

Posudek disertační práce

Student: Mgr. Bc. Ivo Průša

Téma práce: Manipulace kurzem na kapitálovém trhu

Školitel: prof. JUDr. Jan Dědič

Autor posudku: doc. JUDr. Josef Kotásek, Ph.D.

I.

Náročnost tématu práce a výzkumného úkolu

Téma svou náročností rozhodně nepatří mezi standardní. Manipulace kurzem patří k „tradičně“ opomíjeným tématům z oblasti finančního práva, které ovšem věda finančního práva víceméně úspěšně ignoruje a přenechává je komercialistům (nejde zde o specifikum české doktríny, obdobně je tomu v SRN, Rakousku či Švýcarsku).

Výsledkem pak je, že ani v roce 2012 v ČR nedisponujeme ucelenou monografií k problematice manipulace kurzem na kapitálovém trhu, ze které by autor mohl vyjít a která by mu pomohla dílo lépe strukturovat. Náročnost díla zvyšuje také fakt, že zadané téma je poměrně rozsáhlé a je obtížné je pojednat na omezeném prostoru disertačního spisu. Je tak třeba pečlivě vážit zařazení některých jen nepřímo souvisejících pasáží či pasáží popisných, kde autor nemůže předvést výsledky svého vědeckého bádání již z podstaty věci („ekonomická analýza“). Situaci autorovi komplikovala i příprava nové evropské právní úpravy.

Vytýčené cíle (str. 32) byly velmi ambiciózní; autor chtěl rozebrat manipulaci nejen z právního, ale i z ekonomického hlediska, zamýšlel zkritizovat objektivní přístup k manipulaci (tj. již zde předjímal výsledek své hypotézy č. 1!) a současně chtěl kvalifikovat jednotlivé konkrétní formy manipulace.

Autor pak konkrétně mínil ověřit tři hypotézy, které ale nejsou zcela koherentní. Hypotéza č. 1 je již předjímana co do výsledku, hypotéza č. 3 míří k metodě právní regulace a sugeruje předem odpověď. Po přečtení hypotéz soudím, že v práci jsou spíše proto, aby v ní byly – a minimálně v jednom případě soudím, že byly psány zpětně až poté, co samotné dílo (či pojetí autora) vzniklo.

II.

Splnění cílů disertační práce

Výše uvedené úkoly nemohly být splněny zcela. Ekonomická analýza manipulace je mimo možnosti autora, je to věcí ekonomů. Právník pokoušející se o takovou analýzu nutně skončí

(nejlépe přiznaně) v čítankovém přehledu názorů z ekonomické literatury, z nichž si pak vybírá názory a koncepce, které mu konvenují.

O skutečnou ekonomickou analýzu v takovém případě ale nejde, jde o macerát z odborné literatury, nic více. Pasáže na str. 42-54 tomu také odpovídají. Autorovi to nevyčítám, nelze od něj vyžadovat něco jiného. Snad jen měl krotit ambice při formulaci cílů svého díla a raději obětovat tuto „analýzu“ ve prospěch té právní. Provázanost této pasáže s ostatními částmi díla je pak jen sporadická (str. 190).

Za nejzajímavější pasáže díla považuji výklady o konceptu manipulaci a kritiku objektivního přístupu k manipulaci, resp. formulování a odůvodnění požadavku na diferencující pojetí u jednotlivých forem manipulace (str. 65 – 82), na které pak „navazuje“ (o návaznosti s ohledem na roztržitost díla nemůže být řeči) čtrnáctá kapitola s návrhem úpravy.

Přínosný je také rozbor obchodních forem manipulace (informační manipulaci již takovou pozornost autor nevěnoval).

Vytýčená metoda komparatistická (str. 31) v práci absentuje; odkazy na cizí právní úpravy či prezentace zahraničních rozhodnutí tento autorský plán nenaplňují.

III.

Připomínky k obsahové části

Výtku zasluhuje systematika díla; řada pasáží je do díla spíše „vřazována“, na místech, kde by je čtenář nečekal – tak např. exkurs o výskytu manipulativních technik (str. 148) měl být hned někde v úvodu, kde autor vymezoval manipulaci, resp. předmět práce. Naopak rovnou v úvodu se předpokládá, že čtenář zná rozhodnutí Spector.

Zcela nepřijatelná je systematika čtrnácté kapitoly, jež bez jakéhokoliv úvodu či varování začíná tabulkou, kterou pak následuje „ověřování“ druhé vytýčené hypotézy v úvodu a následně definice manipulace... Na to pak zcela neorganicky v další kapitole navazuje výklad o příčinách finanční krize a manipulaci s CDO a CDS – návaznost na předchozí výklady chybí a osobně nevidím větší přínos této popisné pasáže. K odpovědnosti se pak přitom autor ještě vrací v kapitole 17, ale i na jiných místech. Nerozumím tomu, proč autor do jedné nadkapitoly smíchal text o negativním vymezení manipulaci a odpovědnosti za ni (bod E).

