí otázky spojené s deliktem manipulace. Níže uvádíme heslovitou formou jednotlivé závěry, které jsou předmětem bližšího rozboru v této práci.

- a) Tvorba právních norem vyžaduje pochopení ekonomických teorií a jejich předpokladů. Fungování a předpoklady ekonomických teorií je nutné z pohledu regulace považovat za určující (Kapitola 9).
- b) Jako předmět ochrany před manipulací není dostačující nahlížet pouze určité instrumenty obchodované nebo přijaté k obchodování na specifických trzích. Jsme toho názoru, že manipulace by měla postihovat „škodlivá“ jednání spojená zásadně s jakýmkoli instrumentem, přijatým na jakémkoli trhu (Kapitoly 2, 6, 7, 8, 12.6 a 12.7).
- c) Zastáváme názor, že zavinění je implicitním znakem „umělé ceny“, a tedy i definice manipulace spočívající na konceptu umělé ceny. Objektivní přístup k manipulaci tedy nemůže být na principu umělé ceny založen (Kapitola 11).
- d) Nelze bez dalšího dojít k závěru, že odpovědnost za delikt manipulace má být objektivní, či subjektivní. Nutné je vzít v úvahu jednotlivé skutkové podstaty tak, jak jsou obecně známy, a ve vztahu k těmto se vymezit. Manipulace by neměla být obecně pojímána jako objektivní, či subjektivní (Kapitoly 11, 13 a 14).
- e) Podstatné je odlišení jednání, která jsou považována za „prosté“ obchodní jednání, a nikoli manipulaci (Kapitoly 13 a 14).
- f) Manipulací rozumíme jednání založená na klamavých informacích nebo využívajících umělých prostředků (Kapitoly 13 a 14).
- g) Jednání spočívající v uskutečňování obchodů by v zásadě neměla být kvalifikována jako manipulativní (Kapitoly 13 a 14).

2) Ověření hypotéz

První z ověřovaných hypotéz: *„Zavinění jednajícího je základním předpokladem kvalifikace určitého jednání jako manipulace“*. Tato hypotéza byla potvrzena ve vztahu ke všem manipulativním jednáním, s výjimkou neplnění informačních povinností emitentem instrumentu. Důvodem je zejména skutečnost, že se zde jedná o nesplnění povinnosti uložené právním předpisem a že zde jde o specifický subjekt – delikventa, který je emitentem instrumentů.

Druhá z ověřovaných hypotéz: *„Obchodní transakce nelze za žádných okolností považovat za manipulaci“*. Samotné obchodní transakce nejsou způsobilé být manipulací. Např. koordinované jednání směřující k umělému nastavení určité výše kurzu a následnému prodeji (koupi) nelze považovat za samostatnou obchodní praktiku, ale za praktiku využívající rovněž šíření klamavých zpráv. Tato hypotéza byla tedy potvrzena.

Třetí z ověřovaných hypotéz: *„Jednotlivé skutkové podstaty manipulace trhem musí být právními předpisy přesně definovány“*. Právní předpisy nemohou postihnout všechny současné a budoucí projevy jednání vztahujících se k trhům a instrumentům. Hranice mezi tím, co je ještě přijatelné, a tím, co již nikoli, tedy zůstanou neostré a nelze je předem vymezit. Tato hypotéza byla tedy vyvrácena.

3) Přínosy výsledků prezentovaných v disertační práci

V této práci jsme se snažili vedle námi zastávaného náhledu na obecně uznávané manipulativní praktiky poukázat rovněž na širší souvislosti a poskytnout alespoň základní popis znaků manipulace. Téma manipulace je velmi aktuální, nicméně rovněž široké a není jej možné v rámci disertačního spisu postihnout v celé jeho šíři. Vedle hlavní zvolené problematiky jsou proto uváděné související postřehy spíše jen základními konturami, z nichž mnohé by vydaly na samostatnou práci, pokud bychom se jimi měli zabývat v detailu. Přesto však věříme a doufáme, že i tato práce svým dílem přispěje k objasnění a popisu tohoto velmi zajímavého jevu, který je však nejen v literatuře, ale i v odborných diskusích či stanoviscích a úředních sdělení ČNB opomíjen. Domníváme se, že je nutné a prospěšné, a to zejména s ohledem na následky manipulativních praktik, aby byla iniciována diskuse mezi ČNB jako dozorovým orgánem, odborníky nejen z řad akademické obce a dalšími dotčenými subjekty.

