

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Michal Hofman

Právní úprava manipulace s finančním trhem

Rigorózní práce

Pověřený akademický pracovník: JUDr. Petr Kotáb, Ph.D.

Tematický okruh: Finanční právo

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 20. 4. 2023

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

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 190 493 znaků včetně mezer.

Michal Hofman

V Praze dne 20. 4. 2023

Poděkování

Tímto bych chtěl velice poděkovat za cenné rady, připomínky, ochotu a vstřícný přístup při tvorbě mé rigorózní práce JUDr. Petru Kotábovi, Ph.D.

Dále bych rád poděkoval své rodině, přítelkyni a přátelům za podporu při tvorbě této práce.

Obsah

Úvod.....	1
1. Finanční trh.....	3
1.1 Organizované a neorganizované trhy.....	4
1.2 Zvláštní trhy.....	5
2. Teoretická východiska.....	7
3. Historie manipulace s trhem.....	10
3.1 Historie manipulace v EU.....	11
4. Lamfalussyho proces a legislativní rámec EU pro finanční trh.....	15
5. Nařízení MAR.....	18
5.1 Srovnání původního znění a současné úpravy.....	18
6. Manipulace s trhem.....	20
6.1 Kategorie a znaky manipulace s trhem.....	20
6.1.1 Manipulace založená na signálech a umělé úrovni cen.....	20
6.1.2 Použití fiktivních prostředků nebo klamavého nebo lstivého jednání.....	22
6.1.3 Manipulace založenou na informacích.....	23
6.1.4 Manipulace založená na referenční hodnotě a LIBOR manipulace.....	25
6.2 Pokus manipulace s trhem a role zavinění.....	27
7. Výjimky ze zákazu manipulace.....	30
7.1 Uznávané tržní postupy.....	30
7.1.1 Zvláštní režim pro malé a střední podniky.....	31
7.2 Výjimka pro programy zpětného odkupu a stabilizace.....	32
7.3 Zveřejňování nebo šíření informací ve sdělovacích prostředcích.....	34
8. Prevence a odhalování manipulace s trhem.....	37
9. Formy manipulace s trhem.....	39
9.1 Wash trading a matched orders.....	40
9.2 Momentum ignition.....	42
9.3 Marking the close a marking the open.....	43
9.4 Cornering a squeezing.....	43
9.5 Spoofing a layering.....	45
9.6 Pinging.....	46
9.7 Pump and dump a bear raids.....	47
9.8 Front running.....	50
9.9 Algoritmické a vysokofrekvenční obchodování.....	50
10. Sankce za manipulování s trhem.....	52
10.1 MAD jako doplnění MAR.....	54
10.1.1 Právní úprava manipulace s trhem v českém trestním právu.....	55

11. Úpravy manipulace s trhem v jiných státech.....	57
11.1. Manipulace s trhem v USA.....	57
11.2 Manipulace s trhem ve Spojeném království.....	60
11.3 Manipulace s trhem v Malajsii.....	62
Závěr.....	65
Seznam zkratek.....	69
Seznam použitých zdrojů.....	70
Příloha I rigorózní práce.....	80
Příloha II rigorózní práce.....	83
Abstrakt.....	86
Abstract.....	87

Úvod

Finanční trhy jsou v dnešní době esenciální pro celou společnost. V současném globalizovaném světě jsou finanční trhy velmi provázané, komplexní a rychle se vyvíjející. Důvěra investorů a věřitelů v tyto trhy je jedním z klíčových požadavků pro jejich správné fungování. Svou složitostí a neustálým vývojem jsou ale náchylné k manipulaci. Manipulace může způsobit vysoké ztráty peněžních prostředků účastníků trhu, čímž se snižuje integrita trhu a důvěra lidí ve finanční trhy, což může být pro společnost fatální. Je úkolem zákonodárce, aby našel takové praktiky, které finančním trhům škodí, zakázal je a stanovil za ně adekvátní sankce.

Cílem této práce je analyzovat právní úpravu manipulace s finančním trhem v Evropské unii (dále jen „EU“), tedy i v České republice, a zjistit, jaké základní formy manipulace existují a jak na ně evropská úprava reaguje. Stanovit správná pravidla a správné hranice je obtížné, zákazy praktik nesmějí být příliš konkrétní, aby mohly pružně reagovat na rychle se vyvíjející trh. Na druhou stranu nesmějí být příliš vágní, aby neodradily případné účastníky trhu od investování na finančních trzích. Práce se snaží posoudit, zda se EU vydala správným směrem, když v úpravě přešla ze směrnice k nařízení, což bylo např. kritizováno Českou národní bankou (dále jen „ČNB“). Nakonec práce porovná a analyzuje úpravu manipulace s trhem v dalších státech, a to konkrétně ve Spojených státech amerických (dále jen „USA“), Spojeném království Velké Británie a Severního Irska (dále jen „**Spojené království**“ nebo „**VB**“) a Malajsie. Hypotéza práce je taková, že EU jednotnou úpravou v nařízení o zneužívání trhu (dále jen „**MAR**“)¹ sjednotila a zefektivnila potírání manipulace s trhem. Vzhledem k propojenosti ekonomik dnešního světa budou mít státy relativně obdobné úpravy zákazu manipulace s trhem, přestože se vymáhání těchto zákazů může lišit. Práce čerpá z tuzemské i zahraniční odborné literatury týkající se právní úpravy a principů a zásad; bude používat grafy pro znázornění, schémata a především analytickou, deskriptivní a komparativní metodu.

Práce je rozdělena do 11 kapitol. V 1. kapitole jsou vymezeny finanční trhy a jejich základní dělení. 2. kapitola se věnuje teoretickým východiskům uvozujícím některé problémy, se kterými je regulace manipulace s trhem spojena. Ve 3. kapitole je předestřen počátek a historie manipulace s trhem. 4. kapitola představuje tzv. Lamfalussyho proces jako reakci EU na příliš pomalé přijímání finančněprávních aktů. V 5. kapitole je představeno MAR a jeho srovnání s předešlou úpravou. Kapitola 6 se věnuje samotné manipulaci s trhem a jejími kategoriemi a znaky. Protože zákaz manipulace s trhem není všeobjímající, zabývá se 7. kapitola výjimkami ze zákazu manipulace. Kapitola 8 rozebírá prevenci a odhalování manipulace s trhem jako zvláštní samostatnou kategorii. Kapitola 9 představuje řadu velmi známých forem manipulace s trhem. 10. kapitola se soustředí na

¹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES.

sankce za porušení zákazu manipulace a zabývá se trestněprávní rovinou manipulace. Poslední, 11. kapitola analyzuje právní úpravu manipulace v jiných zemích.

Manipulace na finančních trzích je v některých formách stejně stará jako trhy samotné. Přesto regulace manipulace často absentovala, a pokud se vyskytla, jednalo se spíše o obecné ustanovení o podvodu. Teprve v minulém století se úprava manipulace začala výslovně objevovat v zákonech jednotlivých států, přičemž EU adresovala manipulaci s trhem až směrnicí z roku 2003. EU si dobře uvědomovala, že zdlouhavý proces přijímání směrnic a nařízení není adekvátní pro rychle se vyvíjející finanční trhy, do kterých spadá i manipulaci s trhem, a proto zavedla Lamfalussyho proces, který legislativní proces zjednodušuje a urychluje.

Ústředním paragrafem v české právní úpravě byl § 126 zákona o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „**ZPKT**“),² než byl zrušen a nahrazen úpravou v MAR. Nutno podotknout, že česká literatura vztahující se k manipulaci není příliš početná, což může být způsobeno nedostatečnou velikostí českého finančního trhu. MAR přinesl několik novinek do právní úpravy, jako je regulace manipulace s referenčními hodnotami, výslovná úprava pokusu o manipulaci či rozšíření působnosti MAR i na mnohostranné systémy obchodování. Na druhou stranu reguluje MAR i výjimky, ať už uznávané tržní praktiky nebo výjimky v oblasti žurnalistiky.

Přestože není mnohdy jednoduché zmanipulovat trh, existuje velký počet různých forem manipulace. S moderními způsoby obchodování přišly i nové formy manipulace. Rozsah účinku manipulace může být extrémní, nárůst či propad ceny může být až několikanásobný. Manipulace se neomezuje jen na určitou kategorii společností a některé její formy nevyžadují velkou sofistikovanost, obzvláště v dnešní době internetu a sociálních sítí. O to nebezpečnější může manipulace s trhem být.

² Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

1. Finanční trh

V první řadě si musíme definovat určité pojmy. Když se bavíme o manipulaci s trhem, bavíme se ve většině případů o manipulaci, ke které dochází na finančních trzích. Přestože finanční trh nemá jednotnou oficiální definici, můžeme finanční trh definovat jako „*systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmísťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky.*“³ Z této definice pak plynou základní a nejdůležitější funkce finančního trhu:

1. Soustředování, resp. akumulace a agregace dočasně volných peněžních zdrojů;
2. Rozmísťování, resp. alokace peněžních prostředků tam, kde je jejich využití nejefektivnější;
3. Zapojování, resp. mobilizace volných zdrojů do ekonomického procesu.⁴

Finanční trh tvoří finanční systém. Finanční systém hraje velice důležitou roli v chodu celé ekonomiky, neboť jeho prostřednictvím je zajišťována alokace zdrojů, bez nichž by produkce zboží a služeb byla nemyslitelná. Tato alokace je činěna skrze trhy.⁵

Na finančním trhu pak dochází k operacím mezi jednotlivými subjekty finančního trhu – tedy i potenciálními subjekty manipulace s trhem. Podle postavení, které na finančním trhu zauímají, můžeme subjekty finančního trhu rozdělit do 3 skupin. První skupina je skupina nejčastěji nazývána jako investoři. Tedy taková skupina, která má disponibilní přebytek finančních prostředků a která je ochotná tyto přebytečné prostředky na finanční trh umístit. Druhá skupina je tvořena těmi subjekty, které si prostředky investorů půjčují pro své potřeby a pro svůj nedostatek peněžních prostředků. Mezi nimi stojí a tento vztah dotváří finanční zprostředkovatelé, kteří umožňují tok peněz, resp. peněžních prostředků, mezi prvním a druhým okruhem subjektů. První zákonnou zmínku o této kategorizaci lze najít již v zákoně č. 15/1998 Sb., zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu (do roku 2006 se zákon jmenoval o Komisi pro cenné papíry). Ta se ovšem týká pouze kapitálového trhu.

Finanční trh se obecně dělí do různých skupin. Nejčastější dělení je na peněžní a na kapitálový trh. Někteří autoři přidávají k těmto kategoriím i trh s cizími měnami či trh drahých kovů.⁶ EU, resp. Evropská centrální banka, dělí finanční trh do 3 subkategorií: peněžní trh, dluhopisový trh a akciový trh.⁷ Další možné dělení finančního trhu je na primární a sekundární. Primární trhy jsou trhy pro obchodování s novými emisemi cenných papírů. Slouží tedy jako trh, na

3 BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P. a MARKOVÁ, H. a kol., *Finanční právo*, 6. upravené vydání, Praha: C.H.Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-440-7, str. 102.

4 KARFÍKOVÁ, Marie, *Teorie finančního práva a finanční vědy*, Praha: Wolters Kluwer, 2018, ISBN 978-80-7552-935-0, s. 208.

5 POLÁCH, Jiří, HRUBOŠOVÁ, Eva, POLÁCH, Jiří a POLÁK, Petr, *Peněžní a kapitálové trhy, 1. část*, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007, ISBN 978-80-7318-603-6, str. 6-7, 9.

6 Např. REJNUŠ, Oldřich, *Finanční trhy*, 1. vydání, Grada Publishing, a.s., 2016, ISBN 978-80-247-5871-8, str. 43.

7 Evropská centrální banka, *Financial markets*, [online] [cit. 20.9.2022], dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/markets/html/index.en.html>.

kterém emitenti cenných papírů hledají nové investice. Na sekundárním trhu se obchoduje s již emitovanými cennými papíry. Další možné dělení finančních trhů je na promptní a na termínové. Rozdíl mezi těmito dvěma trhy je doba vypořádání nástrojů, promptní jsou okamžité nebo do 1 či několika málo pracovních dnů, termínované jsou vypořádány v budoucnu.⁸ Další dělení je na trhy veřejné a neveřejné. Rozdíl mezi nimi je ten, že na veřejných trzích se mohou obchodování účastnit všichni potenciální zájemci, cenné papíry na těchto trzích obchodované jsou tedy nejčastěji prodány za nejvyšší nabídnutou cenu. Oproti tomu neveřejné trhy jsou takové, kde probíhají tzv. smluvní obchody, to znamená, že dané cenné papíry jsou prodány pouze jednomu nebo jen několika kupcům za individuálně domluvenou cenu. Veřejné trhy lze dále rozlišit i z hlediska míry regulace na organizovaný a neorganizovaný trh (viz níže).⁹

Můžeme bezpečně říci, že finanční trhy jsou klíčové a vitální pro fungování kapitalistických ekonomik a pro fungování demokratického právního státu a patří tedy neodmyslitelně i ke společenskému vývoji, neboť jsou to právě trhy, které citlivě reagují na nastalé události.

1.1 Organizované a neorganizované trhy

Organizované trhy jsou představovány burzami či mimoburzovními licencovanými organizátory veřejného trhu. Proto můžeme organizované trhy dělit na trhy burzovní a mimoburzovní. Organizované trhy agregují předem neomezenou veřejnou nabídku a poptávku, párují vzájemně si odpovídající obchodní příkazy, čímž vytváří kurzy, a zvyšují zároveň likviditu trhu. Co se týče burzovních obchodů, jsou burzy obecně považovány za vrcholové instituce finančních trhů. Na burzách se vytvářejí kurzy, které řídí ostatní stejně zaměřené sekundární trhy, ale i primární. Čím více prestižní burza je, tím světově uznávanější cenné papíry se na nich obchodují. Nejvýznamnější jsou burzy cenných papírů, především akciové. Organizované trhy mimoburzovní jsou takové trhy, které nemají statut burzy, ale vykazují podobnou činnost, mnohdy ve významných objemech. Obecně lze tyto instituce nazvat organizátory mimoburzovních obchodů. Může se jednat o trhy disponující licencí od regulátora trhu a pod jeho dohledem, nebo se může jednat o různé soukromé obchodní systémy.

Neorganizované trhy jsou především „over the counter“ trhy, kde se jedná o tzv. „prodej přes překážku“ (dále jen „OTC“). Na rozdíl od trhů organizovaných, na kterých se prodává pouze část obíhající cenných papírů, prodávají se na OTC trzích zbývající cenné papíry. Jedná se zpravidla o ne tak silně regulované trhy a obchodování se děje především prostřednictvím bank nebo jiných institucionálních či soukromých obchodníků s cennými papíry. Zájemci o prodej či

⁸ KARFÍKOVÁ, Marie, *Teorie finančního práva a finanční vědy*, Praha: Wolters Kluwer, 2018, ISBN 978-80-7552-935-0, str. 207-208.

⁹ REJNUŠ, Oldřich, *Finanční trhy*, 1. vydání, Grada Publishing, a.s., 2016, ISBN 978-80-247-5871-8, str. 48-49.

koupi se obrací na tyto prostředníky, kteří požadovaný obchod zprostředkují zpravidla s někým ze svých obchodních partnerů. Prostředník může koupit či prodat dané cenné papíry na vrub svého vlastního portfolia.¹⁰

1.2 Zvláštní trhy

Kromě výše zmíněných trhů, resp. jejich dělení, je třeba uvést i „mnohostranný systém obchodování“ (dále jen „**MTF**“)¹¹ a „organizovaný obchodní systém“ (dále jen „**OTF**“)¹². Definice MTF i OTF byla zavedena směrnicí MIFID I¹³ a zůstala i ve směrnici MIFID II,¹⁴ která MTF definuje jako mnohostranný systém, který provozuje investiční podnik nebo organizátor trhu a který sdružuje zájmy více třetích stran týkajících se nákupu či prodeje finančních nástrojů uvnitř systému a v souladu se závaznými pravidly tak, že výsledkem je uzavření smlouvy v souladu s povolením uděleným danému investičnímu podniku nebo organizátorovi trhu.¹⁵ V konzultačním dokumentu z ledna 2022 Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (dále jen „**ESMA**“)¹⁶ uvádí 4 různé aspekty, které je třeba vzít v úvahu při určení, zda se jedná o mnohostranný systém:

- 1) jedná se o systém nebo zařízení;
- 2) existují zájmy více třetích stran týkající se nákupu či prodeje;
- 3) tyto zájmy musí být schopny vzájemné interakce; a
- 4) tyto zájmy se musí týkat finančních nástrojů.

OTF je mnohostranný systém, který není regulovaným trhem ani mnohostranným obchodním systémem a ve kterém na sebe mohou vzájemně působit zájmy více třetích stran týkající se nákupu či prodeje dluhopisů, strukturovaných finančních produktů, povolenek na emise či derivátů tak, že výsledkem je uzavření smlouvy v souladu s povolením uděleným danému investičnímu podniku nebo organizátorovi trhu.¹⁷ Systém je třeba chápat jako soubor pravidel, která rozhodují, jak budou zájmy třetích stran vypořádány. Třetí stranou se rozumí osoby odlišné od organizátora trhu, které jsou propojeny až vzájemnou transakcí. Nejedná se o systém, ve kterém se nesjednává či nerealizuje žádný skutečný obchod, jako např. vývěsky používané k inzerci zájmu o prodeje či nákup.¹⁸ ESMA ve své Zprávě o přezkumu MIFID II z března 2021 uvádí, že jedním

¹⁰ Tamtéž, str. 49-50.

¹¹ Z angličtiny „*multilateral trading facility*“.

¹² Z angličtiny „*organised trading facility*“.

¹³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS.

¹⁴ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnice 2002/92/ES a 2011/61/EU.

¹⁵ Čl. 4 odst. 1 bod 22 MIFID II.

¹⁶ Z angličtiny „*European Securities and Markets Authority*“.

¹⁷ Čl. 4 odst. 1 bod 23 MIFID II.

¹⁸ ESMA, *Consultation Paper, On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter*, 2022, str. 10-12, [online] [cit. 9.11.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4978_consultation_paper_on_the_opinion_on_trading_venue_perimeter.pdf.

z cílů MIFID II bylo vztáhnout principy organizace a transparentnosti i na dluhopisy a finanční deriváty. Koncept OTF byl vytvořen pro zaplnění této mezery. Dle ESMA se OTF ukázal jako pozitivní nový koncept, který je účinný při zachytávání části trhů s dluhopisy a cennými papíry, které by se jinak obchodovaly v rámci OTC.¹⁹ Pro definici finančního nástroje MAR odkazuje na definici v MIFID II.²⁰

MAR se tak vztahuje na finanční nástroje:

- a) přijaté k obchodování na regulovaném trhu;
- b) obchodované nebo přijaté k obchodování na MTF;
- c) obchodované v OTF;
- d) na které se nevztahují písm. a) – c), ale jejichž hodnota závisí na hodnotě finančního nástroje uvedeného v písm. a) - c), a na
- e) emisní povolenky.²¹

¹⁹ ESMA, *MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF)*, 2021, str. 7, [online] [cit. 9.11.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma70-156-4225_mifid_ii_final_report_on_functioning_of_otf.pdf.