Výše uvedená roztěkanost doprovází čtenáře celým dílem. Jako další příklad lze uvést rozbor pojmu „řádný důvod“, kde autor s velmi chabým „oslím můstkem“ (slovy „vezměme zde řádnou péči“) přejde k problematice „řádné péče“ v souvislosti s povinnostmi členů statutárních orgánů a zbytečně (neorganickou a neúplnou skicou odborných diskusí o „řádné péči“) jen konzumuje další stránky. Následně pak dospěje k závěru, který přímo volá po komparaci, neboť pojem „legitimní důvody“ používají některé právní řády (srov. např. § 20a odst. 2 německého WpHG).

Zajímavé informace (i ze zahraniční judikatury) přináší autor u novinářské licence (str. 187). Poněkud zde ale postrádám vymezení klíčového aktéra této výjimky, tj. novináře, problematické to bude u blogerů a internetových novinářů apod. Opět by byl vhodný náhled do cizích úprav. Tak např. ve Švýcarsku může být novinář ten, kdo má dvouletou zkušenost v médiích a splnit devítitýdenní akademický kurs, v Řecku zákon pro novináře stanoví speciální zkoušku, taktéž ve Španělsku a Itálii. V USA je podána definice investigativního novináře (z důvodů výpovědi před velkou porotou, srov. Mark MADDEN. TITAN SPORTS, INC., v. TURNER BROADCASTING SYSTEMS, INC. (1998); Martha von BULOW, v. Claus von BULOW (1987). Jinde je zvolen komorový systém – je povinností být členem profesní organizace (Costa Rica, Kanada, Švédsko...). Jak by autor vymezil novináře v kontextu českého právního řádu?

Zajímavé jsou autorovy názory na objekt zákazu manipulace v obecném smyslu (kapitola 12.8, str. 122), kde se autor dotýká pasivního postupu, který označuji za „**fakultativní nečinnost**“. Příkladem může být postup zasvěcené osoby, která se znalostí negativní vnitřní informace odstoupí od kupní smlouvy (předpokládejme, že tato možnost byla ve smlouvě sjednána) anebo zaplatí sjednané odstupné, a jinak, tj. přitom bez znalosti vnitřní informace, by celou transakci realizovala. Zde jde již o jinou situaci, zasvěcenec jednoznačně těží ze svého informačního privilegia. Podle dřívější úpravy v CenP bylo možno argumentovat ve prospěch zákazu na velmi spolehlivém podkladě. Úprava v CenP totiž zakazovala využití vnitřní informace a nabytí nebo zcizení instrumentů bylo pouze příkladem nedovolených postupů. Je otázkou, zda tento výklad podporuje i aktuální znění PKT; úprava nestojí na generálním zákazu s příklady zapovězeného jednání, ale na výčtu zakázaných transakcí. Jaký je autorův názor?

Autor se poměrně stručně zabýval „bezpečnými přístavy“, které předpokládá směrnice o zneužití v čl. 9 jako výjimku., tj. programem zpětného výkupu a stabilizací kurzu (str. 171 – 177). Autorovo podání výklad je zde ovšem zcela elementární a ani nereprodukuje diskuse a sporná místa avizovaná v české odborné literatuře.

Výjimky upravené nařízením mají ale především význam právě pro manipulaci s trhem (s trochou nadsázky můžeme říci, že hlavním záměrem tvůrců nařízení bylo rozlišit „dobrou“ a „zlou“ manipulaci), a proto bylo namístě v disertační práci pojednat o nich podrobněji.

V rámci obhajoby práce by proto autor měl uvedený nedostatek napravit a doplnit své závěry o následující otázky: Ztotožňuje se autor se stanoviskem P. Čecha (Čech, P. Nařízení Evropské komise o podmínkách přípustného nabývání vlastních akcií a stabilizace kurzu. Právní rozhledy, 2004, č. 9, s. 361), podle něhož lze za použití argumentu a *maiori ad minus* dospět k závěru, že **předmětem intervenčních nákupů** mohou být též zastupitelné cenné papíry jiných emisí, které pochopitelně předmětem významné distribuce nejsou a z logiky věci (např. u emise nových akcií) ani nemohly být. Podle citovaného „osoba provádějící intervenční nákupy ostatně u zastupitelných cenných papírů nebude ani schopna odlišit, zda nabývá akcie od ‘starého’ či ‘nového’ akcionáře“. Nezvrátil by ale tento náhled možnost provedení stabilizace?

Autor také bez povšimnutí nechává další podmínku stabilizace – **prodejní tlak** vyvolaný spekulanty (srov. bod 11 preambule). Tento cíl konvenuje i výše citovaným doporučením CESR (CESR/02-020b, s. 9). Je ovšem otázkou, zda je výlučným a jediným legitimním cílem. Jde tedy o to, zda pod „prodejním tlakem“ ve smyslu nařízení můžeme chápat i tlak vyvolaný jinými činiteli než jen krátkosvodými spekulanty. Jaký je autorův názor?