Výsledkem takové diskuse by mělo být jasné stanovení cílů v této oblasti, kterými, jak se domníváme, by mělo být zejména vytvoření jasných pravidel a návodů k posuzování manipulace a následné zahájení systematických kontrol jednání účastníků trhu ze strany ČNB.

4) Doporučení pro vymezení směrů dalšího zkoumání problematiky

Lze nastínit oblasti, které by bylo s ohledem na právní úpravu, a to stávající i navrhovanou, vhodné podrobit bližšímu rozboru. První, kterou jsme se již pokusili postihnout v této práci, je vůbec samotné rozlišení jednání, jež lze považovat za manipulaci, a dále pak zvolení buď subjektivního, či objektivního konceptu. Před tímto nelehkým úkolem je však nutné zvolit ekonomické paradigma, ze kterého se bude vycházet, toto pevně ukotvit a při konstrukci právního předpisu plně respektovat. Další oblast spatřujeme v revizi trhu a instrumentů, kdy, jak bylo rovněž v této práci uvedeno, nezastáváme názor, že je účelné omezovat se pouze na určité trhy a instrumenty. Třetí pomyslnou oblastí je poté důsledná analýza moderních technik obchodování na trzích, spojených zejména s algoritmickým a vysokofrekvenčním obchodováním. V neposlední řadě je nutné apelovat na dozorové orgány, aby důsledně využívaly svých pravomocí na poli dohledu nad trhy. „Posledním slovem“, je potřeba zodpovědět otázku, kde leží hranice mezi spekulací, manipulací, podvodem a nikoli škodlivými praktikami.

Literatura

Knihy

AVGOULEAS, Emiliios. *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. New York: Oxford University Press, 2005, 517 s. ISBN 01-992-4452-9.

BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. Praha: C.H. Beck, 2009, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-807-4008-016.

BOGUSZAK, Jiří, Jiří ČAPEK a Aleš GERLOCH. *Teorie práva*. Praha: ASPI, 2004, 347 s. ISBN 80-735-7030-0.

ČERNÁ, Stanislava. *Obchodní právo*. Praha: ASPI, 2006, 360 s. ISBN 80-735-7164-1.

DĚDIČ, Jan. *Právo v podnikání*. Praha: Prospektrum, 2000, 546 s. ISBN 80-7175-084-0.

DĚDIČ, Jan. *Obchodní zákoník: komentář*. Praha: Polygon, 2002, 847 s. ISBN 80-727-3071-1.

DĚDIČ Jan, ČECH Petr. *Obchodní právo po vstupu ČR do EU, aneb, Co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo*. Praha, BOVA POLYGON, 2005

DOSTÁL, Petr. *Pokročilé metody manažerského rozhodování: pro manažery, specialisty, podnikatele a studenty : konkrétní příklady využití metod v praxi*. Praha: Grada, 2005, 166 s. ISBN 80-247-1338-1.

ELIÁŠ, Karel, Josef BEJČEK a Petr HAJN. *Kurs obchodního práva: obecná část : soutěžní právo*. Praha: C.H. Beck, 2007, 610 s. ISBN 978-807-1795-834.

FILIP, Jan. *Vybrané kapitoly ke studiu ústavního práva*. Brno: Masarykova univerzita, 2001, 458 s. ISBN 80-210-2592-1.

FRIEDMAN, Milton. *Kapitalismus a svoboda*. Praha: Liberální institut, 1994, 182 s. ISBN 80-857-8733-4.