²⁰ Čl. 3 odst. 1 bod 1) MAR.

²¹ Čl. 2 odst. 1 MAR.

2. Teoretická východiska

Je zcela zřejmé, že správně fungující finanční trhy jsou esenciální pro správný chod dnešní společnosti. Proto je třeba najít a identifikovat ty praktiky, které tento správný chod narušují. Nutno podotknout, že většina transakcí, které jsou na trzích prováděny, je v souladu s právem a je nezneužívajícího charakteru. I některé formy manipulace se ve svém počátku mohou jevit jako zcela normální transakce. Je proto velmi obtížné definovat či nějak vymezit, co je manipulace, aby na ni následně legislativa mohla adekvátně zareagovat. Legislativa nesmí příliš omezit správné fungování trhu a odradit účastníky trhu od toho, aby se na trhu volně pohybovali. Účastníci trhu vstupují na trh, aby dosáhli zisku, resp. Aby maximalizovali svůj zisk. Maximalizace zisku je zcela racionální. Škodlivou se stane, pokud se k jejímu dosažení využijí manipulativní nástroje a schémata. Respektive to, co je na tomto jednání škodlivé, nejsou nutně nástroje či schémata per se, ale efekt na trh samotný, který je jimi dosažen. Škodlivým efektem se většinou myslí vytvoření umělé cenové hladiny, která by bez použití manipulace nevznikla, vytvoření zavádějícího dojmu na trhu nebo jiný zkreslující efekt na fungování finančních trhů.²²

Přestože některé formy manipulace jsou staré jako trhy samotné, jsou moderní počátky regulace manipulace s trhem, resp. zneužití trhu, často spojovány se zákony z 30. let 20. století v USA. Zde se, stejně jako když půjdeme dále do historie, muselo pro usvědčení z manipulace s trhem hledat pouze v obecných předpisech a ustanovení. Je pravda, že se finanční trhy vyvíjejí velice rychle, obzvláště s příchodem výpočetní techniky, a manipulace často využívá příliš rychlý vývoj trhu a pomalou legislativní odezvu adresující nové formy manipulace. Ukotvit v právním řádu manipulaci s trhem je proto velice obtížné, neboť proti sobě stojí přílišná vágnost ustanovení, která svou otevřeností mohou odradit účastníky trhu v participaci na transakcích, a přílišná detailnost pravidel, která mohou být rychle zastaralá a nedostatečně pružně reagovat na vývoj trhu. Tomu se např. EU pokusila postavit zavedením tzv. Lamfalussyho procesu, viz kapitola 4 této práce.

Každý zákaz v právu je uveden s úvodním cílem odstranit nebo alespoň omezit určité společensky nechtěné chování. Otázkou zůstává, zda daný zákaz dokáže dosáhnout takového cíle. U manipulace s trhem je tak pravděpodobnost, že zákaz manipulaci minimálně sníží, relativně vysoká. Je tomu tak proto, že o manipulaci s trhem se manipulátor pokusí jen tehdy, bude-li vědět, že mu manipulace přinese zisk. Zisková, a tedy úspěšná manipulace nastane ve chvíli, kdy a) manipulátor dokáže přimět cenu aktiva, aby stoupla, a b) manipulátor dokáže prodat toto aktivum za vyšší cenu, než za kterou jej koupil (a to včetně transakčních nákladů). Pokud se tak nestane, může neúspěšný manipulátor např. prodat za stejnou cenu a být ve výsledku ztrátový, kvůli transakčním

22 SÖDERSTRÖM, Rebeca, *Regulating Market Manipulation, An Approach to designing Regulatory Principles*, Uppsala Faculty of Law, Working Paper 2011:1, str. 7-8, [online] [cit. 9.11.2022], dostupné z: https://www.jur.uu.se/digitalAssets/585/c_585476-1_3-k_wps_2011_1.pdf.

poplatkům. Proto, aby manipulátor zapříčinil růst ceny aktiva, musí přimět ostatní účastníky na trhu, aby investovali do daného aktiva.²³ Jeden samotný anonymní obchod nemusí mít sám o sobě kýžený efekt na cenu aktiva. Nikde není ani stanoveno, kolik, resp. jak velký obchod musí být učiněn, aby dokázal posunout cenu daného aktiva. Každý případ se musí posuzovat individuálně.

Cena aktiva se odvíjí od očekávání investorů, kteří investovali do tohoto aktiva, že jim v budoucnu přinese zisk. Pokud investoři získají např. vnitřní informaci o tomto aktivu, že v budoucnu se cena zvýší, nakoupí na základě této informace více aktiv. Regulace proto upravuje tyto situace a zakazuje investorům, kteří mají nezveřejněnou vnitřní informaci, aby se zdrželi jakéhokoliv obchodování na jejím základě. Manipulátor na druhou stranu nemá k dispozici vnitřní informaci, kterou by mohl využít, ale snaží se z ničeho přesvědčit ostatní investory, že se tady nějaká informace existuje, která zapříčiní nebo zapříčiňuje růst ceny aktiva, a tedy že nákup tohoto aktiva je informovaným lukrativním tahem.

Manipulace jako taková je obecně chápána v pejorativním slova smyslu a představujeme si pod ní právě zmíněný škodlivý efekt na finanční trhy. V tomto smyslu je vnímána i regulátory a zákonodárci. Dává proto menší smysl se zabývat otázkou, zda manipulaci s trhem zakázat nebo ne, jak to jde např. u užití vnitřní informace; spíš bychom se mohli zamyslet nad definičními aspekty manipulace s trhem. Zákaz manipulace s trhem přesto není zcela samozřejmý. Existují i názory, že by měla být vysoká tolerance a možnost obchodníků, aby působili na trhu dle svého uvážení. Pokud obchodník dokáže vytvořit zkreslenou cenu, trh bude reagovat proti této ceně a bude cenu tím tak vyrovnávat. Manipulace tak může být sama o sobě nejlepším lékem a na hojně spekulovaných trzích jdou tržní vyrovnávací síly proti manipulaci.²⁴ Pro manipulaci musí být spekulativní prostředí, neboť pro dlouhodobé investory nejsou výkyvy cen zásadní.

Někteří autoři dále tvrdí, že objektivní definice manipulace neexistuje, neboť při objektivní definici manipulace vždy narazíme na problém. Jedná se tedy především o subjektivní definici, ve které hraje velkou roli úmysl jednajícího. O manipulaci se jedná jen tehdy, když jde o ziskový obchod se „špatným“ úmyslem jednajícího. Ten je mnohdy těžké zjistit, mj. proto, že narazíme na problém v podobě vlastnického práva k informaci. Pokud nejde o opodstatněné důvody, nemá obchodník povinnost zveřejnit protistraně informaci, která ho motivovala k provedení obchodu, tedy informaci o tom, s jakým úmyslem provedl obchod. Povinnost zveřejnit informaci by znamenala, že obchodníci nebudou mít popud hledat takové informace, které jim dají výhodu, tedy informace vypovídající o hodnotě daného aktiva, které je předmětem obchodu. To by mělo pro trh, který je závislý na změně cen na základě nových informací, neblahý účinek. Obchodníci proto musí

23 FISCHER, Daniel R. a ROSS, David J., *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, Harvard law review, CAMBRIDGE: Harvard Law Review Association, 1991, 105(2), ISSN 0017-811X, str. 512-513.

24 MARKHAM, M. E., *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E.Sharpe, 2015, ISBN 1-317-46636-5, str. 205.

mít možnost nezveřejňovat všechny informace, které mají souvislost s obchodem. Zjistit úmysl manipulátora je tedy značně náročné.

Obecně ale pokud manipulátor obchoduje ve zlé víře s úmyslem manipulovat, pokouší se tak pohnout s cenou určitého aktiva, která by se dle něj jinak nepohnula. Pokud se cenová hladina v daném případě nepohne, je otázkou, jak poznat nekalé jednání neúspěšného manipulátora. Pokud se jedná opravdu pouze o pokus o manipulaci bez vytvoření např. umělé ceny, činil manipulátor v podstatě pouze běžné obchody, což je zdánlivě zcela v pořádku. Jediným rozdílem je úmysl jednajícího, což je zase těžké dokazovat. Něco jiného nastává, pokud manipulátor učiní např. zjevně nepravdivé prohlášení. Na každý pád je otázka dokazování v případech manipulace s trhem velmi náročná, mj. proto, že lze často přijít pouze na ty případy, kdy vznikla škoda. Pokud se manipulátorovi manipulace nepodaří, ale přesto se o manipulaci s tím úmyslem pokusil, není často stíhán, protože se jeho aktivita může jevit na první pohled jako legitimní obchodování.

Zároveň nemůžeme ani říci, že se jedná o manipulaci, když jde pouze o umělou změnu v ceně. Existují případy, kdy je umělá změna ceny zcela legitimní. Jde například o případy, kdy společnost skoupí své vlastní akcie, čímž dá najevo, že jsou její akcie podhodnocené. V takové situaci hýbe nakupování cenou „správným“ směrem, takový pohyb tedy nelze označit za „umělý“. Znaky manipulace jako takové jsou: 1) úmysl manipulátora posunout cenu aktiva určitým směrem; 2) manipulátor věří, že cena by se za normálních okolností daným směrem nepohnula; a 3) následný profit pochází čistě z manipulátorovy schopnosti pohnout cenou, nikoliv z jeho cenných informací o daném aktivu.²⁵

K manipulaci obvykle dochází, když je cena záměrně zkreslována na úroveň, kde by nebyla, kdyby převládly „obyčejné“ síly nabídky a poptávky.²⁶

Všechny moderní ekonomiky dnešního světa manipulaci s trhem více či méně zakazují. S dnešní provázaností ekonomik ani není jiného zbyetí, neboť bez daného zákazu by důvěra v takový trh, a tedy i investice do dané země, klesla.

25 FISCHER, Daniel R. a ROSS, David J., *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, Harvard law review, CAMBRIDGE: Harvard Law Review Association, 1991, 105(2), ISSN 0017-811X, str. 508-510.

26 HIERONYMUS, Thomas A., *MANIPULATION IN COMMODITY FUTURES TRADING: TOWARD A DEFINITION*, Hofstra law review, Hempstead, N.Y: Hofstra University School of Law, 1977, str. 45.

3. Historie manipulace s trhem

Prapůvodní počátky snah státních či městských celků o omezení ovlivňování cen můžeme vystopovat do starověku. Již Ptolemaios I. měl za své vlády v roce 306 př. n. l. kontrolu nad správou veškerého obilí a všechny ceny obilí byly z nařízení fixní. Staří Athéňané, kteří byli na dovozu obilí závislí, regulovali veškeré aspekty obchodu s obilím. V roce 386 př.n.l. byla skupina Athéňanů souzena za zločin "hromadění a tajných dohod".²⁷ V roce 483 východořímský císař Zeno vydal dekret pro Konstantinopolskou praetorskou prefekturu, ve které zakazuje manipulaci s trhem komodit. Na začátku 7. století zakotvil islám zákaz spekulace jako jeden ze svých principů.

Na počátku 60. let 13. století zažila Anglie velkou fluktuaci cen, která vyústila v hladomor s mnoha oběťmi. V reakci na to vyhlásil anglický král Jindřich III. zákon, kterým zafixoval ceny různých komodit, aby zabránil spekulacím. Spekulantům hrozila sankce pranýřování ve městě. Dokonce bylo pak na jedno desetiletí ve 14. století spekulativní skupování komodit zakázáno pod trestem smrti, přestože žádný takový trest vykonán nebyl. Později se ukázalo, že zákazy a kontroly cen jsou neproveditelné a nevytížitelné. Anglie se postupně nakonec dostala do bodu, kdy uznala význam spekulantů pro určení cen komodit. Do roku 1844 odvolal britský parlament zákazy týkající se spekulativních nákupů. Odvolání zákazu se samozřejmě nevztahovalo na vědomé podvodné jednání spočívající v šíření falešných informací s cílem zvýšit nebo snížit cenu komodit.²⁸

Podobně si po založení Amsterdamské burzy na začátku 17. století obchodníci s cennými papíry uvědomili výhodnost manipulace s trhem, díky které mohli dosáhnout vyšších zisků. Klasickým příkladem může být šíření falešných zpráv (v té době např. o tom, že lodě s nákladem nedoplují do přístavu), což vyvolalo paniku. Investoři chtěli své aktiva prodat, čímž klesla jejich cena, obchodníci je mohli levně skoupit a po obnovení původní ceny aktiva je zase prodat. Tento typ manipulace se rozšířil po všech burzovních trzích. V některých zemích byly tyto praktiky prohlášeny za nezákonné.²⁹

Jako ukázkový příklad pak lze uvést případ z roku 1814, kdy se Charles Random De Berenger domluvil s dalšími 5 spolupachateli a společně začali rozšiřovat zprávy o tom, že vládce Francie (císař Napoleon) byl poražen a že v krátké době bude uzavřen mír. Důsledek této klamavé zprávy byl ten, že, než byla tato klamavá zpráva vyvrácena, lidé rychle skupovali státní dluhopisy, čímž jejich cena vzrostla. Charles Random De Berenger a ostatní využili situace a prodali dluhopisy, které nakoupili pouze týden předem. Soud je shledal vinnými a odsoudil k vězení spolu s peněžitými tresty.³⁰

27 PRAKASH, Adam, *Safeguarding Food Security in Volatile Global Markets*, Food and Agriculture Organization of the United Nations, 2011, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: <http://www.fao.org/3/i2107e/i2107e.pdf>.

28 Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation, str. 9-12.

29 ALLEN, Franklin a GALE, Douglas, *Stock Price Manipulation*, The Review of Financial Studies, 5. svazek, 3. vydání, 1992, str. 2, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z:

<http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/stock.pdf>.

30 GURNEY, William Brodie, *The trial of Charles Random de Berenger, Sir Thomas Cochrane, commonly called Lord*

Ve 20. století začaly státy konečně adresovat problémy spojené s manipulací a vydaly řady zákonů. V USA můžeme hovořit především o *Securities Exchange Act* z roku 1934 (dále jen „SEA“)³¹ Po velké hospodářské krizi v roce 1929 se hledaly příčiny krize a za jednu z nich byla některými považována i přílišná spekulace, což se projelo právě ve výše zmíněných zákonech. Článek 9 a 10 písm. b) SEA tvoří základ pro zákaz manipulace s trhem, přestože manipulace jako taková není přesně definována. Článek 10(b) SEA byl obecný a zmocňoval *Komisi pro kontrolu cenných papírů Spojených států* (dále jen „SEC“) k vydání podrobnějších pravidel. To se stalo roku 1942 v podobě známého pravidla 10b-5.³² Toto pravidlo (spolu s článkem 10(b)) a článek 9 SEA jsou základními kameny obecné právní úpravy proti podvodům, pod kterou spadá i manipulace s finančním trhem.

Ve Spojeném království roku 1939 vznikl zákon,³³ který obdobně směřoval na obecnou úpravu zákazu proti podvodu na kapitálových trzích. Zákon manipulaci s trhem výslovně neupravoval, ale kriminalizoval podvodné, zavádějící, klamavé nebo nepravdivé sliby, prohlášení a prognózy, které vyvolaly nebo se pokusily vyvolat investice na finančním trhu. Stejnou úpravu měl i jeho nástupce z roku 1958. V roce 1986 se úprava rozšířila se zákonem *Financial Services Act of 1986* o non-verbální dezinformace, ale až roku 2000 s přijetím *Financial Services and Market Act 2000*³⁴ dostala VB výslovnou úpravu zneužití trhu, tj. 1) obchodování zasvěcených osob, a 2) manipulace s trhem. K tomu zákon ještě upravoval narušení trhu.³⁵

Jak je vidět, vzrůstal význam finančních, zejména kapitálových trhů s časem. Čím dál více subjektů se zapojovalo do obchodování na finančních trzích a stále více byla využívána možnost získání finančních prostředků pro financování vlastních projektů. Čím více subjektů je závislých na správném fungování těchto trhů, tím důležitější je správná regulace těchto trhů.

3.1 Historie manipulace v EU

Obecně můžeme říci, že úprava manipulace s finančním trhem je v Evropě poměrně mladá. V severních zemích se úprava zákazu manipulace objevila až v 90. letech minulého století.³⁶ V ČR, pravděpodobně kvůli menšímu a ne tolik rozvinutému trhu (oproti např. UK nebo USA),

Cochrane, the Hon. Andrew Cochrane Johnstone, Richard Gathorne Butt, Ralph Sandom, Alexander M'Rae, John Peter Holloway, and Henry Lyte for a conspiracy: in the Court of King's Bench, Guildhall, on Wednesday the 8th, and Thursday the 9th of June, 1814, Project Gutenberg, 2007, str. 588–600.

31 *Securities Exchange Act of 1934*, v účinném znění, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z:

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>.

32 Pravidlo 10b-5, 17 CFR 240.10b-5, [online] [cit. 22.9.2022], dostupné z:

<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A#240.10b-5>.

33 Tzv. „Prevention of Fraud (Investments) Act of 1939“.

34 Především článek 118 tohoto zákona.

35 BERGÞÓRSSON, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?*, Boston: BRILL, 2018, ISBN 9004366644, str. 51-52.

36 S výjimkou Finska s aplikovatelnou úpravou již od roku 1985. Z BERGÞÓRSSON, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?*, Boston: BRILL, 2018, str. 53.

neexistovala výslovná úprava manipulace až do roku 2004. Došlo k ní až díky vstupu ČR do Evropské unie skrze implementaci směrnice o zneužívání trhu (dále jen „**MAD 2003**“)³⁷.

Počátek snahy harmonizace právní úpravy manipulace s finančním trhem v EU lze spatřit v Evropském kodexu chování (*European code of conduct*).³⁸ Jedná se o tzv. *soft law*, nezávazné doporučení Evropské komise. V tomto kodexu se nachází 6 obecných a několik dalších doplňujících principů. Doplňující principy se výslovně týkaly i manipulace s trhem, např. stanovovaly, že finanční zprostředkovatelé se nesmí zapojovat do manipulací, které narušují normální fungování trhu, a pokud se o takovém jednání dozví, musí učinit nezbytné kroky k jejímu zmaření a neprodleně informovat kompetentní orgány. Komise se tak snaží přimět členské státy EU k tomu, aby zajistily, aby ti, kdo operují na trhu s cennými papíry, dodržovali principy kodexu.