U **dispensu operací prováděných v rámci měnové a devizové politiky a správy veřejného dluhu** (kapitola „Jednání specifických subjektů“, str. 177) autor správně zmiňuje dosud nevyřešenou otázku postavení územních samosprávných jednotek při správě svých vlastních dluhů (typicky obcí či krajů). U nich není zřejmé, zda je mohou členské státy zařadit mezi osoby, které jsou, pokud činí vybrané operace, vybaveny imunitou vůči normám chránící vnitřní informace. Velký význam by to mohlo mít např. u komunálních obligací, zvláště vzhledem k povinnosti publikovat vnitřní informace. Ve většině států EU (a samozřejmě v ČR, což uvádí i autor) je ovšem otázka rozšíření imunity prozatím spíše akademická – předpokladem je totiž rozšíření výjimky předpokládané v čl. 7 směrnice o obce či jiné jednotky místní samosprávy. Spor prozatím řeší faktický stav, tedy opatrnost členských států před neuváženou „imunizací“ dalšího okruhu osob. Je autorovi znám nějaký případ rozšíření této výjimky v některého z členských států?

IV.

Formální úroveň díla a práce s literaturou

Svému textu věnoval autor náležitou pozornost a píše odborným stylem, který je srozumitelný a přehledný. Z hlediska formálního (s výhradou systematiky díla avizovanou výše) nemám ke spisu žádné zásadní připomínky.

To ovšem neplatí pro práci s literaturou. Z domácí autor příliš čerpat nemohl, krom výborné studie od Petra Čecha a Ireny Pelikánové najde autor jen mou noticku v učebnici obchodního práva (která ale nestojí za řeč, jde o přehledový text do učebnice). „Beckovský“ komentář k PKT vydaný v roce 2012 autor vzhledem k datu odevzdání díla využít nemohl.

Množství použitých pramenů je sice vyhovující pro disertační práci, nicméně autor se omezuje pouze na anglicky psané zdroje. Míjí tak další cenné prameny, např. disertace a habilitační práce německé či francouzské, které se jednotlivým dílčím oblastem (jež autor „řeší“ jedním či dvěma odstavci) věnují jako hlavnímu tématu na stovkách stran!

Předpokládám, že za tím není neochota autora, ale spíše jeho jazyková neznalost. Konfrontace se zahraničními disertacemi (které vznikaly déletrvajícím systematickým prací a nikoliv víceméně nahodilým slepováním dílčích pasáží, jak se tomu bohužel děje u nás) by však byla pro kvalitu díla velmi přínosná. Autorovi tak zbytečně uniká značné množství diskusí a sporů vedených v zahraničí, které ovšem mají relevanci – s ohledem na společný unifikovaný základ – i pro české prostředí.

V.

Doporučení pro rozpravu

Vzhledem k počtu podnětů formulovaných výše již nedávám separátní podněty pro rozpravu; materie k diskusi má podle mého soudu autor dostatek.

VI.

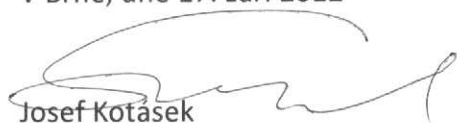
Celkové hodnocení díla

Předložená disertační práce splňuje nároky kladené na tento druh prací jen s velkými výhradami. Spis jsem otevíral s velkým očekáváním, které však bohužel nebylo naplněno. V dílčích pasážích (koncepte odpovědnosti, jednotlivé formy manipulace – vyjma informačních) je spis velmi přínosný a obsahoval řadu nových informací i pro autora tohoto stanoviska.

Jako celek však dílo zatím neobstojí: je možno jej doporučit k obhajobě jen s přihlédnutím k novosti tématu v (české) odborné literatuře a také k nespornému osobnímu zaujetí autora pro dané téma. Nejsem si ale jistý tím, zda autor (pokud svou práci obhájí) bude se svou prací, jež bude následně zpřístupněna pro veřejnost, spokojen i s odstupem let. Naopak doufám, že v budoucnu uvidí nedostatky díla, jeho nesystematičnost, eklektičnost a poněkud chaotický styl podání.

Práci v předložené podobě nemohu s čistým svědomím doporučit k obhajobě. Nemám pochyb o tom, že autor je schopen sepsat lepší dílo, ostatně jsem jej poznal jako talentovaného studenta v rámci magisterského studia na Právnické fakultě v Brně. V souvislosti se svou prací věnovanou oblasti ochrany vnitřních informací jsem nashromáždil větší množství informačních zdrojů i o manipulaci trhem. Rád se o ně s autorem podělím, pokud komise (či autor sám) dospěje k závěru, že v této podobě nelze dílo obhájit a bude třeba dílo přepracovat.

V Brně, dne 17. září 2012


Josef Kotásek