FRIEDMAN, Milton. *Svoboda volby*. Praha: Liberální institut, 1991, 318 s. ISBN 80-854-6785-2.

GERLOCH, Aleš. *Teorie práva*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007, 343 s. ISBN 978-807-3800-239.

GRŮVNA, Tomáš. *Trestní právo hmotné*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2010, 311 s. ISBN 978-807-3575-090.

- HINDLS, Richard. *Ekonomický slovník*. Praha: C. H. Beck, 2003, 519 s. ISBN 80-717-9819-3.
- HAJN, Petr. *Soutěžní chování a právo proti nekalé soutěži*. Brno: Masarykova univerzita, 2000, 329 s. ISBN 80-210-2282-5.
- HENDRYCH, Dušan. *Správní právo*. Praha: C.H. Beck, 2001, 521 s. ISBN 80-717-9470-8.
- HORZINKOVÁ, Eva a Břetislav ČECHMÁNEK. *Přestupky a správní trestání*. Praha: Eurounion, 2008, 310 s. ISBN 978-807-3170-691.
- HORZINKOVÁ, Eva a Vladimír NOVOTNÝ. *Správní právo procesní*. Praha: Leges, 2010, 360 s. ISBN 978-808-7212-349.
- JEMELKA, Luboš. *Zákon o přestupcích a přestupkové řízení: komentář*. Praha: C.H.Beck, 2011, 534 s. ISBN 978-807-4003-554.
- JÍLEK, Josef. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 1997, 527 s. ISBN 80-716-9453-3.
- JELÍNEK, Jiří. *Trestní právo hmotné: obecná část, zvláštní část*. Praha: Leges, 2010, 904 s. ISBN 978-80-87212-49-3.
- KATZ, Avery Wiener. *Foundations of the economic approach to law*. New York: Oxford University Press, 1998, 399 s. ISBN 01-950-9774-2.
- KLIMA, Karel. *Ustavní právo*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Ales Cenek, 2010, 786 s. ISBN 80-738-0261-9.
- KNAPP, Viktor. *Teorie práva*. Praha: C.H. Beck, 1995, 247 s. ISBN 80-717-9028-1.
- KNAPP, Viktor. *Vědecká propedeutika pro právníky*. Praha: Eurolex Bohemia, 2003, 233 s. ISBN 80-864-3254-8.
- KOTÁSEK, Josef. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. Praha: C. H. Beck, 2005, 728 s. ISBN 80-717-9855-X.
- LIŠKA, Václav. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. Praha: Professional Publishing, 2004, 525 s. ISBN 80-864-1963-0.
- MANDELBROT, B. *Fractal geometry of nature*. New York: Freeman and company, 1983, 468 s. ISBN 07-167-1186-9.
- MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009, 188 s. ISBN 978-802-5126-202.

MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation*. New York: Oxford University Press, 2008, 1231 s. ISBN 01-992-0274-5.

MRKÝVKA, Petr a Ivana PAŘÍZKOVÁ. *Základy finančního práva*. Brno: Masarykova univerzita, 2008, 252 s. ISBN 978-802-1045-149.

MRKÝVKA, Petr, Ivana PAŘÍZKOVÁ a Michal RADVAN. *Finanční právo a finanční správa*. Brno: Masarykova univerzita, 2004, 404 s. ISBN 80-210-3578-1.

MUNKOVÁ, Jindřiška. *Právo proti nekalé soutěži: komentář*. C.H. Beck, 2008, 233 s. ISBN 978-807-1795-438.

MUNKOVÁ, Jindřiška, Pavel SVOBODA a Jiří KINDL. *Soutěžní právo*. Praha: C.H. Beck, 2006, 411 s. ISBN 80-717-9440-6.

MUSÍLEK, Petr. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha: ETC Publishing, 1999, 852 s. ISBN 80-860-0678-6.

NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-802-4719-221.