V roce 1985 byla publikována Bílá kniha,³⁹ která obsahovala návrhy opatření, které je třeba přijmout k vytvoření jednotného trhu. Základními principy Bílé knihy jsou kontrola domovského státu a vzájemné uznávání národních pravidel. V návaznosti na to byla přijata směrnice z roku 1989 o obchodování zasvěcené osoby,⁴⁰ která mj. definovala vnitřní informaci, zakázala obchodování zasvěcené osoby a stanovila povinnost zveřejnit vnitřní informaci, kterou vlastní, 3. straně.

Zneužitím trhu se v EU obecně rozumí 1) obchodování zasvěcené osoby a 2) manipulace s trhem. Směrnicí z roku 1989 se EU pokusila zharmonizovat úpravu 1. části zneužití trhu. Směrnice však neupravovala manipulaci s trhem. To se ukázalo jako problém např. v případě *Georgakis*.⁴¹ Pan Georgakis a členové jeho rodiny byli hlavními akcionáři a členové představenstva společnosti Parnassos a zároveň zasedali v představenstvu společnosti Atemke. Aby podpořili cenu akcií, rozhodli se uskutečnit několik operací prodeje, nákupu a zpětného odkupu akcií mezi těmito dvěma společnostmi. Soud zde výslovně stanovil, že zmíněná směrnice se týká obchodování zasvěcených osob, nikoliv však manipulace s trhem, resp. zmíněné tržní operace.⁴²

Evropská komise roku 1999 představila svůj Akční plán v oblasti finančních služeb (dále jen „**FSAP**“).⁴³ Mimo jiné zde zmínila potřebu vytvořit směrnici týkající se manipulace s trhem. EU si byla vědoma, že integrita trhu a důvěra investorů ve finanční trhy patří mezi nesporné cíle jednotného trhu, a proto přijala směrnici MAD 2003, která jako první evropská směrnice harmonizuje manipulaci s trhem v EU: „*Cíl právních předpisů proti manipulaci s trhem je: zajistit*

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

38 Doporučení Komise 77/534/EHS ze dne 25. července 1977, kterým se stanoví Evropský kodex chování v oblasti transakcí s cennými papíry, [online]. [cit. 21.9.2022], dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31977H0534>.

39 Tzv. „*Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985) COM(85) 310*“.

40 Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing.

41 Rozsudek Soudního dvora ze dne 10. května 2007, C-391/04, ve věci *Ypourgos Oikonomikon and Proïstamenos DOY Amfissas v Charilaos Georgakis*.

42 Tamtéž, bod 41-42.

43 Tzv. „*Financial Services Action Plan*“.

*integritu finančních trhů Společenství a zvýšit důvěru investorů v tyto trhy. ... Jednotná směrnice zajistí v celém Společenství stejný rámec pro rozdělení odpovědností, uplatňování pravidel a spolupráci.*⁴⁴

Právě důvěra investorů ve finanční trhy jsou alfou a omegou finanční regulace. Jak zmiňuje soudní dvůr EU v případě *Alpine Investments*: „*Finanční trhy hrají důležitou roli ve financování hospodářských činitelů a vzhledem ke spekulativní povaze a složitosti komoditních termínových smluv je jejich dobré fungování do značné míry závislé na důvěře, kterou vzbuzují u investorů. Tato důvěra je zejména podmíněna existencí profesních právních předpisů směřujících k zajištění odborné způsobilosti a loajality finančních zprostředkovatelů, na nichž jsou investoři zvláště závislí.*“⁴⁵ Vzhledem k provázanosti finanční trhů obecně bylo nutné vytvořit harmonizovanou legislativu, která zajistí jednotný systém zabraňující tržnímu selhání. Obchodování zasvěcených osob stejně jako manipulace s trhem se řadí mezi tržní selhání, která vedou k neefektivní alokaci zdrojů.⁴⁶

ČR neměla před implementací MAD 2003 jednotnou úpravu manipulace s trhem, měla spíše jen ojedinělá pravidla, např. pravidla vztahující se na obchodníky s cennými papíry.⁴⁷ Definici manipulace se snažila poskytnout česká Komise pro cenné papíry např. v rozhodnutí sp. zn. KCP/13/2003: „*Manipulace kurzem*“, či „*tržní manipulace*“ je jednání, které je způsobilé zkreslit představu účastníků kapitálového trhu o hodnotě investičního instrumentu, jenž je nebo má být přijat k obchodování na veřejném trhu, o nabídce tohoto instrumentu nebo poptávce po něm, anebo jiným způsobem deformovat kurs tohoto instrumentu.“ Manipulace s trhem dle MAD 2003 se v ČR implementovala do nově přijatého ZPKT, čímž byl v českém právním prostředí nově přímo definován pojem a stanoven zákaz manipulace s trhem, a to v § 126 ZPKT. Česká definice v ZPKT se stejně jako MAD 2003 inspirovala Americkou úpravou.⁴⁸ Manipulací se myslelo zkreslení představy účastníků kapitálového trhu o hodnotě, nabídce nebo poptávce po investičním nástroji nebo zkreslení kurzu investičního nástroje. Tento paragraf prošel vývojem; nejprve chyběla i úprava uznávaných tržních postupů, která byla záhy doplněna.

Pro regulaci finančních trhů je třeba i zmínit přijetí směrnice MIFID I. Tato směrnice, přijatá až rok po MAD 2003, zavedla nový systém obchodování, a sice MTF (viz výše). Na MTF se nevztahoval dosavadní zákaz manipulace. MIFID I měl nadto mnohem širší definici finančních

44 MAD 2003, recitál 12.

45 Rozsudek Soudního dvora ze dne 10. května 1995, C-391/04, ve věci *Alpine Investments BV v Minister van Financiën*, bod 42.

46 HERLIN-KARNELL, Ester a RYDER, Nicholas, *Market manipulation and insider trading: regulatory challenges in the United States of America, the European Union and the United Kingdom*, Oxford: Hart Publishing, 2019, ISBN 1-5099-0310-0, str. 20-21.

47 Např. § 47b odst. 1 písm. b) zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, zněl: *Obchodník s cennými papíry je povinen: vykonávat svou činnost tak, aby nedocházelo k narušení průhlednosti finančního trhu, zejména nesmí činit žádné úkony směřující k manipulaci s cenami cenných papírů,*

48 HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*, Praha: C.H. Beck, 2012, § 126, poznámka pod čarou 554.

instrumentů, než jaká byla v MAD 2003, např. zahrnovala určité typy finančních derivátů.⁴⁹

Od přijetí MIFID I se finanční trhy začaly vyvíjet takovým směrem, že začalo být jasné, že stávající regulace zákazu manipulace s trhem je nedostatečná. Stále více obchodů bylo prováděno na MTF či jiných obdobných systémech obchodování a ty získávaly na významu, neboť s více investory přicházelo i více kapitálu a likvidity. Pokud se obchod odehrál na MTF nebo pokud šlo o mimoburzovní obchody,⁵⁰ nevztahoval se na ně zákaz. To ostatně uváděla i MAR v recitálu 8: *„Oblast působnosti směrnice 2003/6/ES se zaměřila na finanční nástroje, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu nebo pro něž byla podána žádost o přijetí k obchodování na těchto trzích. V posledních letech se nicméně stále více finančních nástrojů obchodovalo v mnohostranných obchodních systémech.“* Zároveň mohlo být dosaženo manipulace využitím souvisejících finančních instrumentů, které nespádaly do definice dle MAD 2003. Konečně se zákaz manipulace nevztahoval ani na komodity, a tedy ani na trhy komoditními deriváty. Investor, který měl např. deriváty s obilím, mohl ovlivnit cenu obilí jejím prostým skupováním. Tím by vyhnal cenu nahoru a profitoval z následného prodeje derivátů.⁵¹ To muselo být následně napraveno nadcházejícím nařízením.

49 BERGÞÓRSSON, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?*, Boston: BRILL, 2018, ISBN 9004366644, str. 68.

50 Z angličtiny „over-the-counter“.

51 BERGÞÓRSSON, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?*, Boston: BRILL, 2018, ISBN 9004366644, str. 68-70.

4. Lamfalussyho proces a legislativní rámec EU pro finanční trh

Pro celkové pochopení právního režimu EU ve vztahu k tržní manipulaci, je třeba znát Lamfalussyho proces. Protože finanční trh dokáže na nastalé společenské změny reagovat velice rychle, je třeba, aby na sebe případná právní úprava nedala dlouho čekat. Obzvláště manipulátoři dokáží rychle využít mezery v právu, proto musí být finanční úprava, která na manipulaci reaguje, přijata co nejrychleji.

Již směrnice MAD 2003 byla přijata Lamfalussyho procesem. Tento proces byl představen Komisí v rámci FSAP a reagoval na fakt, že regulační rámec a proces přijímání směrnic a nařízení je příliš rigidní, komplexní a zdlouhavý a že není v případě finanční regulace nevybaven k tomu, aby čelil rychle se rozvíjícímu finančnímu trhu. Trvalo v průměru 3 roky, ale někdy i mnohem déle, než bylo dohodnuto znění směrnice nebo nařízení. Tento problém byl obzvláště tíživý pro finanční sektor, který se rychle mění. S rozvíjejícími se technologiemi obchodníci přicházeli s novými možnostmi obchodování, ale zároveň i s možnostmi, jak trh manipulovat. V případě, že by evropská reakce přišla až 3 roky po výskytu manipulací, by byla silně narušena integrita trhu a důvěra v něj. Komise proto ustavila „Výbor moudrých“ předsedáný Alexandrem Lamfalussym, která rozpracovala zprávu (tzv. a dále jen „Lamfalussyho zpráva“)⁵² k vyřešení tohoto problému.

Proces, který zpráva navrhovala a který byl později přijat, se nazývá Lamfalussyho proces. Kromě tohoto procesu na doporučení Výboru moudrých byla vytvořena i instituce CESR, která od Lisabonské smlouvy byla nahrazena ESMA. Lamfalussyho proces se rozděluje na 4 úrovně:

1. úroveň obsahuje pouze rámcové akty a základní principy navrhované regulace. Je založena dle článku 294 Smlouvy o fungování Evropské unie (dále jen „SFEU“) na běžném legislativním procesu. Začíná návrhem Komise Evropskému parlamentu a Radě. Proces je založen na paritě obou institucí, přímo voleným parlamentem a Radou, která představuje reprezentaci vlád členských států. Na úrovni 1 by měl být specifikován rozsah implementujících prováděcích předpisů úrovně 2.

Na 2. úrovni implementuje Komise detailní a technická pravidla ve spolupráci s odborníky v daných oborech. Běžný legislativní postup by byl pro tuto úroveň příliš pomalý, proto je Komise v mezích primárního práva zmocněna k vytvoření těchto prováděcích aktů. Nejedná se však o „bianko šek“ Komise, neboť návrhy Komise podléhají schválení výborů složených ze zástupců členských států.⁵³ Na 2. úrovni jsou přijímány též implementující směrnice, např. implementující směrnice k MAD 2003, která rozpracovává definice manipulace s trhem.⁵⁴

52 Závěrečná zpráva Výboru moudrých o regulaci evropského trhu s cennými papíry (z angl. Final report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets), Předseda Alexandre Lamfalussy, Brusel, 15. 2. 2001, [online] [cit. 23.9.2022], dostupné z:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf.

53 BERGÞÓRSSON, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?*, Boston: BRILL, 2018, ISBN 9004366644, str. 26-31.

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

Úroveň 2 prošla několika změnami. Ta nejhlavnější byla po přijetí Lisabonské smlouvy v roce 2009 a vytvoření ESMA, která nahradila CESR⁵⁵, tj. výbor, který se zabýval evropskou regulací cenných papírů a jejíž hlavní cíle jsou ochrana investorů, řádné fungování trhů a finanční stabilita.⁵⁶ S přijetím Lisabonské smlouvy se vytvořilo rozlišení pro přijímání aktů v přenesené působnosti (čl. 290 SFEU) a pro prováděcí akty (čl. 291 SFEU). Rozdělení spočívá v dělení aktů na 1) legislativní – akty v přenesené působnosti, které mění nebo doplňují některé méně podstatné prvky legislativního aktu⁵⁷ z úrovně 1; a na 2) akty spíše exekutivní – prováděcí akty, které implementují bez úprav akty z úrovně 1. Přestože poradní proces s výbory se odehrává pouze u aktů v přenesené působnosti, tedy u legislativních aktů, Komise formálně jedná sama. Nicméně běžně ESMA vstupuje do procesu jako poradní orgán s technickými záležitostmi, což usnadňuje celý proces, jelikož Komise může navrhnout a schválit návrh, pokud nejsou námitky ze strany Evropského parlamentu nebo Rady.

Nadto může ESMA od roku 2010 iniciovat vlastní návrhy v podobě regulačních technických norem a prováděcích technických norem. Obě normy mají stejný charakter jako akty v přenesené působnosti a prováděcí akty.⁵⁸ Komise musí návrh schválit a pozměňovat je může jen ve výjimečných případech, vyžaduje-li to zájem EU.⁵⁹

V úrovni 3 se jedná o nezávislé obecné pokyny a doporučení vydávané ESMA, dříve vydávané CESR. Tato stanoviska mají velký význam pro interpretování pravidel z úrovně 1 a 2. Přestože jsou nezávazné, považovaly je některé členské státy dokonce za „morálně“ závazné; v praxi jsou tato stanoviska tedy více než pouhá příručka k interpretaci.⁶⁰ S příchodem ESMA nařízení bylo v čl. 16 zakotveno, že ESMA vydává obecné pokyny a doporučení, a to na bázi pravidla „dodržuj nebo vysvětli“. Do dvou měsíců od vydání obecných pokynů musí příslušný orgán potvrdit, že se danými pravidly řídí nebo hodlá řídit, případně uvést důvody, proč tak činit nebude. Role ESMA je tak nesmírně důležitá pro správné fungování finančních trhů, neboť skrze pokyny a doporučení jednotí a vysvětluje pravidla v EU. To by pravděpodobně absentovalo, pokud by měla pouze ČNB na starosti manipulaci s trhem, jednak proto, že případů manipulace s trhem nebylo v České republice mnoho, takže by tomu nemusela přikládat velkou váhu a nadto by neměla takovou expertízu jako ESMA, která může přímo čerpat ze zkušeností všech členských států EU, a jednak proto, že se svým širokým záběrem kompetencí by ČNB nemusela mít dostatečnou kapacitu

55 Z angličtiny „Committee of European Securities Regulators“.

56 *Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA)*, [online] [cit. 26.9.2022], dostupné z: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma_cs.

57 Článek 290 odst. 1 SFEU.

58 BERGÞÓRSSON, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?*, Boston: BRILL, 2018, ISBN 9004366644, str. 32-36.

59 Článek 10 odst. 1 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES.

60 BERGÞÓRSSON, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?*, Boston: BRILL, 2018, ISBN 9004366644, str. 43.

se dané problematice do detailu věnovat.

Dobrý relevantní příklad úrovně 3 je soubor pokynů a informací pro společné fungování směrnice MAD 2003.⁶¹ Zde CESR mj. stanovil několik případů, které jsou považovány za manipulaci s trhem. Je zcela zřejmé, že v případě soudního řízení by tyto pokyny měly silnou autoritativní váhu. To bude platit obzvláště v ČR, kde judikatura není dosud tak početná.

Na úrovni 4 se jedná o kontrolu a dohled Komise a ESMA nad implementací aktů a legislativy v jednotlivých členských státech. Samotný dohled nad finančními trhy zůstává v kompetenci členských států – v ČR jej tak vykonává ČNB. ESMA nadto dle čl. 31 ESMA nařízení plní koordinační funkci mezi příslušnými orgány.

⁶¹ Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CESR, Ref: CESR/04-505b, [online] [cit. 26.9.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf.

5. Nařízení MAR

Kvůli nedostatkům MAD 2003, zmíněným mj. v kapitole 3 této práce, byla směrnice MAD 2003 nahrazena v roce 2014, resp. v roce 2016 MAR. Již 20. dubna 2009 Komise zahájila výzvu k předložení důkazů k přezkumu MAD 2003,⁶² protože finanční krize z let 2007-2009 dala podnět k přezkoumání a přehodnocení mnoha aspektů finanční regulace.

20. října 2011 byl Komisi předložen návrh MAR. Návrh byl po skandálech LIBOR a manipulacích s referenčními hodnotami, které budou dále rozebrány v kapitole 6.1.4 této práce, pozměněn v červenci 2012, aby nařízení na tyto skandály reagovalo a pro příště těmto manipulacím zabránilo. Finální návrh MAR byl přijat 16. dubna 2014 společně se směrnicí o zneužívání trhu (dále jen „MAD“).⁶³ Jádrem manipulace s trhem v EU je článek 12 MAR, který ji upravuje.⁶⁴

MAR je nařízení, a proto je v celém rozsahu právně závazné a přímo aplikovatelné v členských státech. V ČR upravoval manipulaci s trhem výše zmíněný § 126 ZPKT. Tento paragraf zůstal v ZPKT až do 3. ledna 2018, kdy byl novelou zákona zrušen.⁶⁵ Přestože zůstal v zákoně, jednalo se o neplatný paragraf, který by nebyl aplikován v případě kolize evropského a českého práva.⁶⁶

5.1 Srovnání původního znění a současné úpravy

Za prvé je třeba si uvědomit, že přímá aplikovatelnost v členských státech přinesla vyšší harmonizaci do EU v oblasti manipulace s trhem. Úprava tak nemusí být závislá na implementaci a správné interpretaci členskými státy, čímž se zamezí vzniku možných vnitrostátních požadavků vzniklých právě implementací. Jelikož absence manipulace s trhem je pro integritu finančních trhů esenciální, je nutno hodnotit přechod ze směrnice k nařízení jako pozitivní.

Jednou z nejvýznamnějších věcí, které MAR jako takový přinesl, je, že rozšířil zákaz manipulace z původních regulovaných trhů i na MTF a OTF, čímž zhojil nedostatky, které měla MAD 2003. Jak uvádí recitál 8 MAR: „Působnost tohoto nařízení by proto měla zahrnovat všechny finanční nástroje obchodované na regulovaném trhu v mnohostranných obchodních systémech nebo a na jakékoliv jiné jednání nebo činnosti, které mohou mít vliv na takové finanční nástroje, bez ohledu na to, zda probíhají v obchodním systému či nikoli. ... To by mělo zlepšit ochranu investorů, zachovat integritu trhů a zajistit, aby byla zneužívání trhu s těmito nástroji jednoznačně zakázána.“

Přestože zákaz manipulace je stejný, pojem a znaky manipulace, které budou v práci dále

62 Evropská komise, *Financial services: Commission launches call for evidence on review of Market Abuse Directive*, IP/09/600, tisková zpráva, 2009, [online] [cit. 27.9.2022], dostupné z: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/cs/IP_09_600.