ONDREJOVÁ, Dana. *Národní šampióni a hospodářská soutěž*. Praha: Linde, 2007, 314 s. ISBN 978-807-2016-785.

PAVLÍČEK, Václav. *Ústava a ústavní řád České republiky: komentář*. Praha: Linde, 2002, 1164 s. ISBN 80-720-1391-2.

PELIKÁNOVÁ, Irena. *Komentář k obchodnímu zákoníku: (s přihlédnutím k evropskému právu)*. Praha: ASPI, 2004, 607 s. ISBN 80-735-7010-6.

POKORNÁ, Jarmila. *Obchodní zákoník: komentář*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2009, 1079 s. ISBN 978-807-3574-918.

POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C.H. Beck, 2009, 414 s. ISBN 978-807-4001-529.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Ostrava: Key Publishing, 2010, 659 s. ISBN 978-807-4180-804.

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2012, 423 s. ISBN 978-807-2612-406.

RODRIK, Dani. *One economics, many recipes: globalization, institutions, and economic growth*. Princeton: Princeton University Press, 2007, 263 s. ISBN 06-911-2951-7.

SAMAL, Pavel. *Trestní zákoník: komentář*. Praha: C.H. Beck, 2009-2010. ISBN 97880740017892.

SAMUELSON, Paul A. *Ekonomie*. Praha: Svoboda, 1991, 1011 s. ISBN 80-205-0192-4.

ŠTENGLOVÁ, Ivana, Stanislav PLÍVA a Miloš TOMSA. *Obchodní zákoník: komentář*. Praha: C.H. Beck, 2006, 1508 s. ISBN 8071794872.

TICHÝ, Luboš. *Evropské právo*. Praha: C.H. Beck, 2011, 953 s.. ISBN 978-807-4003-332.

TÝČ, Vladimír. *Základy práva Evropské unie pro ekonomy*. Praha: Leges, 2010, 301 s. ISBN 978-808-7212-608.

Články

AGGARWAL, Rajesh. Stock Market Manipulation - Theory and Evidence. 11. března 2003.

ALLEN, Franklin a Douglas GALE. Stock Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*. 1992, č. 5(3).

BEJČEK, Josef. Principy odpovědnosti statutárních a dozorčích orgánů kapitálových společností. *Právní rozhledy*. 2007, č. 17.

BURKE, John. Re-examining investor Protection in Europe and the US. *Murdoch University Electronic Journal of Law*. 2009, č. 16(2).

ČECH, Petr. Péče řádného hospodáře a povinnost loajality. *Právní rádce*. 2007, č. 3.

ČECH, Petr. Nabývání vlastních akcií akciovou společností. *Právní rádce*. 2006, č. 10.

ČECH, Petr. Nařízení Evropské komise o podmínkách přípustného nabývání vlastních akcií a stabilizace kurzu. *Právní rozhledy*. 2004, č. 9.

DĚDIČ, Jan a Petr ČECH. Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci. *Právní zpravodaj*. 2004, č. 6.

DĚDIČ Jan, PELIKÁNOVÁ, Irena a Petr ČECH. Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba. *Právní zpravodaj*. 2004, č. 1.

DONALD, David. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. *National Taiwan University Law Review*. 2011, č. 6.

DONALD, David. Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex MTS Platforms. *German Law Journal*. 2005, č. 6(3).

FERRARINI, Guido. The European Market Abuse Directive. *Common Market Law Review*. 2004, č. 41.

FISCHEL, Daniel, ROSS David: Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? *Harvard Law Review*. č. 503 (105), 1991.

HANSEN, Jesper. MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive. *European Business Law Review*, 2004.

HART, Jan a Vlastimil PIHERA. Nová právní úprava kapitálového trhu. *Právní rozhledy*. 2004, č. 11.

HUANG, Hui. Redefining Market Manipulation in Australia: The Role of an Implied Intent Element. *Company and Securities Law Journal*. 2007, č. 29.