63 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu).

64 Viz příloha I této práce.

65 Zákon č. 204/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony.

66 Viz případy Evropského soudního dvora *Costa vs. E.N.E.L*, věc 6-64, a *Van Gent En Loos*, věc 26/62.

rozvedeny, se liší. MAR reagoval na LIBOR skandál a oproti MAD 2003 zavádí i zákaz manipulace s referenční hodnotou. Dále rozšiřuje zákaz manipulace o vysokofrekvenční obchodování, více rozvádí výjimky pro novinářskou činnost, přímo zakazuje i pokus o manipulaci a další. Přesun od směrnice k nařízení dále zajišťuje jednotnější rámec pravidel. Zabezpečuje tedy, aby pravidla byla jednotně aplikovatelná napříč EU a aby nedocházelo k přelivu manipulace mezi jednotlivé státy, které budou nejmírněji implementovat pravidla směrnice.

ČNB však nepřijala MAR příliš vřele. Ve svém stanovisku ze dne 16. listopadu 2011 uvádí, že nevidí důvod pro přijetí nařízení MAR. Vychází z toho, že z provedené studie a konzultačního materiálu nevycházelo, že by směrnice byla nevyhovující, navrhnuťo bylo pouze pár změn, mj. rozšíření působnosti na MTF. Uvádí, že obavy z rozdílné regulace jsou příliš obecné, málo přesvědčivé, a především nepodložené žádnými fakty. Dále se ČNB nelíbí přenos pravomocí na Komisi a ESMA, která bude vydávat delegované akty.⁶⁷

Podstatným faktem ale zůstává, že MAR rozšiřuje zákaz i na rozvíjející se trhy OTF a MTF. Jelikož se manipulace začala přelévat i do jiných oblastí, je pro zajištění důvěry v trhy obecně nezbytné, aby MAR nově pokrýval i tyto trhy, čímž se snaží zamezit, aby se manipulace jednoduše přesunula sem. Ani v dalších bodech nelze s ČNB souhlasit, protože ESMA působí jako styčný bod pro všechny členské státy. Vzhledem k tomu, že k manipulaci často dochází přeshraničně, je na místě mít kromě příslušných regulačních orgánů i ESMA, která může zaštitovat celé území EU. Komise vydala několik právních aktů, které detailněji upravují zákazy manipulace a jsou klíčové pro správné fungování trhů. S § 126 ZPKT byla sice manipulace zakázána, ale jednalo se o přesprilíš obecný zákaz, který by mohl odrazovat potenciální účastníky trhu od participace na trhu. Pokud existují jasně nebo alespoň jasněji daná pravidla, co už spadá do kategorie manipulace s trhem, je pro účastníky trhu méně odrazující účastnit se finančních operací. Pokud bude manipulace mít přesah i do dalších členských států, je vzájemná kooperace mezi příslušnými domácími orgány a ESMA navíc velice užitečná a efektivní. Řešit problematiku manipulace s trhem na evropské úrovni umožňuje EU sesbírat poznatky ze všech členských zemí a vytvořit komplexní všeobjímající rámec regulace proti manipulaci. Dále je nutno podotknout, že se zrušením § 126 ZPKT jsou ustanovení MAR o manipulaci s trhem, spolu s prováděcími akty a doporučeními ESMA, zdaleka nejkomplexnější a nejdetailnější úpravou manipulace, jakou kdy ČR měla. Investorům i finančním trhům je tak poskytována zatím největší ochrana, jakou jim kdy česká právní úprava poskytla.

6. Manipulace s trhem

⁶⁷ Stanovisko ČNB k návrhu nařízení o obchodování zasněčených osob a manipulacích s trhem (MAR, zneužívání trhu) a směrnice o trestních sankcích za obchodování zasněčených osob a manipulace s trhem (DCSMA), 2011, [online] [cit. 6.1.2023], dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/navrh_narizeni_mar_a_navrh_smernice_dcsma_stanovisko_cnb.pdf.

Různé státy přistupují k úpravě manipulace s trhem různě. Amerika na rozdíl od EU nemá pevně stanovenou jednotnou definici v jednom právním předpise, ale zákaz manipulace s trhem se rozvinul až prostřednictvím několika zákonů, soudních rozhodnutí a pravidel SEC. Oproti tomu evropské právo a MAD 2003 měly opačný záměr a jednotná všezahrnující definice manipulace byla uvedena hned v čl. 1. odst. 2. Z něho je pak převzata definice manipulace v MAR. V obou případech se jedná sice o relativně příkladnou, ale velice komplexní definici. První odstavec popisuje 4 kategorie manipulace, které jsou dále rozvinuty. Příloha I k MAR stanovuje demonstrativní výčet ukazatelů týkajících se prvních dvou kategorií manipulace a jednání uvedená v čl. 12 odst. 2 MAR. Tyto ukazatele dále upřesňuje nařízení Komise v přenesené pravomoci 2016/522⁶⁸ (dále jen „**doplňující nařízení**“) v souladu s odstavcem 5 MAR. Odstavec 4 čl. 12 MAR následně vztahuje odpovědnost i na fyzické osoby, pokud zakázanou činnost konala právnická osoba.

6.1 Kategorie a znaky manipulace s trhem

Manipulaci s trhem dle čl. 12 MAR můžeme rozdělit do několika kategorií:

- 1) dávání nesprávných nebo zavádějících signálů nebo zajišťování ceny na neobvyklé nebo umělé úrovni (čl. 12 odst. 1 písm. a));
- 2) použití fiktivních prostředků nebo klamavého nebo lstivého jednání (čl. 12 odst. 1 písm. b));
- 3) manipulaci založenou na šíření informací (čl. 12 odst. 1 písm. c));
- 4) manipulaci založenou na referenční hodnotě (čl. 12 odst. 1 písm. d)).

6.1.1 Manipulace založená na signálech a umělé úrovni cen

K této manipulaci postačí zadání pokynů nebo uzavření obchodu; jejich následná exekuce není vyžadována. To se vztahuje na burzovní i na mimoburzovní transakce, stejně tak jako na následné pokyny, jejich modifikace nebo i zrušení již započatého příkazu či pokynu. V právní praxi to není typické, obvykle se spojuje jednání s následkem, ale stabilita a integrita finančních trhů je natolik důležitým cílem, že v tomto případě postačí pouhé manipulativní jednání samo o sobě. To ostatně potvrzuje i ČNB v jednom ze svých rozhodnutí: „*Bankovní rada zdůrazňuje, že následek v podobě pohybu kurzu ceny akcií společnosti není znakem skutkové podstaty přestupku manipulace s trhem, proto správní orgán prvního stupně není povinen zkoumat příčinnou souvislost mezi*

68 Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/522 ze dne 17. prosince 2015, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o výjimku pro některé veřejné orgány a centrální banky třetích zemí, ukazatele manipulace s trhem, prahové hodnoty pro zveřejnění, příslušný orgán pro oznamování odložení zveřejnění, povolování obchodů během uzavřeného období a druhy obchodů osob s řídicí pravomocí podléhající oznamovací povinnosti.

*jednáním, které naplnilo skutkovou podstatu manipulace s trhem, a vývojem kurzu*⁶⁹

Manipulace se může vztahovat na konání (uzavření obchodu, zadání pokynu k obchodování) i na nekonání, které je v rozporu s povinností konat u konkrétní obchodní transakce. Takové konání či opomenutí však musí mít za následek určitý efekt, aby mohlo být klasifikováno jako manipulace. Tento efekt se může vyskytnout ve dvou případech:

- a) vyslání nesprávného nebo zavádějícího signálu; a
- b) zajištění ceny na umělé úrovni.

Příloha 1 k MAR, část A, demonstrativně vyjmenovává ukazatele tohoto manipulativního jednání, které je třeba vzít v úvahu při posuzování manipulace, které by ale neměly být samy o sobě považovány za projev manipulace s trhem.

Samotné jednání, např. uzavření obchodní transakce, pokyn k obchodování nebo opomenutí, vyšle nebo s pravděpodobností vyšle signál, který se vztahuje k poptávce, nabídce nebo ceně obchodovaného zboží (nehledě na to, kudy se následně cena vydá). Vyslání signálu se rozumí v širokém slova smyslu. Je tím myšleno, zda by ho běžný účastník trhu vzal v potaz při investičním rozhodování. Tento signál musí být nesprávný nebo zavádějící. Nesprávný signál je takový, který neodpovídá faktům, neodpovídá skutečnosti. Zavádějící signál je takový, který je způsobilý u běžného účastníka trhu vytvořit mylnou představu, a to kvůli způsobu prezentace daných faktů. Za běžného účastníka trhu nebo běžného investora je obecně považován racionální, přiměřeně informovaný, pozorný a kritický aktér na finančních trzích.⁷⁰ Mezi běžné příklady takové manipulace se považuje např. tzv. *wash trading* nebo tzv. *matched orders* (viz níže).

Druhým případem je dosažení umělé ceny jednoho či více finančních nástrojů. K dokonání manipulace postačí, pokud je této abnormální, umělé cenové úrovni dosaženo nebo jí bude pravděpodobně dosaženo. Není třeba, aby se skutečná cena jakkoliv hýbala. Soudní dvůr Evropské unie (dále jen „SDEU“) se v rozhodnutí *IMC Securities BV proti Stichting Autoriteit Financiële Markten* vyjadřoval k této problematice, a to konkrétně k otázce potřeby časového úseku, ve kterém musí být „uměle“ vytvořená cena, aby bylo možné jednání zařadit pod manipulaci s trhem. V tomto případě šlo o to, že banka ABN AMRO dala příkaz k prodeji 5 000 akcií společnosti Wereldhave při dosažení určité úrovně kursu. Společnost IMC si počítala, že se bude jednat o kurz 77,75 EUR, přičemž běžná obchodovatelná cena akcií společnosti Wereldhave se pohybovala okolo 80 až 81,3 eur. Společnost IMC tak učinila 2 fáze: 1. dala skrytý příkaz na nákup 10 000 akcií společnosti Wereldhave při kurzu 73 eur a 2. dala příkaz k prodeji 10 000 akcií s limitem 76,50 eur. Částečné provedení tohoto příkazu zapříčinil pád ceny akcie na 76,50 eur. To způsobilo spuštění zadaného

⁶⁹ Rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2016/142310/CNB/110 ze dne 8. prosince 2016, sp.zn. Sp/2015/414/573, bod 99.

⁷⁰ KALSS, Susanne, *EU market abuse regulation: a commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited The Lyppiatts, 2021, ISBN 1-80088-224-6, str. 170-173.

příkazu k prodeji banky ABN AMRO, což ale zapříčinilo další pád ceny akcií až na cenu 73 eur. Díky této operaci získala společnost IMC během necelé sekundy od ABN AMRO 4 350 akcií společnosti Wereldhave za 73 eur. Nový obchod, resp. nákup akcií, vynesl cenu akcií zpět na původní hodnotu. Za tuto operaci dostala společnost IMC pokutu za manipulaci s trhem, proti které se odvolala. SDEU se k tomu následně vyjádřil, že: „*podmínkou toho, aby bylo možno cenu jednoho nebo několika finančních nástrojů považovat za stanovenou na abnormální nebo umělé úrovni, není, že se tato cena udržuje na abnormální nebo umělé úrovni po určitou dobu.*“⁷¹ SDEU tak v podstatě potvrdil, že pokud se cena finančního nástroje udrží, byť jen na jednu sekundu na abnormální, umělé úrovni, je naplněna podstata manipulace s trhem.

V obou případech se musí jednat alespoň o pravděpodobnou manipulaci, která ale může být opodstatněná, pokud se na uzavření obchodu, zadání pokynu k obchodování nebo jiné jednání vztahuje výjimka ve formě uznávaného tržního postupu dle čl. 13 MAR. Takové jednání je bráno jako legitimní a nevztahuje se na něj zákaz dle čl. 15 MAR (viz kapitola 7.1 této práce).

6.1.2 Použití fiktivních prostředků nebo klamavého nebo lstivého jednání

Čl. 12 odst. 1 písm. b) MAR upravuje manipulaci s trhem při uzavření obchodu, zadání pokynu k obchodování nebo jiném jednání, které používá fiktivní prostředky nebo jinou formu klamavého nebo lstivého jednání. Je zde tedy vyžadováno jednání, které ve svém výsledku vede k ovlivnění ceny aktiva nebo aspoň má potenciál ovlivnit cenu finančního nástroje. Klamavé nebo lstivé jednání je takové jednání, které objektivně dokáže uvést rozumného investora v omyl o skutečných ekonomických okolnostech, zejména o nabídce a poptávce. V tomto případě postačí i samotné opomenutí, aby došlo k manipulaci. V příloze 1 k MAR, části B, jsou demonstrativně stanoveny ukazatele manipulativního jednání v této souvislosti:

- a) *zda pokynům k obchodování zadaným nebo obchodům uskutečněným určitými osobami předchází nebo po nich následuje šíření nepravdivých či zavádějících informací týmiž osobami či osobami s nimi propojenými; a*
- b) *zda jsou určitými osobami zadány pokyny k obchodování nebo uskutečněny obchody předtím nebo poté, co tytéž osoby nebo osoby s nimi propojené vydají nebo rozšíří investiční doporučení, která jsou chybná či zkreslená nebo očividně ovlivněná materiálním zájmem.*

Tento typ manipulace je velice široký, zahrnuje jakékoliv aktivitu nebo jednání, tj. jedná se o univerzální (tj. *catch-all*) ustanovení. Dobrým příkladem tohoto typu manipulace je např. hackerský útok.⁷²

⁷¹ Rozsudek Soudního dvora (druhého senátu) ze dne 7. července 2011, IMC Securities BV proti Stichting Autoriteit Financiële Markten, věc C-445/09.

⁷² KALSS, Susanne, *EU market abuse regulation: a commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham, UK:

6.1.3 Manipulace založenou na informacích

Písm. c) čl. 12 odst. 1 MAR se týká šíření informací. Oproti prvním dvěma jednáním může toto protiprávní šíření informací „být manipulací samo o sobě, aniž by bylo spojeno s jakýmkoliv obchodováním s předmětným finančním nástrojem jak ze strany osoby tuto informaci šířící, tak i osob s ní jakkoliv propojených či jednajících ve vzájemné dohodě“⁷³ To je dáno tím, že rozšiřování nepravdivých nebo zavádějících informací může mít v poměrně krátkém časovém období významný dopad na ceny finančních nástrojů.⁷⁴ Může se jednat o vytvoření zavádějícího dojmu nesprávným zveřejněním cenově citlivé informace, která měla být zveřejněna,⁷⁵ nebo v prostém záměrném zatajení podstatných skutečností.

Samotné jádro tohoto ustanovení se točí kolem jednání v podobě šíření informací, které a) vydávají nebo budou pravděpodobně vydávat nesprávné nebo zavádějící signály; nebo b) které zajišťují nebo pravděpodobně zajistí cenu na neobvyklé nebo umělé úrovni. Informace, které jsou šířeny, nejsou definovány. Tento pojem zahrnuje všechny údaje jakéhokoliv druhu, nejedná se jen o pouhá fakta, ale i o prognózy, zvěsti, názorové výroky. Zvěstmi se rozumí neověřené zprávy, které obsahují nejistou pravdu. I kdyby se jednalo čistě o vymyšlenou fám, bude kvalifikována jako informace dle čl. 12 odst. 1 písm. c) MAR.

Informace je šířena ve chvíli, kdy je reálně zpřístupněna veřejnosti, nebo pokud je pravděpodobné, že bude zpřístupněna veřejnosti. Jelikož se informace šíří velice rychle, mohou být škody investorů i dlouhotrvající, než je odhalen nepravdivý charakter šířené informace. Informace je nesprávná, pokud prezentuje reálné okolnosti jako neexistující nebo naopak neexistující okolnosti jako pravdivé a reálné. Zavádějící informace je taková, která, přestože je obsahově pravdivá, zanechává v příjemci informace nesprávný dojem o popisovaných faktech. Neúplná informace tedy může též být klasifikována jako zavádějící, pokud zanechává nesprávný celkový dojem. ČNB dodává, že pokud osoba šíří takovou informaci omylem, měla takovou situaci neprodleně napravit a rozšířit správnou informaci minimálně stejným způsobem jako rozšířila tu nesprávnou. I zamlčení může být vnímáno jako manipulace s trhem, a to i jen zamlčení vůči některým osobám, stejně jako pozdní rozšíření informace.⁷⁶ Dle MAR však osoba, která tyto informace šíří, ví nebo by měla

Edward Elgar Publishing Limited The Lypiatts, 2021, ISBN 1-80088-224-6, str. 174-175.

73 HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*, Praha: C.H. Beck, 2012, § 126, str. 759.

74 Recitál 47 MAR.

75 Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CESR, Ref: CESR/04-505b, bod. 4.14, [online] [cit. 26.9.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf.

76 ČNB, *Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentnosti*, 2018, [online] [cit. 26.10.2022], dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14>.

vědět, že jsou nepravdivé nebo zavádějící. Na novináře se vztahuje výjimka dle čl. 21 MAR⁷⁷ (viz kapitola 7.3 této práce).

Klasickými příklady je šíření nesprávných nebo zavádějících informací skrze média, např. vydání tiskové zprávy obnášející nesprávnou nebo zavádějící informaci o akcích společnosti kótovaných na regulovaném trhu. Osoba, která takovou informaci vypouští do oběhu, ví, že se jedná o nesprávnou nebo zavádějící informaci a snaží se tím vyvolat mylný dojem. Šíření informací skrze uznávaná média může být obzvláště nebezpečné, protože účastníci trhu spoléhají (a měli by spoléhat) na informace z uznávaných zdrojů. Šířit nesprávné nebo zavádějící informace lze i jinými způsoby než skrze média. Příkladem tohoto jednání může být informace o fyzickém pohybu zásob komodit, který může vytvořit zavádějící dojem ohledně nabídky nebo poptávky po nich.⁷⁸

Obzvláště sociální média představují v dnešní době značné riziko. Přestože poskytují spoustu výhod pro jejich uživatele, je pro podvodníky, kteří se snaží manipulovat trh, užití sociálních sítí velice jednoduché a lákavé. Mohou na nich oslovit velké množství lidí za relativně nízké náklady a nadto mohou jednat skryti, bez odhalení jejich pravé identity. Často začnou šířit fámy na sociálních sítích např. pod založených profilem velice podobným určité společnosti, s daným logem společnosti nebo s referencemi a odkazem na pravé webové stránky společnosti.⁷⁹ Např. americká SEC tak relativně pravidelně vydává varování před možnými podvodnými schémata včetně investování online a manipulace. V roce 2015 ilustroval SEC výše uvedené na případu *SEC v. Craig*.⁸⁰ SEC obvinila pana Craiga z manipulace s cenami dvou veřejně obchodovaných společností tweetováním nepravdivých a zavádějících informací. Pan Craig tweetoval zvěsti, že federální orgány činné v trestním řízení vyšetřují společnosti Audience, Inc. a Sarepta Therapeutics, Inc. K tomu využil schválně vytvořené účty společností zabývající se výzkumem cenných papírů. Tyto akce způsobily, že cena akcií na burze klesla společnosti o 28 %, resp. o 16 %. SEC pak obvinila pana Craiga z porušení článku 10(b) SEA a pravidla 10b-5. Zmíněné fámy způsobily, že investoři přišli o více než 1,5 milion dolarů.

Nejnovější varování o sociálních médiích a manipulaci s trhem je z 29. srpna 2022, kde SEC představuje veřejnosti i možná schémata, o která se mohou manipulátoři snažit, a dále se SEC snaží nabádat veřejnost, aby byla vůči informacím na sociální mediích skeptická a aby identifikovala zdroj informací.⁸¹

⁷⁷ KALSS, Susanne, *EU market abuse regulation: a commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited The Lypiatts, 2021, ISBN 1-80088-224-6, str. 175-176.

⁷⁸ Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CESR, Ref: CESR/04-505b, bod. 4.14 (a) a (b), [online] [cit. 26.9.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf.

⁷⁹ *Update Investor Alert: Social Media and Investing – Stock Rumors*, publikováno 5.11.2015, modifikováno 31. 3. 2022, [online] [cit. 6.10.2022], dostupné z: https://www.sec.gov/oica/investor-alerts-bulletins/ia_rumors.html.

⁸⁰ Securities and Exchange Commission v. James Alan Craig, Civil Action No. 3:15-cv-05076 (N.D. Cal.), [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2015/lr23401.htm>.

⁸¹ SEC, *Social Media and Investment Fraud – Investor Alert*, publikováno 29.8.2022, [online] [cit. 6.10.2022], dostupné z: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor->

I EU v MAR pamatuje na možnou sílu vyřčeného názoru. Jako manipulaci s trhem je dle čl. 12 odst. 2 písm. d) považováno i příležitostné nebo pravidelné využití tradičních i elektronických médií k vyslovení názoru na finanční nástroj, po předchozím nákupu tohoto finančního nástroje a následného těžení z následného prospěchu z vysloveného názoru. Jelikož v dnešní digitalizované době využívají v podstatě všechny vlivné osoby elektronická média v nějaké podobě, je toto ustanovení obzvláště důležité. Je nutno podotknout, že na poli online platform Komise přijala již v říjnu 2022 nařízení o digitálních službách,⁸² které se mj. zabývá nebezpečím možného šíření dezinformací na online platformách. Je tak vidět posun priorit a vnímání důležitosti elektronických médií a především sociálních sítí v dnešní době.

6.1.4 Manipulace založená na referenční hodnotě a LIBOR manipulace

Oproti MAD 2003 upravuje nové ustanovení čl. 12 odst. 1 písm. d) MAR předání nepravdivých anebo zavádějících informací nebo nepravdivých nebo zavádějících vstupních údajů ve vztahu k referenční hodnotě. Pro pochopení tohoto nového ustanovení je třeba pochopit události vedoucí k jeho zakotvení.

LIBOR neboli *London Interbank Offer Rate* (dále jen „**LIBOR**“) je pravděpodobně nejznámější sazbou, a to kvůli manipulaci s ní v roce 2012. Byla představena Britskou bankovní asociací (dále jen „**BBA**“) v roce 1986⁸³ a jedná se referenční sazbu, za jakou jsou si banky ochotny mezi sebou půjčit peníze. Zároveň se jedná o klíčovou referenční sazbu pro některé finanční produkty a navazující deriváty. Používá se jako základ pro vypořádání úrokových sazeb u opčních a futures smluv. Z toho důvodu je nesmírně důležitá jejich nezávislost, tržní princip a univerzálnost. Pro transakce, které užívají LIBOR jako sazbu pro určení nákladů pro výpůjčky, může i jen malé podhodnocení sazby vygenerovat značné transfery bohatství od věřitelů k dlužníkům.⁸⁴ Výpočet této sazby se neodvíjel čistě od skutečných transakcí, ale vybrala se určitá skupina bank a každá banka z této skupiny byla požádána, aby učinila odhad, za kolik si může půjčit od ostatních bank. Z těchto údajů se pak vypočetl průměr, jež činil danou sazbu.⁸⁵

Nařčení z manipulace LIBOR přišla v roce 2008 článkem ve Wall Street Journal, který vedl až k vyšetřování zmíněné manipulace Financial Services Authority (dnes Financial Conduct

[alerts/social-media.](#)

82 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2022/2065 ze dne 19. října 2022 o jednotném trhu digitálních služeb a o změně směrnice 2000/31/ES (nařízení o digitálních službách).

83 GANDHI, Priyank a kol., *Financial Market Misconduct and Public Enforcement: The Case of Libor Manipulation*, Swiss Finance Institute Research Paper No. 17-53, Management Science, 2019, [online] [cit. 6.10.2022], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2342075>.

84 ABRANTES-METZ, Rosa M, Michael KRATEN, Albert D METZ a Gim S SEOW., *Libor manipulation?* Journal of banking & finance Amsterdam: Elsevier B.V, 2012, 36(1), ISSN 0378-4266, kapitola 1.

85 POLÁK, Petr, *Konec éry LIBORů na finančních trzích: Co bude dál?*, 2021, [online] [cit. 6.10.2022], dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Konec-ery-LIBORu-na-financnich-trzich-Co-bude-dal/.

Authority, dále jen „FCA“) ⁸⁶ a následným pokutám ve výši 9 miliard. Úvodní články naznačovaly, že banky manipulovaly LIBOR tak, aby vypadaly méně rizikově. Důvody bank pro manipulaci s referenční sazbou jsou dvojí. Za prvé mohou dané banky manipulovat LIBOR, aby měly benefit z vyšších zisků z jejich produktů, jejichž hodnota se odvíjí od LIBOR. Díky tomu by měli prospěch akcionáři skrze růst ceny akcií bank a manažeři a obchodníci by měli prospěch ze zvýšení jejich platů a bonusů nebo provizí. Druhým způsobem, jak banky mohly profitovat z manipulace s LIBOR, je signalizace jejich úvěrové rizikovosti, zejména zkreslování svých skutečných výpůjčních nákladů, z nichž si pak účastníci trhu mohou vyvodit úvěrovou rizikovost bank. ⁸⁷

V červnu roku 2012, chvíli poté, co byla uložena pokuta Barclays bance, oznámil generální ředitel FCA Martin Wheatley vytvoření nezávislého přezkumu různých aspektů LIBOR. Jeho nejdůležitějším doporučením bylo předat tvorbu LIBOR jinému administrátorovi. ⁸⁸ Ve své revizní zprávě identifikuje především tři nedostatky stávající administrace sazby LIBOR:

- (i) nedostatečnou nezávislost řídicích orgánů, které příliš spoléhaly na zúčastněné banky;
- (ii) nedostatečnou strukturu dohledu, zejména nedostatek systematického dohledu nad vnitřním dohledem zúčastněných bank; a
- (iii) omezenou transparentnost a odpovědnost řídicích struktur

Další analýza ukázala, že BBA jednala jako lobbistická organizace pro stejné zúčastněné banky, nad kterými měla držet dozor, čímž se dostala do konfliktu zájmů.

V roce 2013 byla administrace LIBOR převedena z BBA na ICE Benchmark Administration (dále jen „IBA“), společnost schválně založenou pro administraci referenčních sazeb. Od roku 2021 pak postupně končí klasický výpočet LIBOR a přechází na alternativní metody. IBA nebude nadále nutit ani přemlouvat zúčastněné banky, aby zasílaly odhady nutné pro výčet současných referenčních sazeb. Rozdíl mezi původními referenčními sazbami a novými alternativními je ten, že podstatou původních sazeb byla jejich „vpředhledícnost“. U těchto sazeb bylo dopředu jasné, kolik sazba je, čímž současně sazby zahrnují i kreditní riziko. U nového alternativního výpočtu to tak být nemůže, protože jsou sazby počítány zpětně na základě tzv. overnight transakcí. Sazby, které jsou takto vypočteny, jsou dostupné sice se zpožděním, ale jsou lepším odhadem bezrizikové sazby. ⁸⁹

Referenční sazbu definuje i MAR v čl. 3. ⁹⁰ Jedná se o sazby, díky kterým se mj. vypočítávají

86 FCA reguluje chování společností ve Spojeném království a zajišťuje konkurenceschopnost, spravedlnost a integritu na finančních trzích.

87 Financial Market Misconduct and Public Enforcement: The Case of Libor Manipulation, str. 9-10.

88 *The Wheatley Review of LIBOR: final report*, září 2012, ISBN 978-1-909096-01-1, str. 21, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf.

89 Z: POLÁK, Petr, *Konec éry LIBORů na finančních trzích: Co bude dál?*, 2021, [online] [cit. 6.10.2022], dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Konec-ery-LIBORu-na-financnich-trzich-Co-bude-dal/.

90 Jedná se o: „veřejně dostupná nebo zveřejněná sazba, index nebo číselná hodnota, která je periodicky nebo pravidelně vypočítávána použitím určitého vzorce nebo na základě hodnoty jednoho nebo více podkladových aktiv nebo cen, včetně odhadů cen, platných či odhadovaných úrokových sazeb nebo jiných hodnot nebo údajů z průzkumů, přičemž s odkazem na tuto referenční hodnotu se určuje částka splatná u finančního nástroje nebo hodnota finančního

hodnoty finančních nástrojů a jejich případné deriváty. Manipulace s referenčními hodnotami může mít vážný dopad na ekonomiku a může narušit důvěru investorů ve finanční trh. Z toho důvodu EU v MAR usoudila, že „je tudíž nutné zavést zvláštní ustanovení, která zachovají integritu trhů a zajistí, aby příslušné orgány mohly prosadit jasný zákaz manipulace s těmito hodnotami. Tato ustanovení by se měla vztahovat na všechny zveřejněné referenční hodnoty, včetně těch, které jsou dostupné na internetu, ať už zdarma či nikoli“.⁹¹ Hlavní rozdíl této manipulace oproti ostatním druhům manipulace je ten, že zde dochází k manipulaci samotného předmětu manipulace, tj. referenční sazby, nikoliv ceně finančního nástroje. Koncept referenční sazby definované v MAR není totožný s konceptem stanoveným v nařízení o referenčních hodnotách.⁹² Zákaz manipulace s referenčními hodnotami se vztahuje i na referenční hodnoty dostupné na internetu, ať už jsou zdarma či nikoliv.⁹³

Manipulací je pak předání nepravdivých anebo zavádějících informací nebo vstupních údajů ve vztahu k referenční hodnotě, případně jakékoliv jiné jednání, které manipuluje s výpočtem referenční hodnoty. ČNB např. uvádí, co myslí nesprávnou nebo neúplnou informací. Obdobně jako u šíření informací dle písm. c) se jedná o informaci, která obsahuje nesprávné údaje, nebo zamlčuje skutečnosti, které by rozumný investor při svém investičním rozhodnutí vzal v úvahu.⁹⁴ Stejně jako u písm. c) je i zde vyžadováno, aby osoba věděla nebo měla vědět, že jde o nesprávné nebo zavádějící informace.

6.2 Pokus manipulace s trhem a role zavinění

Zákaz manipulace dle čl. 15 MAR nezahrnuje pouze dokonanou manipulaci s trhem, ale i pokus o manipulaci: „Je třeba vytvořit jednotnější a pevnější rámec, který zachová integritu trhu, zabrání případným regulatorním arbitrážím, zajistí odpovědnost při pokusech o manipulaci a zvýší právní jistotu a zjednoduší regulaci pro účastníky trhu.“⁹⁵ Úprava pokusu o manipulaci je nová, v MAD 2003 obsažena nebyla. Recitál 41 MAR dále rozvíjí, že je potřeba rozlišovat mezi pokusem o manipulaci a jednáním, které je pravděpodobným výsledkem manipulace s trhem, neboť MAR zakazuje obě činnosti. „Takový pokus může zahrnovat situace, kdy činnost je zahájena, avšak není dokončena, například v důsledku technického selhání nebo neuposlechnutí příkazu k

nástroje“.

91 Recitál 44 MAR.

92 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2016/1011 ze dne 8. června 2016 o indexech, které jsou používány jako referenční hodnoty ve finančních nástrojích a finančních smlouvách nebo k měření výkonnosti investičních fondů, a o změně směrnic 2008/48/ES a 2014/17/EU a nařízení (EU) č. 596/2014.

93 KALSS, Susanne, *EU market abuse regulation: a commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited The Lypiatts, 2021, ISBN 1-80088-224-6, str. 176-177.

94 ČNB, *Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentnosti*, 2018, [online] [cit. 26.10.2022], dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-finančni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-finančního-trhu/RS2018-14>.

95 Recitál 4 MAR.

*obchodování.*⁹⁶

Čl. 12 MAR stanovuje činnosti, které spadají pod manipulaci s trhem, ale již nedefinuje pojem pokus o manipulaci. Když vezmeme v úvahu různé kategorie manipulace s trhem, musíme i pokus o ní řadit dle kategorií. Např. manipulace založená na informacích nepředpokládá dokonání manipulace ve své podstatě. Šíření informací skrze média může být klasifikováno jako pokus, pokud je informace úspěšně rozšířena, ale chybí jí nutný element způsobilosti dát nesprávný signál nebo zajistit cenu na neobvyklé nebo umělé úrovni.

Manipulace dle čl. 12 odst. 1 písm. a) MAR je považována za dokonanou i např. pokud dané signály nebo ceny nakonec nejsou zadány nebo se vůbec nevyskytnou, stačí, aby byly způsobilé k manipulaci. Takové jednání proto není pokusem. Aby se jednalo o pokus, musel by chybět nějaký zákonný požadavek na manipulaci, např. smluvně požadovaná akceptace k uzavření obchodu. V tomto ohledu se tak bude o pokus jednat převážně v případech, kdy selže realizace manipulace a předmětné jednání nepřinese předpokládaný efekt. Nebo pokud jednání objektivně nedosahuje intenzity manipulace s trhem, např. protože umělá cena může nastat jen velmi nepravděpodobně nebo vůbec nastat nemůže.

Manipulace dle čl. 12 odst. 1 písm. b) MAR sankcionuje uzavření obchodu, zadání pokynu, ale i jinou činnost nebo jiné jednání, které ovlivňuje nebo pravděpodobně ovlivní cenu např. jednoho nebo více finančních nástrojů, přičemž jsou použity fiktivní prostředky nebo jiné nepravdivé nebo klamavé jednání. Jelikož je zde výslovně řečeno, že může jít o „jinou činnost nebo jiné jednání“, nemusí se jednat čistě o uzavření obchodu nebo zadání pokynu. Pokus o manipulaci je zde možný, pokud není efekt zamýšleného chování ani způsobilý cenu ovlivnit – např. z důvodu technické poruchy nebo dočasného pozastavení obchodování apod. Dále by bylo možné, že by jednání mělo určitý nedostatek, aby ho šlo klasifikovat jako manipulaci, např. když při zdánlivém páchání manipulace s trhem manipulátor neví, že informace, které si vymyslel, nejsou ve skutečnosti nesprávné nebo zavádějící, ale pravdivé, které ví pouze hrstka lidí (většinou zasvěcených osob).

Pro manipulaci dle čl. 12 odst. 1 písm. c) MAR může šíření nesprávných nebo zavádějících informací zůstat ve fázi pokusu, pokud šíření jako takové uspěje, ale např. objektivně postrádá možnost vydávat nebo pravděpodobně vydávat zavádějící signály. Například se může jednat o zveřejnění novinářské zprávy na blogu, kde informace v ní obsažené jsou zjevně zastaralé, např. protože je emitent svým zveřejněním prohlásil již za neplatné. Pak by se stěží dalo očekávat, že by rozumní účastníci trhu byli těmito zjevně zastaralými informacemi ovlivněni. V každém případě by to alespoň nebylo pravděpodobné.

Jak je rozebráno výše, písm. d) čl. 12 odst. 1 MAR je přidáno v souvislosti s manipulací

96 Recitál 41 MAR.

s referenční sazbou LIBOR. Toto ustanovení výslovně též uvádí, že zahrnuje i jakékoli jiné jednání, které manipuluje s výpočtem referenční hodnoty. Nejde zde o pouhou způsobilost informací být zavádějící nebo nepravdivé. Předané informace musí být nepravdivé nebo zavádějící. Manipulace dle písm. d) je výsledkem skutečného ovlivnění výpočtu referenční hodnoty. O pokusu zde můžeme hovořit ve chvíli, kdy předání informací není úspěšné, neboť jsou například použity nesprávné kontaktní údaje nebo adresát nemá k informacím přístup z jiného důvodu. Na druhou stranu, pokud půjde o předané informace, které budou objektivně správné a nezavádějící, lze předpokládat, že se bude jednat o zcela nevhodný pokus, a tudíž bude jednání bez postihu.⁹⁷

V článku 12 MAR není pro manipulaci s trhem žádný obecný požadavek zavinění. Nicméně pro specializované kategorie, tj. manipulaci založenou na informacích a manipulaci založenou na referenční hodnotě, přímo vyžaduje, aby osoba věděla nebo měla vědět, že informace, které šíří nebo předává, jsou nepravdivé nebo zavádějící.⁹⁸ Např. § 126 ZPKT výslovně zakotvoval úpravu opačného charakteru. Pokud osoba nemohla vědět, že rozšiřuje nepravdivou, klamavou nebo zavádějící informaci, nejednalo se o manipulaci s trhem.⁹⁹

⁹⁷ KALSS, Susanne, *EU market abuse regulation: a commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited The Lypiatts, 2021, ISBN 1-80088-224-6, str. 194-197.

⁹⁸ Tamtéž, str. 177.

⁹⁹ § 126 odst. 2 písm. b) ZPKT.

7. Výjimky ze zákazu manipulace

Zákaz manipulace s trhem v čl. 15 MAR není všezahrnující. Existuje několik výjimek, které jsou legitimním jednáním a které by jinak mohly být klasifikovány jako manipulace s trhem. Těmi se rozumí především uznávané tržní postupy, programy zpětného odkupu a stabilizace a zveřejňování nebo šíření informací ve sdělovacích prostředcích. Každá z výjimek musí samozřejmě splňovat určitá kritéria, aby se na ni ustanovení o manipulaci nevztahovala. Výhoda MAR je, že tyto výjimky kompaktně výslovně upravuje, udává tedy oproti předchozí úpravě českému právu nařízení výčet i kritéria všech výjimek, které se vztahují přímo k manipulaci s trhem.