CHATTERJEA, Arkadev. Market Manipulation and Corporate Finance: A New Perspective. *Cornell Law Review*. 2001, číslo neuvedeno.

CHIU, Iris. Three Challenges Ahead for the New EU Securities Regulation Directives. *European Business Law Review*. Vol. 17, No. 1, 2006.

LEINWEBER, David J. a Ananth N. MADHAVAN. Three Hundred Years of Stock Market Manipulations. *The Journal of Investing*. 2001, roč. 10, č. 2.

MOLONEY, Niamh. New Frontiers in EC Capital Markets Law : From Market Construction to Market Regulation. *Common Market Law Review*, 2003, č. 40.

NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation. *42 Valparaiso University Law Review*. 2008, č. 4.

NETT, Alexandr. Ke změnám trestního práva na úseku hospodářské trestné činnosti a k zásadě ultima ratio. *Bulletin advokacie*. 2009, č. 10.

PELIKÁNOVÁ, Irena a Petr ČECH. Manipulace kursem na kapitálovém trhu. *Právo a podnikání*. Praha: Sagit, 2002, 7-8.

PIHERA, Vlastimil. Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu. *Právní rádce*. 2006, č. 1.

PIRRONG, Craig. Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and a Proposed. *51 Wash. and Lee L. Rev.* 945. 1994, č. 51.

PIRRONG, Stephen. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation. *J.L. Econ.* 2005, č. 141.

PRŮŠA, Ivo. Manipulace trhem v úpravě trestního zákoníku. *Právní rádce*. 2010, č. 22.

PRŮŠA, Ivo. Vnitřní informace a jejich (zne)užití: dílčí poznámky k interpretaci insider dealingu Soudním dvorem Evropské unie. *Obchodněprávní Revue*. 2012, č. 3.

SCHULZ, René. Credit Default Swaps and the Credit Crisis. *Journal of Economics*

Perspectives. 2010, č. 24.

STIGLER, George J. The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1971, č. 2(1).

STIGLER, George J. Public Regulation of the Securities Markets. *Journal of Business*. 1964, č. 37.

THEL, Steve. \$850000 in Six Minutes — The Mechanics of Securities Manipulation. *Cornell Law Review*. 1994, č. 219.

YADLIN, Omri. Is Stock Manipulation Bad? Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience. *Theoretical Inquiries in Law*. 2001, č. 839.

Vybrané internetové články, příspěvky a další dokumenty

ARESTIS, Philip a Elias KARAKITSOS. *Subprime Mortgage Market and Current Financial Crisis* [online]. únor 2009 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/texte_guttman_210308.pdf

BARBERIS, Nicholas. *A Survey of Behavioral Finance* [online]. 2003 [cit. 2012-01-27]. Dostupné z: http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/ch18_6.pdf

DUBOIS, Michel. *Regulating the financial analysis industry: Is the European directive effective?* [online]. 17. června 2008 [cit. 2012-03-19]. Dostupné z: http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/53/30/84/PDF/cr_2009_07_E2.pdf

GUTTMAN, Robert. *The Collapse of Securitization: from Subprimes to Global Credit Crunch* [online]. 2009 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: <http://www.annuaire.laurentienne.ca/NR/rdonlyres/CE53CC69-6DA8-4A5E-BEAE-2E6DCEAFE459/0/WP200905Guttman.pdf>

GUTTMANN, Robert. *Central Banking in a Debt-deflation Crisis: a Comparison of the FED and ECB* [online]. Datum nevedeno [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/texte_guttman_210308.pdf

JÍLEK, Josef. *Efektivní versus neefektivní trhy* [online]. 7. dubna 2008 [cit. 2012-01-30]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/odborne-clanky/30811-efektivni-versus-neefektini-trhy/>

KITCH, Edmund W. *Regulation of the Securities Market* [online]. 1999 [cit. 2012-01-30]. Dostupné z: <http://encyclo.findlaw.com/5660book.pdf>