7.1 Uznávané tržní postupy

Článek 13 MAR udává jednu z možných výjimek manipulace. Pro aplikování výjimky uznávaných tržních postupů musí existovat legitimní důvody a jednání stran musí být v souladu s těmito tržními postupy: „osoba, která provádí obchody nebo zadává pokyny k obchodování, které mohou být považovány za manipulaci s trhem, může být schopna prokázat, že její důvody pro toto jednání byly oprávněné a že její obchody a pokyny k obchodování byly v souladu s uznávanými postupy na daném trhu“¹⁰⁰. Existence uznávaného tržního postupu definovaného příslušným orgánem na určitém trhu tvoří základní kámen tohoto ustanovení.

Účel tohoto ustanovení je omezit širokou definici zákazu cenové manipulace dle čl. 12 odst. 1 písm. a) MAR. Čl. 13 MAR má zajistit, aby určité jednání bylo i přes svůj potenciálně manipulativní účinek na dotčeném trhu kvalifikováno jako přípustné a vhodné. Výjimky se nevztahují na použití fiktivních prostředků nebo na jinou formu klamavého nebo lstivého jednání. Uznávané tržní postupy se vztahují výlučně na čl. 12 odst. 1 písm. a) MAR.

Pokud má být uznávaný tržní postup zaveden, je třeba, aby ho příslušný orgán nechal schválit ESMA. V oznámení ESMA musí uvést záměr zavést uznávaný tržní postup a uvést podrobné informace o posouzení. Znamená to tedy, že MAR klade důraz především na odůvodnění takového postupu. To je vidět i u důkazního břemene. Důkazní břemeno existence legitimního důvodu je výslovně přeneseno na účastníka trhu a nikoliv na orgán dohledu.

Co se týče rozsahu tohoto ustanovení, je výjimka aplikovatelná na cenovou manipulaci se všemi finančními nástroji dle čl. 2 odst. 1 písm. a) a b) MAR. Ustanovení zahrnuje obchody uzavřené na MTF i na OTF. Čl. 13 se vztahuje dokonce i na OTC obchody a transakce.¹⁰¹

Proto, aby se výjimka aplikovala, musí být kumulativně naplněn legitimní důvod pro výjimku a zavedený uznávaný tržní postup. Legitimní důvod je subjektivní prvek. Jedná se o účel

100 Recitál 42 MAR.

101 ESMA, 'Final Report: Draft Technical Standards on the Market Abuse Regulation', ESMA/2015/1455, 2015, str. 31, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf.

uznaného tržního postupu. Existence určitého uznávaného tržního principu znamená, že se musí jednat o specifické, konkrétní tržní chování nebo jednání přiřaditelné pod čl. 12 odst. 1 písm. a) MAR, které není pouze obecnou aktivitou, jako jsou např. arbitráž, hedging nebo prodej na krátko. Je tedy důležité definovat tržní postupy a obecné aktivity. Tržní postupy vyžadují určité konkrétní jednání; nemusí se ovšem jednat o tradiční nebo již dlouhodobě zavedené jednání. Příslušný národní orgán musí stanovit, že jde o přípustný tržní postup. Nicméně, pokud příslušný orgán uzná daný tržní postup, neznamená to automatické uznání pro jiné trhy, ať už z hlediska segmentace trhu nebo geografického. Pro každý další trh musí být tržní postup schválen příslušným orgánem zvlášť. Pro schválení tržního postupu musí příslušný orgán vydat rozhodnutí, pouhé uznání postupu nestačí. Rozhodnutí příslušného orgánu není závazné pro jiný příslušný národní orgán.

Čl. 13 odst. 2 MAR stanovuje kritéria, která příslušný orgán musí zohlednit před zavedením uznávaného tržního postupu. Zda tržní postup:

- a) *stanoví významnou míru transparentnosti;*
- b) *zajišťuje vysoký stupeň ochrany z hlediska působení tržních sil;*
- c) *má kladný vliv na likviditu a účinnost trhu;*
- d) *zohledňuje mechanismus obchodování na příslušném trhu a umožňuje účastníkům tohoto trhu reagovat náležitým a včasným způsobem na nově vzniklou situaci na trhu, vytvořenou tímto postupem;*
- e) *nepředstavuje riziko pro integritu přímo nebo nepřímo souvisejících trhů;* dále musí být zohledněny
- f) *závěry veškerých šetření příslušného tržního postupu;* a
- g) *strukturální charakteristiky příslušného trhu, mimo jiné, zda je regulován či nikoli, druhy obchodovaných finančních nástrojů a typy účastníků tohoto trhu, včetně míry účasti drobných investorů.*

Tato kritéria jsou dále rozvedena v nařízení Komise v přenesené pravomoci 2016/908.¹⁰²

7.1.1 Zvláštní režim pro malé a střední podniky

Malé a střední podniky jsou klíčovou složkou v ekonomii EU, tvoří téměř 99 % společností v EU a produkují více než třetinu HDP EU.¹⁰³ Proto na ně MAR v roce 2019 (s účinností od 1.1.2021) při své novelizaci pamatoval.¹⁰⁴ Jak již bylo řečeno výše, MAR se vztahuje i na

¹⁰² Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/908 ze dne 26. února 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o stanovení regulačních technických norem týkajících se kritérií, postupu a požadavků pro zavedení uznávaného tržního postupu a požadavků na jeho zachování, ukončení nebo změnu podmínek jeho uznání.

¹⁰³ Eurostat, *EU small and medium-sized enterprises: an overview*, 2022, [online], [cit. 14.1.2023], dostupné z: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/edn-20220627-1>.

¹⁰⁴ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2115 ze dne 27. listopadu 2019, kterým se mění směrnice 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků.

mnohostranné obchodní systémy. Od ledna 2018 byla směrnicí MIFID II vytvořena nová podkategorie MTF trhu, a sice trh pro růst malých a středních podniků (*SME Growth Market*, dále jen „**SME GM**“). „Bylo však zjištěno, že emitenti finančních nástrojů přijatých k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků mají ve srovnání s emitenty finančních nástrojů přijatých k obchodování v jiných mnohostranných obchodních systémech nebo na regulovaných trzích k dispozici poměrně malý počet regulatorních úlev.“¹⁰⁵ Navrhované změny MAR měly za cíl dosáhnout zmírnění administrativní zátěže malých a středních podniků pro obchodování na veřejných trzích a zároveň zajišťovat integritu trhu. Za tímto účelem byla ESMA zplnomocněna k vytvoření regulačních technických norem, které se budou týkat smluv o zajištění likvidity. K těm se změna v čl. 13 MAR snažila vyvinout podmínky pro SME emitenty, kteří by mohli uzavírat smlouvy o zajištění likvidity a na které by se vztahoval stejný režim, jako je nastaven v čl. 13 odst. 1 MAR, s tím rozdílem, že by příslušné národní orgány nemusely pro tyto případy formálně přijímat uznávaný tržní postup.¹⁰⁶ Jinými slovy, za normálních okolností musí osoba, která uzavírá obchod, zadává pokyn k obchodování nebo provádí jiné jednání, prokázat, že takto činila z legitimního důvodu a v souladu s formálně uznaným tržním postupem příslušným národním orgánem. Emitent, jehož finanční nástroje jsou přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, je za splnění určitých podmínek oprávněn uzavřít smlouvu o zajištění likvidity pro své akcie, aniž by příslušný národní orgán musel takový postup formálně uzнат:

- a) *podmínky smlouvy o zajištění likvidity splňují kritéria pro uznávaný tržní postup (viz výše čl. 13 odst. 2 MAR);*
- b) *smlouva o zajištění likvidity je vypracována v souladu s regulačními technickými normami vypracovanými ESMA;*
- c) *poskytovatel likvidity je řádně oprávněn příslušným orgánem v souladu s MIFIF II a je u organizátora trhu nebo investičního podniku, který provozuje SME GM, zaregistrován jako člen trhu;*
- d) *organizátor trhu nebo investiční podnik, který provozuje SME GM, emitentovi písemně potvrdí, že obdržel exemplář smlouvy o zajištění likvidity a že s podmínkami této smlouvy souhlasí.¹⁰⁷*

7.2 Výjimka pro programy zpětného odkupu a stabilizace

Další výjimku představuje čl. 5 MAR, který upravuje programy zpětného odkupu a

¹⁰⁵ Recitál 3 novelty MAR z roku 2019.

¹⁰⁶ ESMA, *Final Report, On the amendments to the Market Abuse Regulation for the promotion of the use of SME Growth Markets*, 2020, str. 7, [online] [cit. 13.10.2022], dostupné z:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3581_final_report_on_sme_gms_rts-its_under_mar_0.pdf.

¹⁰⁷ Čl. 13 odst. 12 MAR.

stabilizace. Zmíněnou výjimku upravoval již i MAD 2003. Tyto programy mohou být z ekonomických důvodů legitimní a za určitých okolností mohou být vyloučeny ze zákazu manipulace s trhem.¹⁰⁸ Zmíněná výjimka je rozpracována především nařízením Komise 2016/1052.¹⁰⁹ Programy mohou být odůvodněny pouze ekonomickými důvody, např. snížením kapitálu nebo případy plnění závazků vyplývajících z dluhových nástrojů, a to pouze na omezenou dobu a při zachování striktních transparentních opatření.

Nařízení 2016/1052 definuje plánovaný program zpětného odkupu jako takový program, u něhož jsou data operací a objem cenných papírů, které mají být obchodovány během doby trvání programu, stanoveny v době uveřejnění programu.¹¹⁰ Na takové obchody nebude pohlíženo jako na manipulaci. Používají se např. v případech snížení základního kapitálu, splnění povinností vyplývajících z dluhových finančních nástrojů nebo splnění podmínek vyplývajících z akciových opčních programů. Stabilizaci definuje čl. 3 odst. 2 písm. d) MAR jako nákup či nabídku k nákupu cenných papírů úvěrovou institucí nebo investičním podnikem výlučně za účelem podpory tržní ceny těchto cenných papírů po předem určenou dobu z důvodu prodejního tlaku na takové cenné papíry. Programy stabilizace slouží především k tomu, aby cena emitovaných akcií v průběhu emise neklesla pod nabídkovou cenu a aby se tak zabránilo nejistotě a případným panickým reakcím investorů.

Rozdíl mezi programem zpětného odkupu a stabilizací je ten, že program zpětného odkupu se vztahuje pouze na odkup vlastních akcií, zatímco stabilizační programy zahrnují všechny cenné papíry. Přestože jsou obě varianty regulovány v jednom článku, jde o naprosto odlišné situace.

Výjimka programu zpětného prodeje se tedy vztahuje pouze na vlastní akcie, žádná analogická aplikace pro jiné cenné papíry není možná. Stejně tak se výjimka nevztahuje na odkup akcií třetích stran ani na odkup akcií společností ze stejné skupiny. Další požadavek na to, aby se mohla uplatnit výjimka, je transparentnost. Emitent musí nahlásit příslušnému orgánu obchodního systému každý obchod související s programem zpětného odkupu. Zároveň musí emitent uveřejnit účel programu, maximální peněžité částky přidělené na program, maximální počet akcií, dobu trvání programu atd.¹¹¹ Další omezení jsou i na maximální možnou prodejní cenu a objem emitovaných akcií.

Stabilizační opatření jsou povolena v rámci významných emisí, tedy především u primárních veřejně vyhlášených nabídek a sekundárních nabídek cenných papírů. Stabilizace zahrnuje emisi akcií i jiných cenných papírů rovnocenných akciím. Může být provedena pouze úvěrovou institucí

108 Recitál 11-12 MAR.

109 Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/1052 ze dne 8. března 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy pro podmínky vztahující se na programy zpětného odkupu a stabilizační opatření.

110 Tamtéž, čl. 1 písm. a).

111 Tamtéž, čl. 2 odst. 1-2.

či investičním podnikem; emitent nebo jiná nasmlouvaná strana z této výjimky těžit nemůže. Nadto musí i zde být splněna přísná transparentní a notifikační pravidla, jak před, během, tak i na závěr stabilizace.¹¹²

7.3 Zveřejňování nebo šíření informací ve sdělovacích prostředcích

Další výjimku uvádí čl. 21 MAR. Týká se žurnalistiky. Jedná se o článek, který se zabývá konfliktem mezi cíli MAR (zákaz manipulace, integrita trhu atd.) na straně jedné a svobodou projevu a svobodou tisku¹¹³ na straně druhé. Pokud jsou šířeny informace dle čl. 12 odst. 1 písm. c) MAR, musí se vždy posoudit s ohledem na pravidla týkající se zmíněných dvou svobod. Co se týče rozsahu výjimky, je toto ustanovení široké z hlediska jeho osobní působnosti. Znění nespecifikuje, na které lidi přesně se výjimka vztahuje. Nemíří na specifickou skupinu novinářských profesí; místo toho toto ustanovení zešíroka vyjímá informace a doporučení, které jsou šířeny „pro účely žurnalistiky“ nebo „jiné formy projevu ve sdělovacích prostředcích“. Pod pojmem účel žurnalistiky se rozumí jak novináři, tak i vydavatelé, redaktoři, ale i lidé, kteří se podílejí na výrobě a distribuci tištěných děl. Všichni spadají pod osobní působnost článku.

Pojem „jiné formy projevu ve sdělovacích prostředcích“ je brán jako univerzální; zahrnuje všechny ostatní formy projevu, které zjevně nespádají pod žurnalistiku, nicméně jsou způsobilé být chráněny právem na svobodu projevu. Pro svoji neurčitost může zahrnovat širokou škálu vyjádření, např. vyjádření faktu, názoru nebo i reklamu. Samozřejmě sem nespádají právně nařízené povinnosti zveřejňovat informace.

Sdělovací prostředky nejsou v MAR definovány, ale bude se jednat jak o tradiční formy, jako jsou noviny, rádio, televize, cedule,¹¹⁴ tak o i internet a online sdělovací prostředky, které se považují za rovnocenné tradičním sdělovacím prostředkům: „*Vzhledem k nárůstu využívání internetových stránek, blogů a sociálních sítí je důležité vyjasnit, že šíření nepravdivých nebo zavádějících informací prostřednictvím internetu, včetně sociálních sítí nebo anonymních blogů, by mělo být považováno za zneužívání trhu pro účely tohoto nařízení rovnocenné šíření těchto informací prostřednictvím tradičnějších komunikačních kanálů.*“¹¹⁵

Dále rozlišuje ustanovení mezi tím, kdy jsou informace zveřejňovány nebo šířeny a kdy jsou doporučení formulována nebo šířena. Proto, aby informace byla zveřejněna, postačí, aby ten, kdo informaci zveřejňuje, umožnil jiné osobě, aby se o informaci dozvěděla, aniž by se informace stala veřejně známou. Pojem šíření je spojeno jak s informacemi, tak s doporučeními. U šíření doporučení je vždy nutno podívat se na charakter šíření, tj. jak moc je nebo není zasahováno do

112 Tamtéž, čl. 6.

113 V evropském měřítku se jedná o čl. 11 Listiny základních práv Evropské unie.

114 KELLERBAUER, Manuel, KLAMERT, Marcus a TOMKIN, Jonathan, *The EU treaties and the charter of fundamental rights: a commentary*, New York, NY: Oxford University Press, 2019, ISBN 0-19-251341-9, str. 2133.

115 Recitál 48 MAR.

původního textu doporučení. Pokud charakter textu zůstane stejný, bude se jednat o šíření doporučení, pokud ale text bude pozměněn, převrácen nebo okomentován stylem, že novinář např. zpochybní obsah doporučení, pak se doporučení již nebude dále šířit.

I pro tuto výjimku existují dvě výjimky z výjimek. Výjimka neplatí pro příslušné osoby, které svým jednáním:

- a) získávají výhody nebo zisk ze zveřejňování nebo šíření informací; a
- b) zveřejněním nebo šířením mají záměr uvést trh v omyl.

Za prvé, člověk nemůže čerpat z výjimky, pokud daná osoba nebo osoby s ním úzce propojené mohou čerpat přímo nebo nepřímo určitou výhodu nebo zisk ze šíření nebo zveřejnění informací. Oboje zahrnuje vlastní zájmy příslušné osoby, písm. a) neobsahuje rozdíl od písm. b) subjektivní složku. Analogicky musí tato výjimka platit i pro zveřejňování nebo šíření doporučení, přestože nejsou přímo zmíněna v písm. a). Nutno podotknout, že tato výjimka není per se zneplatněna faktem, že novinář má ve svém soukromém vlastnictví finanční instrument, o kterém informuje v médiích.

Za druhé, výjimka se nevztahuje na případy, kdy je zveřejnění nebo šíření činěno se záměrem uvést trh v omyl, pokud jde o nabídku, poptávku nebo cenu finančních nástrojů. V tomto případě je vyžadována míra zavinění, a to ve formě úmyslu. Na druhou stranu zde úmysl nemusí zahrnovat finanční zvýhodnění nebo naopak poškození třetí strany.¹¹⁶

Zajímavým a významným příkladem v tomto ohledu je rozhodnutí ČNB (a následné rozhodnutí bankovní rady o rozkladu) v případě Miroslava Motejlka.¹¹⁷ Jedná se o případ posuzovaný ještě před účinností MAR, kdy české právo již v ZPKT obsahovalo odpovídající zákaz pro manipulaci s trhem (§ 126 odst. 1 ZPKT), jakož i novinářskou výjimku (§ 126 odst. 2 písm. c) ZPKT)., veřejností vnímaný jako ekonomicky erudovaný novinář,¹¹⁸ byl jediným jednatelem společnosti motejlek.com, s.r.o. Na svém profilu této společnosti a na sociálních sítích Facebook a Twitter publikoval komentáře a příspěvky týkající se jeho rozhovoru s předsedou dozorčí rady společnosti O2 Czech Republic a.s. Tyto komentáře¹¹⁹ předpovídaly výrazný růst kurzu akcií společnosti O2. Jako důvod pro růst ceny akcií označil Motejlek předmětný rozhovor, který ale byl veřejnosti zpřístupněn až po zveřejnění komentářů a příspěvků. Dle ČNB však předmětný rozhovor neobsahoval informace způsobilé výrazně ovlivnit kurz akcií společnosti O2. Komentáře a příspěvky byly tedy způsobilé zkreslit představu účastníků trhu o hodnotě finančního nástroje a

116 KALSS, Susanne, *EU market abuse regulation: a commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited The Lypiatts, 2021, ISBN 1-80088-224-6, str. 301-304.

117 Rozhodnutí ČNB č.j. 2016/108434/573 ze dne 15. září 2016, sp.zn. Sp/2015/414/573 a rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2016/142310/CNB/110, [online] [cit. 29.1.2023], dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/prilohy/S-Sp-2015_00414_CNB_573.pdf.

118 Rozhodnutí ČNB č.j. 2016/108434/573, bod 67.

119 Tamtéž, bod 41 a 44, komentáře ve znění „u o2 uz o 300 absolutne nepochybuji, videl bych to spis ke 400“ a „o2 proti vsem, 170 prolomeno, a nekoncime...“.

Miroslav Motejlík se dopustil tak manipulace s trhem. Na tento případ by se teoreticky mohla vztahovat výjimka z oblasti žurnalistiky, ale Motejlík vlastnil 70.000 kusů akcií O2 (které nabyl v průběhu roku 2015) před odehraným rozhovorem a následně akcie prodal se ziskem. ČNB k tomu dodala: „*Pokud novinář informuje veřejnost, postupuje v souladu s etickými pravidly a v souvislosti s rozšiřováním informace nezískává prospěch nad rámec obvyklé odměny, nejde o protiprávní chování (v posuzovaném případě o manipulaci s trhem). Pokud by se však erudovaný ekonomický novinář dopustil excesu a zavádějícím způsobem informoval o předpokládaném růstu cen akcií společnosti s odkazem na neuveřejněný Rozhovor s předsedou dozorčí rady společnosti, jejíž akcie předtím nakoupil ve značném objemu, jako je tomu v případě účastníka řízení, nebylo by možné hovořit o aplikaci výjimky podle § 126 odst. 2 písm. c) ZPKT, ani se dovolávat ochrany svobody slova.*“¹²⁰ Za tuto manipulaci mu byla udělena pokuta ve výši 1 milion korun, což je sice jedna z nejvyšších pokut udělená ČNB fyzické osobě za obchodování s cennými papíry,¹²¹ nicméně, jak následně dodala bankovní rada ČNB, bylo jednání posouzeno dle právní úpravy v ZPKT, která byla pro Motejlíka příznivější, než kdyby se jeho jednání posuzovalo již za účinnosti MAR: „*Podle bankovní rady je definice manipulace s trhem v nařízení o zneužívání trhu přísnější, protože přesněji vymezuje delikt manipulace s trhem a za porušení zákazu manipulace s trhem uvedeného v článku 15 nařízení o zneužívání trhu, upravuje v čl. 30 tohoto nařízení povinnost členských států stanovit sankce s minimální horní hranicí ve výši 5 mil. EUR.*“¹²² V případě MAR by se se aplikovala výše zmíněná výjimka z výjimky čl. 21 písm. a) MAR.

120 Rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2016/142310/CNB/110, bod 36.

121 ONDRÁČKOVÁ, Tereza, *Pokuta České národní banky pro novináře Motejlíka za manipulaci s trhem platí, rozhodl soud*, 2021, [online] [cit. 13.10.2022], dostupné z: <https://ct24.ceskatelevize.cz/domaci/3333096-pokuta-ceske-narodni-banky-pro-novinare-motejlka-za-manipulaci-s-trhem-plati-rozhodl>.

122 Rozhodnutí bankovní rady ČNB č.j. 2016/142310/CNB/110, bod 166.

8. Prevence a odhalování manipulace s trhem

MAR myslí nejen na následky manipulace s trhem, ale i na její prevenci. V čl. 16 MAR stanovuje v souladu s recitálem 45 MAR povinnost pro organizátory trhu a investiční podniky provozující činnost obchodního systému zavést a zachovat opatření, systémy a postupy zaměřené na prevenci a odhalování manipulace s trhem a pokusů o ni. Pokud dané osoby narazí na pokyny či obchody včetně jejich zrušení či změn, které by mohly představovat manipulaci, musí je bezodkladně nahlásit příslušnému orgánu. V ČR je daným orgánem ČNB. Detaily zasilání oznámení podezření ze zneužití trhu upravuje vyhláška ČNB č. 234/2009 Sb.¹²³

Čl. 16 MAR je detailněji rozpracován nařízením 2016/957¹²⁴ (dále jen „**nařízení o prevenci**“). Zde jsou stanoveny detailní ustanovení o charakteristice opatření, systémů a postupů (dále jen „**opatření**“), které mají být zavedeny. Sem mj. patří: umožnění individuální i srovnávací analýzy každého jednotlivého provedeného obchodu a pokynu, používání softwarových systémů, které umožňují pozdější automatické čtení, přehrávání a analýzu údajů z evidence pokynů a zároveň i dostatečnou analýzu provedenou člověkem atd. Tato opatření musí být vhodná a musí být přiměřeného rozsahu a velikosti, musí odpovídat povaze obchodní činnosti a musí být pravidelně hodnocena, přinejmenším při každoročním auditu a vnitřnímu přezkumu. Doložené informace musí být přechovávány 5 let a osoby, které se zabývají monitoringem opatření, musí dostat účinné a úplné školení.

Osobní působnost čl. 16 MAR je primárně pro organizátory trhu¹²⁵ a investiční podniky.¹²⁶ Dalšími adresáty tohoto ustanovení jsou všechny osoby, které profesně sjednávají nebo provádějí obchody. Těmi se rozumí takové osoby, které se profesionálně (tj. se záměrem získat zisk) podílejí na přijímání, předávání nebo vyřízení příkazů týkajících se finančních nástrojů.

V čl. 16 MAR je stanovena ohlašovací povinnost pokynů a obchodů, které by mohly představovat manipulaci s trhem nebo jen pokus o ni. Musí zde existovat důvodné podezření ze zakázaného jednání. Hranice pro ohlášení daného jednání by měla být nízká, neboť se jedná pouze o ohlášení daného jednání. Důvodné podezření by ale mělo být srozumitelné a měla by být přítomna objektivní kritéria daného chování poukazující na zakázané jednání. Při vynaložení přiměřené péče musí být důvodné podezření dostatečně identifikovatelné. Vzhledem k tomu, že MAR stanoví sankce za porušení této ohlašovací povinnosti, je nasnadě, že v praxi toto ustanovení motivuje

123 Vyhláška ČNB č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a o transparentnosti.

124 Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/957 ze dne 9. března 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy pro vhodná opatření, systémy a postupy a rovněž vzory oznámení, které se mají používat k prevenci, odhalování a oznamování zneužívání trhu či podezřelých pokynů nebo obchodů.

125 Zde MAR činí odkaz na MIFID II, kde je v čl. 4 odst. 1 bodu 18) definován organizátor trhu jako „osoba nebo osoby řídící nebo provozující podnikatelskou činnost regulovaného trhu; může jí být i regulovaný trh sám“.

126 Dle MIFID II se investičním podnikem rozumí zejména „právní osoba, jejímž obvyklým předmětem činnosti či podnikání je odborné poskytování jedné nebo více investičních služeb třetí osobě nebo odborný výkon jedné nebo více investičních činností“.

subjekty k nahlašování všech možných případů, aby se vyhnuly sankci, čímž pomáhají odhalit případy manipulace s trhem.

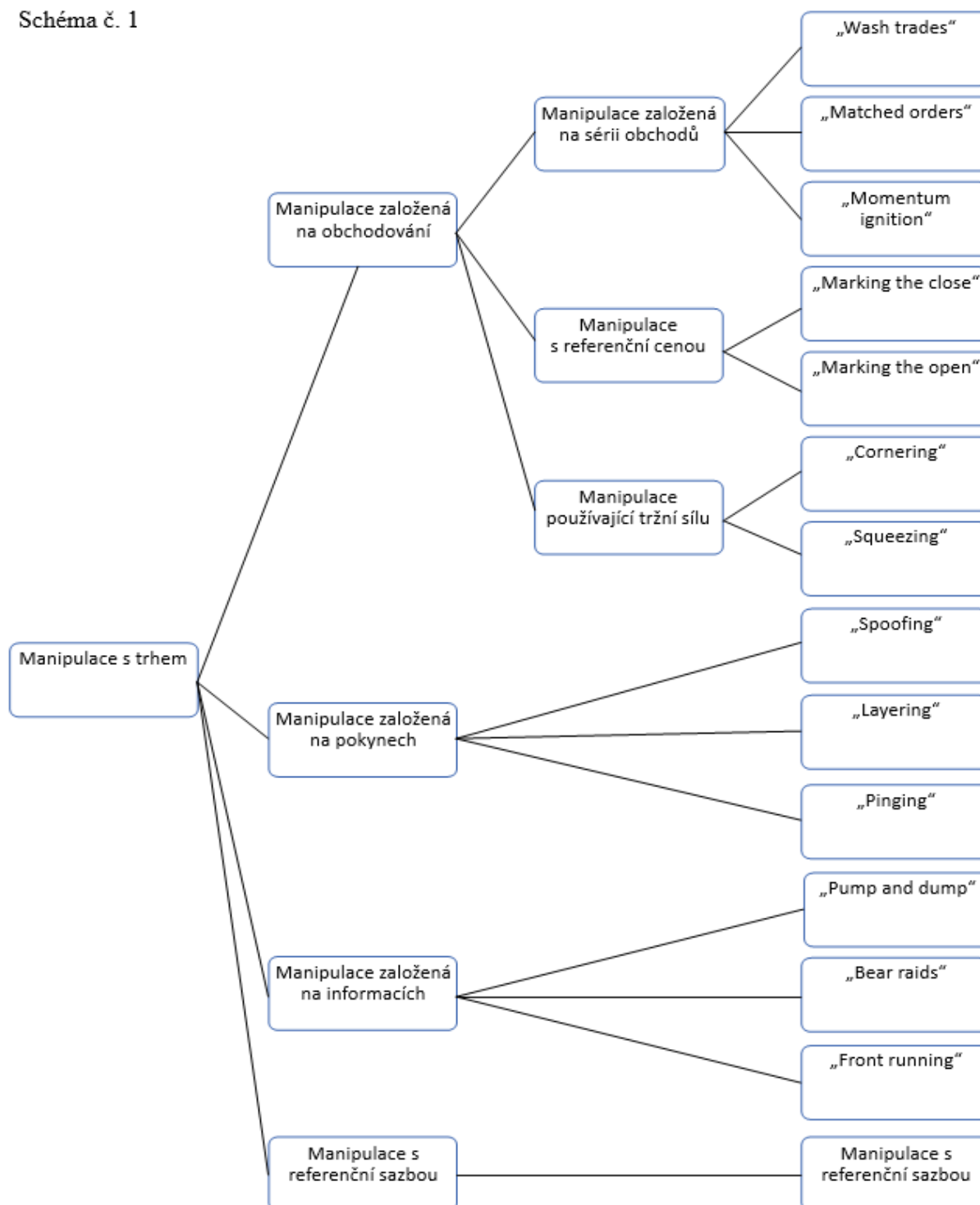
Pro organizátory trhu a investiční podniky, které provozují obchodní systém, je ohlašovací autoritou příslušný orgán obchodního systému. Pro osoby, které profesně sjednávají nebo provádějí obchody, je příslušným orgánem orgán příslušného členského státu, kde mají sídlo nebo ústředí, případně kde mají pobočku. Tyto orgány okamžitě předají informaci příslušným orgánům dotčeného obchodního systému. Oznámení nekompetentnímu orgánu může vést k sankci.¹²⁷ Vzhledem k provázanosti evropského trhu je vhodné, aby organizátoři trhu měli jednotná pravidla pro vyhledávání a předcházení manipulace s trhem. V tom je nařízení o prevenci dobrým jednotícím prvkem, neboť nastavuje stejná pravidla pro všechny a sjednocuje vzory či dobu podání pro oznámení podezřelých pokynů a obchodů.

127 KALSS, Susanne, *EU market abuse regulation: a commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited The Lypiatts, 2021, ISBN 1-80088-224-6, str. 199-200.

9. Formy manipulace s trhem

Známých forem manipulace s trhem je mnoho a třídění jednotlivých technik je též mnoho. To je logické, neboť dnešní finanční trh je velice komplexní a strategií, jak jej zmanipulovat, je nepřeborně.¹²⁸ Cílem práce není popsat ani vyjmenovat všechny formy manipulace s trhem. Práce popisuje vybrané velmi známe formy manipulace, přičemž třídění forem manipulace bylo zvoleno takto:

Schéma č. 1



¹²⁸ Jelikož i mnohá česká díla nepřekládají tyto manipulační techniky, budou i v této práci používány v jejich anglické podobě.

9.1 Wash trading a matched orders

„Prací obchodování“ neboli „wash trading“¹²⁹ je technika stará jako organizované trhy samotné. V rukách zkušených obchodníků se může jednat o účinný multifunkční nástroj používaný k teoreticky nevinným účelům, stejně jako k významným podvodům a manipulacím. Důvodů, proč se uchýlit k wash tradingu, je více. Lze jej využít ke snížení požadavků na obchodní marži, ke zvýšení objemu obchodů, k převodu prostředků mezi účty, k podvedení zákazníků či k manipulaci cen.¹³⁰

Wash trading je souhrn transakcí, ve kterých je kupující i prodávající jedna osoba, takže ve výsledku nedochází ke změně vlastnictví. Tyto transakce mají za účel vytvořit zdání obchodní aktivity s daným aktivem nebo nafouknout cenu aktiva. Mnohdy manipulátor provede obchody skrze několik různých účtů nebo pomocí více makléřů, aby snížil pravděpodobnost odhalení, nebo aby obešel kontrolu ze strany makléřů.¹³¹ Jelikož manipulátor provádí jeden obchod za druhým a pokaždé za vyšší cenu, nafukuje cenu a způsobuje, že nevědoucí třetí strany kupují finanční nástroje za uměle vytvořenou cenu. Wash trading může být nicméně i schématem, kterým mohou ceny stejným sražený dolů. Výhodou pro manipulátora je, že ani v jednom případě není vystaven žádnému reálnému finančnímu riziku a může ze svých podvodných machinací, kterými vytváří iluzi o pohybu cen a objemu proběhlých obchodů, jen těžit.¹³²

EU se na praktiku wash tradingu zaměřila v čl. 12 odst. 1 písm. a) MAR, resp. v příloze I k MAR v sekci A písm. c), kde specifikuje ukazatel charakteristický pro tuto praktiku. Nadto v doplňujícím nařízení Komise uvádí další ilustrativní ukazatele přímo této praktiky:

- i) *neobvyklé opakování určitého obchodu u malého počtu stran v průběhu určitého období;*
- ii) *obchody nebo pokyny k obchodování, které vedou nebo s velkou pravděpodobností mohou vést k úpravě ocenění pozice, přičemž však nedochází ke zvýšení ani snížení velikosti pozice;*
- iii) *neobvyklá koncentrace obchodů a/nebo pokynů k obchodování, a to obecně, pouze jednou osobou za použití jednoho či více účtů nebo omezeným počtem osob;*¹³³

Wash trading může sloužit často i k provádění jiných manipulativních technik, jako jsou „marking the close“ nebo „pump and dump“. Zároveň ovlivňuje wash trading cenovou volatilitu daného aktiva a vytváří nejistotu na trhu ohledně cenové hladiny obchodovaného finančního nástroje. Tyto cenové výkyvy mohou být třetími stranami vnímány jako podstatné změny na trhu,

129 Některé zdroje techniku pojmenovávají jako wash sales (prací prodeje) nebo wash trades (prací obchody).

130 POUNCY, Charles R.P., *The scienter requirement and wash trading in commodity futures: the knowledge lost in knowing*, Cardozo law review, Cardozo School of Law, 1995, ISSN 0270-5192, str. 1626, 1638.

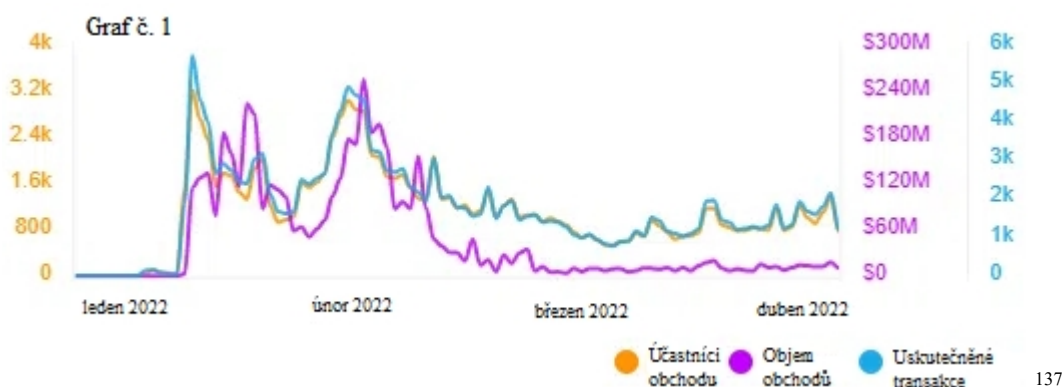
131 PUTNINS, Talis J., *An Overview of Market Manipulation*, 2018, Forthcoming in: Handbook of Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation, str. 14, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3398258.

132 LIN, Tom C.W., *The new market manipulation*, Emory law journal, Atlanta: Emory University School of Law, 2017, ISSN 0094-4076, str. 1283-1284.

133 Příloha II, oddíl 1, odst. 3 písm. a) doplňujícího nařízení.

např. jako nedostatek jednotek výroby nebo jako určité prognózy, které zatím nejsou těmto účastníkům trhu známy, a mohou vést k jejich kupování nebo k prodávání aktiv za umělou cenu. To pak může vést k nedůvěře ve finanční trh.¹³⁴

U wash tradingu je zajímavé zmínit trh s kryptoměny. Je obecně známo, že trhy s kryptoměny jsou více náchylné k manipulaci, mj. často kvůli slabé regulaci těchto trhů. Z řady studií¹³⁵ vyplývá, že wash trading je přítomná na trhu s kryptoměny a že většina obchodů Bitcoinu a Etheru je přiřaditelná wash tradingu. Bitwise Management zpráva naznačuje, že 95 % obchodů s Bitcoinem je falešných. Ostatní studie též naznačují, že 70-90 % obchodů s kryptoměny je falešných nebo že nejsou ekonomického rázu. Wash trading je na tomto trhu oblíbený mj. proto, že uměle vysoký objem obchodů zvyšuje jejich viditelnost na oblíbených webových stránkách, které monitorují trhy s kryptoměny, a zvyšuje tak atraktivitu pro investory, kteří hledají největší likviditu. Likvidita je klíčovou kvalitou těchto trhů a jejich manipulace může přinést manipulátorům velké zisky. Je tedy vidět, že slabá regulace trhu s kryptoměny znamená i možnou znatelnou zranitelnost vůči manipulaci.¹³⁶



„Matched orders“ souvisí s wash tradingem; tato technika zahrnuje odpovídající páry příkazů na nákup a prodej za stejnou cenu a stejný objem cenných papírů zadané různými, ale

134 ACER, *ACER Guidance 1/2017, on the application of articles 5 of REMIT on the prohibition of market manipulation, Wash trades*, 1st edition, 2017, str. 11, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://www.acer.europa.eu/sites/default/files/REMIT/Guidance%20on%20REMIT%20Application/ACER%20Guidance%20on%20REMIT/Guidance%20Note%20v6.0_published%20on%2019_06_2017.pdf.