KUBOŇ, David. *Manipulace s trhem aneb šíření informací na webu*. Patria Online [online]. 16. ledna 2006 [cit. 2012-02-19]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/663615/manipulace-s-trhem-aneb-sireni-informaci-na-webu.html?culture=en-US>

MARKOWITZ, Harry. *Portfolio Selection* [online]. 1952 [cit. 2012-01-27]. Dostupné z: <http://www.gacetafinanciera.com/TEORIARIESGO/MPS.pdf>

STIGLITZ, Joseph E. a Sanford J. GROSSMAN. *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets* [online]. 1975 [cit. 2012-01-27]. Dostupné z: <http://www.sendsms.cn/download/wavecom/AT%D6%B8%C1%EE%BF%E2%A3%A8%B4%F3%C8%AB%A3%A9/on%20the%20impossibility%20of%20informationally%20efficient%20markets.pdf>

ŠILHÁN, Josef. *Dominantní postavení na trhu a jeho zneužití cenovými praktikami*. Brno, 2008. Dostupné z: http://is.muni.cz/th/53649/pravf_d/Dominantni_postaveni_a_jeho_zneuziti_cenovymi_p_raktikami.pdf. Disertační práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta.

TAMBINI, Damian. *What is financial journalism for? Ethics and responsibility in a time of crisis and change* [online]. Listopad 2008 [cit. 2012-02-05]. Dostupné z: <http://www2.lse.ac.uk/media@lse/POLIS/Files/financialjourn.pdf>

THOMAS I. Palley. *Breaking the Neoclassical Monopoly in Economics* [online]. 2008 [cit. 2012-01-22]. Dostupné z: <http://www.project-syndicate.org/commentary/palley3/English>

UNTERMAN, Aaron. *Innovative Destruction: Structured Finance* [online]. 20. srpna 2008 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=aaron_unterman

VÍCHA, Tomáš. *Využití teorie chaosu na kapitálových trzích* [online]. 2007 [cit. 2012-01-30]. Dostupné z: <https://akela.mendelu.cz/~xakwari/xakwari-20091207>

False Trading and Market Rigging in Australia [online]. 3. února 2009 [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://www.clta.edu.au/professional/papers/conference2009/ArmsonCLTA09.pdf>

Accepted Market Practise [online]. 3. ledna 2012 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: <http://www.esma.europa.eu/page/accepted-markets-practices>

Blue Sky Laws [online]. 27. září 2000 [cit. 2012-01-23]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/answers/bluesky.htm>

CESR Market Abuse Consultation: FEEDBACK STATEMENT [online]. prosinec 2002 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_287b.pdf

CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive [online]. prosinec 2002 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf

Communication reinforcing sanctioning regimes in the financial services sector

[online]. 8. prosince 2010 [cit. 2012-02-29]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/sanctions/COM_2010_071_6_en.pdf

Compliance update: London Stock Exchange [online]. 2007 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/change-and-updates/compliance-update/comp-update-jul-09.pdf>

Consultation on the review of the market abuse directive [online]. 2010 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/mad_en.htm

Etický kodex novináře [online]. 25.11.1999 [cit. 2012-02-07]. Dostupné z: <http://syndikat-novinaru.cz/1/5/36/etika/eticky-kodex>

EU expert group calls for tightened financial supervision [online]. 26. únor 2009 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: <http://www.euractiv.com/financial-services/eu-expert-group-calls-tightened-financial-supervision/article-179770>

Executive summary no. CESR/08-099 [online]. únor 2008 [cit. 2012-03-05]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/08_099.pdf

Financial Services Authority: Code of Market Conduct [online]. duben 2001 [cit. 2012-03-09]. Dostupné z: http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps59_76.pdf

Frequently Asked Questions: AMP [online]. červen 2005 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/05_365.pdf

FSA Handbook [online]. 2010 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <https://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR/1/6>

IFJ Declaration of Principles on the Conduct of Journalists [online]. 1954 [cit. 2012-02-07]. Dostupné z: <http://www.ifj.org/en/pages/about-ifj>

Impact Assessment [online]. 20. října 2011 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/SEC_2011_1217_en.pdf

Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive [online]. 2009 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/04_505b.pdf

Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market [online]. 15. května 2009 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/09_219.pdf

Market Abuse Library [online]. 2012 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/financial_crime/market_abuse/library/index.shtml

Market Abuse: A Draft Code of Market Conduct [online]. Červenec, 2000 [cit. 2012-02-08]. Dostupné z: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp59.pdf>

Market Watch č. 33 [online]. srpen 2009 [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter33.pdf

Nariadení o krátkém prodeji a některých aspektech swapů úvěrového selhání [online]. 15.9.2010 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_cs.pdf

Review Panel Report: MAD options and discretions [online]. 29. března 2003 [cit. 2012-03-01]. Dostupné z: http://www.esma.europa.eu/system/files/09_1120.pdf

The Code of Market Conduct [online]. 1. ledna 2012 [cit. 2012-02-24]. Dostupné z: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR/1>

The report by the High-Level Group on Financial Supervision in the EU [online]. 25. února 2009 [cit. 2012-02-29]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

UK discussion paper on the Commission's review of the financial regulatory framework for commodity and exotic derivatives [online]. prosinec 2007 [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/hmt_fsa_derivatives.pdf

Úřední sdělení ČNB o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci [online]. 27. ledna 2012 [cit. 2012-02-13]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_finančni_trh/novinky/index.html

Úvod do základů vědecké práce [online]. 2004 [cit. 2012-01-25]. Dostupné z: web.fame.utb.cz/cs/docs/Z_klady_v_deck_pr_ce.doc

Vědecká propedeutika [online]. 2011 [cit. 2012-01-25]. Dostupné z: is.muni.cz/do/rect/el/estud/.../vp_vedecka_propedeutika-tisk.pdf

Vybrané internetové zdroje

<http://www.bafin.de>

<http://www.biicl.org>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.bundesfinanzministerium.de>

<http://www.cftc.gov>

<http://www.cnb.cz>

<http://www.curia.europa.eu>
<http://www.europa.eu>
<http://www.esma.europa.eu>
<http://www.federalreserve.gov>
<http://www.ferc.gov>
<http://www.finance.yahoo.com>
<http://www.fsa.gov.uk>
<http://home.heinonline.org/>
<http://www.hm-treasury.gov.uk>
<http://www.iosco.org>
<http://www.justice.gov>
<http://www.kluwerlawonline.com>
<http://www.legislation.gov.uk>
<http://www.marketmanipulation.com>
<http://www.mfcr.cz>
<http://www.nasdaq.com>
<http://www.nasdaqomxcommodities.com>
<http://www.nordpoolspot.com>
<http://www.nyse.com>
<http://www.nytimes.com>
<http://www.oxfordjournals.org>
<http://www.parliament.uk>
<http://www.portal.gov.cz>
<http://www.pse.cz>
<http://www.pxe.cz>
<http://www.sec.gov>

<http://www.sechistorical.org>

<http://www.ssrn.com>

<http://www.stopmarketmanipulation.org>

<http://taft.law.uc.edu/CCL/xyz/sldtoc.html>

<http://www.tribunals.gov.uk>

Vybraná rozhodnutí a případy

ČNB a KCP³³⁶

Rozhodnutí ČNB č.j. 2010/5286/570 ze dne 11. června 2010 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2010/2786/110 ze dne 30. září 2010, sp.zn. Sp/2009/165/573

Rozhodnutí ČNB č.j. 2010/5287/570 ze dne 11. června 2010 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2010/2799/110 ze dne 30. září 2010, sp.zn. Sp/2009/188/573

Rozhodnutí ČNB č.j. 2010/10994/570 ze dne 17. prosince 2010 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2011/1124/110 ze dne 31. března 2011, sp.zn. Sp/2010/17/573

Rozhodnutí KCP č.j. 51/Se/79/2005/8

Rozhodnutí KCP 18/2003

Rozhodnutí KCP 13/2003

Rozhodnutí KCP 32/2001

Rozhodnutí KCP 20/2001

Rozhodnutí KCP 18/2000

Rozhodnutí KCP 17/2000

Rozhodnutí KCP 04/2000

ECJ³³⁷

Rozhodnutí ECJ ve věci Spector Photo Group NV a Chris Van Raemdonck proti Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen ze dne 23. prosince 2009 (C-45/08)

Rozhodnutí ECJ ve věci IMC Securities BV proti Stichting Autoriteit Financiële Markten ze dne 7. července 2011 (C-445/9)

NSS³³⁸

³³⁶ Rozhodnutí ČNB a KCP lze dohledat na *Pravomocná rozhodnutí České národní banky v oblasti kapitálového trhu* [online]. 2012 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/

³³⁷ Rozhodnutí ECJ lze dohledat na *ECJ* [online]. 2012 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: <http://curia.europa.eu/>

Rozhodnutí NSS sp. zn. 7 Afs 15/2009 – 159

Rozhodnutí NSS sp. zn. 9 As 13/2008

Rozhodnutí NSS sp. zn.4 As 40/2007

SEC³³⁹

SEC v. Citigroup Global Markets Inc

SEC v. Goldman Sachs & Co a Fabrice Tourre

SEC v. ICP Asset Management, Llc a další

SEC v. Stifel, Nicolaus & Co., Inc a David W. Noack

SEC v. Bankatlantic Bancorp, Inc a Alan B. Levan

SEC v. Michael Strauss, Stephen Hozie a Robert Bernstein

SEC v. J.P. Morgan Securities LLC

SEC v. George Georgiou

SEC v. John P. Venners

SEC v. U.S. Bancorp Piper Jaffray, Inc

SEC v. Homeland Safety International, Inc. F/K/A Sniffex, Inc.; Mark B. Lindberg, Petar D. Mihaylov, Yuri Markov, Paul B. Johnson, and Nicholas V. Klausgaard a Ilona V. Klausgaard

SEC v. Mark B. Lindberg

SEC v. Faisal Zafar a Sameer Thawani

SEC v. Hughes Capital Corp

SEC v. Huttoe

SEC v. Cavanaugh

SEC v. Dynkowski

FSA³⁴⁰

³³⁸ Rozhodnutí NSS lze dohledat na *Nejvyšší správní soud ČR* [online]. 2012 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: <http://www.nssoud.cz/Uvod/art/1>

³³⁹ Rozhodnutí SEC lze dohledat na *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 2012 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/index.htm>

FSA v. Winterflood a Stephen Sotiriou a Jason Robins

FSA v. Rameshkumar Goenka

FSA v. Samuel Kahn

FSA v. Christopher Gower

FSA v. Steven Noel Perkins

OSTATNÍ³⁴¹

Great Western Food Distributors, Inc. v. Brannan

Hall v. Geiger-Jones Co

Ernst & Ernst v. Hochfelder

Fame Decorator Agencies Pty v. Jeffries Industries Ltd

Plumbers' Union Local No. 12 Pension Fund v. Swiss Reinsurance Co.

Epstein Real Estate Advisory v. Am. Int'l Group Inc.

Financial Times LTD and others v. United Kingdom

USA v. Richard J. Smith

USA v. Michael R. Milken

USA v. John A. Mulheren, Jr.

USA v. Gaf Corporation, Gaf Chemicals Corporation, Jay & Company, Inc., James T. Sherwin, Defendants, a James T. Sherwin

³⁴⁰ Rozhodnutí FSA lze dohledat na *Market Abuse Library* [online]. 2012 [cit. 2012-03-14]. Dostupné z: http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/financial_crime/market_abuse/library/index.shtml

³⁴¹ Dostupnost jednotlivých rozhodnutí je uvedeno v poznámce pod čarou v textu práce