135 Bitwise Asset Management, *Bitwise asset management - presentation to the U.S. securities and exchange commission*, 2019, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: <https://www.sec.gov/comments/sr-nysearca-2019-01/srnysearca201901-5164833-183434.pdf>; CONG, Lin, LI, Xi, TANG, Ke a YANG, Yang, *Crypto Wash Trading*, 2021, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3530220; Crypto Integrity, *Fake volumes in cryptocurrency markets — February report. Mechanics of wash trading behind the scenes*, 2019, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: <https://medium.com/crypto-integrity/fake-volumes-in-cryptocurrency-markets-february-report-fec9329f1f98>;

HOUGAN, M., KIM, H. A LERNER, M., *Economic and non-economic trading in bitcoin: exploring the real spot market for the world's first digital commodity*, 2019, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: <https://www.sec.gov/comments/sr-nysearca-2019-01/srnysearca201901-5574233-185408.pdf>.

136 PENNEC, Guénolé Le, FIEDLER, Ingo a ANTE, Lennart, *Wash trading at cryptocurrency exchanges*. Finance research letters, Elsevier, 2021, ISSN 1544-6123, str. 1, 5.

137 Převzato z: NAMBIAMPURATH, Rahul a BAIRD, Kyle, *95% of Trading Volume on LooksRare Linked to Wash Trading*, 2022, [online], [cit. 10.1.2023], dostupné z: <https://beincrypto.com/95-trading-volume-looksrare-linked-wash-trading/>.

spolupracujícími stranami. Manipulátoři používají takto spárované příkazy, čímž se obvykle snaží dosáhnout stejného účinku jako při používání wash tradingu. Prodávající a kupující osoba jsou ale oddělené entity, aby bylo možné se vyhnout provádění zakázaného wash tradingu.¹³⁸

Obecně platí, že příkaz k nákupu a k prodeji jsou kompatibilní, pokud maximální cena příkazu k nákupu odpovídá nebo překračuje minimální cenu příkazu k prodeji. Jelikož dnes obchodníci s cennými papíry už nemusí spojovat příkazy prostřednictvím osobních interakcí fyzicky na burze, je většina spojení provázána počítačovými algoritmy.¹³⁹ MAR, resp. doplňující nařízení, pamatují i na matched orders.¹⁴⁰

9.2 Momentum ignition

Technika „momentum ignition“ zahrnuje provedení série nákupů nebo prodejů v rychlém sledu, často za postupně rostoucí nebo klesající ceny. Cílem této techniky je přimět ostatní účastníky trhu k obchodování, zejména obchodníky sledující krátkodobé trendy (tzv. *momentum traders*). Manipulátor pak se stane protistranou těchto obchodníků. Přestože může být momentum ignition implementováno manuálně, může být navrženo tak, aby využívalo obchodní algoritmy k tomu, aby reagovaly na pohyby cen. Momentum ignition technika může též zneužívat stop-loss pokyny a mechanicky přimět ostatní, aby obchodovali daným směrem. Někteří obchodníci s dlouhou pozicí mohou mít nastaven stop-loss pokyn pro prodej své pozice, když cena klesne pod určitou prahovou hodnotu, a naopak obchodníci s krátkou pozicí mohou mít stop-loss pro odkoupení pozice, stoupne-li cena nad určitou hodnotu. Manipulátor se může zaměřit na oba druhy obchodníků.¹⁴¹

Technika Momentum ignition není definována v MAR, ale je na ní pamatováno v doplňujícím nařízení v příloze II Oddílu 1 odst. 4 písm. f), upřesňujícím ukazatele z přílohy I sekce A písm. d) MAR.¹⁴² Doplňující nařízení ilustruje techniku jako vysoký podíl zrušených příkazů (např. zadaných pokynů k provedeným obchodům), který lze zkombinovat s poměrem vůči objemu (např. počet finančních nástrojů na jeden pokyn).

9.3 Marking the close a marking the open

138 PUTNINS, Talis J., *An Overview of Market Manipulation*, 2018, Forthcoming in: Handbook of Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation, str. 14, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3398258.

139 SCOTT, Gordon, *Matching Orders*, 2022, [online] [cit. 4.11.2022], dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/m/matchingorders.asp>.

140 Výslovně v příloze II oddílu 1 odst. 3 písm. c) a odst. 4 písm. b) doplňujícího nařízení.

141 PUTNINS, Talis J., *An Overview of Market Manipulation*, 2018, Forthcoming in: Handbook of Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation, str. 14-15, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3398258.

142 ESMA, 'Final Report: Draft Technical Standards on the Market Abuse Regulation', ESMA/2015/1455, 2015, str. 19-21, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf.

Doslovně „označení konce“, technika „marking the close“ zahrnuje nákup nebo prodej cenných papírů během nebo krátce před uzavřením obchodování na burze s cílem ovlivnit uzavírací kurz na příslušném trhu. Tato cenová zkreslení jsou škodlivá především kvůli tomu, že tyto uzavírací ceny jsou hojně používány investory ve smlouvách jako referenční cena – často jsou tyto ceny používány k určení výnosů z derivátů, jako jsou opce, pro výpočet čisté hodnoty aktiv podílových fondů nebo k určení výkonnosti manažera fondu a jeho odměňování. Právě jejich široké využití je lákadlem pro manipulátory. Marking the close technika je více mechanická, nevyžaduje takové úsilí jako např. technika „pump and dump“, protože manipulátor potřebuje udržet cenu aktiva na umělé úrovni jen po krátkou dobu a nemusí nutně zapojovat a ovlivňovat ostatní, aby též obchodovali. Tato technika může nicméně být použita ve spojení s jinými technikami k usnadnění např. právě „pump and dump“ manipulace.

Obdobně jako marking the close funguje i technika „marking the open“, s tím rozdílem, že marking the open zahrnuje ovlivňování ceny aktiva při a těsně po otevření obchodování na regulovaném trhu.¹⁴³

MAR obecně upravuje tuto formu manipulace, v odst. 2 písm. b) čl. 12 MAR. Doplňující nařízení pak mj. dodává další ilustrační ukazatele této praktiky:

- i) *zadávání pokynů představujících velké objemy v centrální evidenci příkazů systému obchodování několik minut před fází dražby, při které dochází k určení ceny, a zrušení těchto pokynů několik sekund před zmrazením evidence příkazů pro výpočet dražební ceny, aby se teoretická zahajovací cena zdála být vyšší/nížší, než by tomu bylo jinak;*
- ii) *provedené obchody nebo podané pokyny k obchodování – především v blízkosti referenčního bodu v průběhu dne obchodování –, které vzhledem ke své velikosti ve vztahu k trhu jednoznačně budou mít významný dopad na nabídku, poptávku, cenu nebo hodnotu;*
- iii) *obchody nebo pokyny k obchodování, jejichž jediným zřejmým zdůvodněním je zvýšení/snížení ceny nebo zvýšení objemu obchodování, především v blízkosti referenčního bodu v průběhu dne obchodování, např. v době zahájení obchodování nebo krátce před koncem obchodování;*¹⁴⁴

9.4 Cornering a squeezing

„Cornering“ obecně nastává, když jedna nebo více stran získá celkovou nabídku finančního nástroje a má tedy kontrolní pozici nad celou nebo téměř celou nabídkou, kterou pak využije k tomu, aby si diktovala ceny za finanční nástroje nebo komodity. Tím manipuluje přirozený vývoj

143 PUTNINS, Talis J., *An Overview of Market Manipulation*, 2018, Forthcoming in: Handbook of Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation, str. 15-16, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3398258.

144 Příloha II, oddíl 1, odst. 5 písm. d) doplňujícího nařízení.

ceny, který by se jinak na trhu odehrával.

„Squeezing“ funguje podobným způsobem. Jedná se méně extrémní formu corneringu. Při squeezingu manipulátor získá „pouze“ podstatnou část z dostupné nabídky, nikoliv celou nabídku. To vytváří nedostatek pro jiné investory a odběratele a manipulátor je tak schopen tlačit cenu aktiva nahoru díky omezené nabídce vytvořené squeezingem. Squeezing má obecně větší šanci na úspěch, neboť manipulátor neovládá celou nabídku komodity, ale jen podstatnou část. To znamená, že zvýšení ceny není tak dramatické a nenutí tolik další obchodníky, aby dělali vše proto, aby zamezili manipulaci.

Cornering a squeezing patří mezi nejstarší formy manipulace s trhem a historicky patří mezi nejvýznamnější formy manipulace. Zmínky o těchto formách se objevují napříč dějinami. V roce 1771 publikoval De Pinto „Jeu d'actions en Hollande“, kde popisuje, jak „akcionisté“ využívají cornering nezkušených spekulantů k zisku. Edwin Lefèvre ve svých „Vzpomínkách organizátora trhu“ popisuje několik příkladů manipulátorů s trhem, kteří využili cornering na amerických organizovaných trzích v 19. století. Anne L. Murphy ve svém „Trading options before Black-Scholes: a study of the market in late seventeenth-century London“ udává příklady cornerování již z 90. let 17. století.¹⁴⁵ Ale cornering trhu můžeme stopovat i mnohem dále do minulosti, Aristoteles ve svém spisu *Politika* uvádí, jak Thalés z Milétu corneroval trh s lisy na olivový olej: Thalés si v zimě všiml, že následující rok bude následující rok velká úroda oliv, proto si za menší obnos peněz zaplatil vklady za všechny lisy na olivový olej v Milétu, protože v zimě je nikdo nepoužíval a nebylo to tak drahé. Během sezóny pak poptávka po lisech prudce vzrostla a Thalés je mohl přenechat za cenu, kterou si sám určil a vydělal na tom velký obnos peněz.¹⁴⁶ Ve starověkém Řecku ještě nebyla regulace manipulace s trhem zakázána, proto Aristoteles filozofa v podstatě chválí za to, že si dokázal tak šikovně obstarat peníze.

Cornering a squeezing spadají do manipulace s „tržní silou“, kde obojí vyžaduje velký objem prostředků, aby manipulace mohla být vykonána. K jejímu provedení jsou třeba velké nákupy komodit a obvykle jsou spojeny s operacemi na derivátových trzích.¹⁴⁷ Pokud taková situace nastane, je mnohdy řešena ustanoveními proti zneužití dominantního postavení. Pamatuje na ni i MAR, který tuto formu manipulace uvádí hned jako první v čl. 12 odst. 2 písm. a) a oddílu A písm. b) přílohy I MAR, a doplňuje ji i doplňujícím nařízením.¹⁴⁸

V dnešní době cornering a squeezing již na kapitálových trzích není tak častý jako byl dříve, především díky regulatornímu zásahu v moderních zemích, ve kterých byly přijaty zákony a

145 QUINN, William, *Squeezing the bears: cornering risk and limits on arbitrage during the 'British bicycle mania', 1896–8*, The Economic history review, HOBOKEN: Wiley, 2019, ISSN 0013-0117.

146 REEVE, C. D. C. ARISTOTLE, *Politics: a new translation*, Indianapolis, Indiana: Hackett Publishing Company, 2017, ISBN 1624665594, bod 1259a.

147 MARKHAM, M. E., *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E.Sharpe, 2015, ISBN 1-317-46636-5, str. 3.

148 Příloha II, oddíl 1, odst. 2 písm. b) doplňujícího nařízení.

nařízení, které dané jednání zakazují. Kromě regulačního zásahu je třeba poukázat i na fakt, že na dnešních moderních finančních trzích není pro obchodníka snadné získat dominantní postavení na konkrétním trhu za účelem provedení zmíněné manipulace. Může tomu být mj. i proto, že společnosti na trzích s finančními nástroji mají větší hodnotu a tomu odpovídající kapitál, kterým mohou manipulaci ztížit. Přesto jsou tyto praktiky v dnešní společnosti stále přítomné a stávají se, když na trhu chybí likvidita a jedna nebo více stran získá dominantní postavení na trhu.¹⁴⁹



Příklad růstu ceny akcií společnosti Volkswagen AG v roce 2008.

Výše vidíme příklad z finanční krize z roku 2008-2009. V roce 2008, v době paniky po pádu banky Lehman Brothers, společnost Porsche AG skupila akcie a dostala se na 94 % akcií společnosti Volkswagen AG. To vystřelilo cenu nahoru a způsobilo tzv. short squeeze, tedy situaci, kdy jsou prodejci spekulující na pokles ceny cenného papíru nuceni likvidovat své pozice, čímž se zrychluje pohyb ceny nahoru. Tím bylo způsobeno, že se na krátký čas stala společnost Volkswagen AG největší společností na světě, co se týče tržní hodnoty. Z původní ceny okolo 250 euro za akcii se cena vyšplhala jeden den na 999 euro za akcii.¹⁵⁰

9.5 Spoofing a layering

„Spoofing“ se na finančních trzích vyskytuje přinejmenším od nástupu elektronického obchodování, tj. od konce 60. let 20. století. Následná éra elektronického obchodování (dnes

149 LIN, Tom C.W., *The new market manipulation*, Emory law journal, Atlanta: Emory University School of Law, 2017, ISSN 0094-4076, str. 1281-1283.

150 Převzato z: POWELL, Jamie, *The day Volkswagen briefly conquered the world*, Financial Times, 2018, [online] [cit. 10.1.2023], dostupné z: <https://www.ft.com/content/0a58b63a-4294-3e07-8390-c3aabef39a26>.

prakticky veškeré obchodování, jak na akciových trzích, tak na derivátových trzích, probíhá pomocí počítačů) vytvořila prostředí, kde spoofing a layering mohl vzkvétat.¹⁵¹

Spoofing se tedy řadí k moderním formám manipulace s trhem, které využívají nové finanční technologie, aby zkreslily cenu. Při spoofingu zadávají počítačové platformy masivní příkazy na nákup nebo prodej určitého finančního nástroje za limitní cenu, tedy bez dobré víry, čímž vytvoří falešnou představu o ceně tohoto finančního nástroje a přimějí ostatní účastníky trhu, aby reagovali způsobem příznivým pro manipulující stranu. Ovšem když se tyto příkazy blíží ke svému vyřízení, počítač (tzv. boti) je zruší. Spoofing umožňuje manipulátorovi narušit přirozený vývoj cen na trhu zadáváním příkazů bez úmyslu je někdy provést a pouze za účelem manipulace čestných účastníků na trhu. Například pokud by se akcie Citigroup obchodovaly za cenu mezi 59,98 a 60,05 dolary za akcii, manipulátor by dal a následně zrušil několik příkazů k prodeji 100.000 akcií za 59,90, aby přiměl ostatní prodat své akcie, čímž cena ve výsledku skutečně klesne.¹⁵²

„Layering“ je pak více sofistikovaná verze spoofingu. Jedná se o metodu podobnou spoofingu, s tím rozdílem, že manipulátor obvykle zadává místo jednoho obřího příkazu více menších příkazů v různých cenových hladinách, opět bez úmyslu tyto příkazy provést. Cílem je vytvořit zdání změny v nabídce či poptávce a uměle pohnout s cenou. Následně je proveden příkaz nebo jsou provedeny příkazy z druhé strany a zároveň jsou zrušeny zadané příkazy.¹⁵³

Spoofing ani layering není v MAR přesně definován, ale doplňující nařízení na tuto techniku pamatuje v Příloze II Oddílu 1 odst. 5 písm. e) v odstavci, který upřesňuje ukazatel z praktik uvedených v příloze I MAR sekce A písm. e).

9.6 Pinging

Technika „pinging“ funguje tak, že je ve zlomcích sekundy zadán a rušen velký počet malých příkazů na kontrétní finanční nástroj skrze počítačové platformy s cílem přimět ostatní účastníky trhu, aby na to zareagovali a odhalili své obchodní záměry manipulátorovi. Pinging tak umožňuje manipulátorovi rozeznat cenné informace s minimálním rizikem, neboť většina příkazů je před jejich provedením zrušena. Tedy např. obchodník A chce koupit 100.000 akcií společnosti S za jakoukoliv cenu až do výše 50 dolarů za akcii. Obchodník B za pomoci techniky pinging zadá mnoho malých příkazů k prodeji akcií společnosti S za různé ceny, ale bez úmyslu je naplnit. Obchodník A reaguje na příkazy obchodníka B a odhalí tím svůj preferovaný objem obchodu a jeho cenu. Místo toho, aby naplnil několik obchodů v různých cenových variacích, zaplatí nakonec 50

151 MARK, Gideon, *Spoofing and Layering*, The Journal of corporation law, Iowa City: University of Iowa Journal of Corporation Law, 2020, ISSN 0360-795X, str. 1.

152 LIN, Tom C.W., *The new market manipulation*, Emory law journal, Atlanta: Emory University School of Law, 2017, ISSN 0094-4076, str. 1289.

153 PUTNINS, Talis J., *An Overview of Market Manipulation*, 2018, Forthcoming in: Handbook of Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation, str. 17, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3398258.

dolarů nebo více za akcii kvůli odhalení svých preferencí. Proto tato technika může stát investory ve výsledku značné částky kapitálu.¹⁵⁴

Pinging se dá velice dobře kombinovat s „front runningem“ (viz kapitola 9.8 této práce). Nejdřív se manipulátor pokusí odhalit velké obchody rozesláním malých příkazů, které následně okamžitě zruší, pokud nevedou k uskutečněným obchodům. Pokud se obchod uskuteční, manipulátor tak může získat neveřejné informace o obchodních záměrech, strategiích a cenových preferencích třetích stran, a to dříve než ostatní účastníci trhu. Tyto informace může pak následně využít k front runningu.¹⁵⁵ S „ping orders“ se můžeme setkat v doplňujícím nařízení, které uvádí tuto formu manipulace jako ukazatel v oddílu A písm. a) přílohy I MAR.¹⁵⁶ Jelikož se jedná o několik malých pokynů k nákupu za cílem zjištění obchodních záměrů, nemají sílu na to vytvořit umělou cenovou hladinu. Přestože mohou být do jisté míry způsobilé dávat zavádějící signály, jedná se spíše o formu klamavého nebo lstivého jednání dle čl. 12 odst. 1 písm. b) MAR. Doplňující nařízení však tuto techniku podřazuje pod ukazatele čl. 12 odst. 1 písm. a) MAR.

9.7 Pump and dump a bear raids

V roce 1720 byla Anglie opět ve válce s Francií a potřebovala tuto válku financovat. Jihomořská společnost uzavřela dohodu s anglickou vládou, že převezme anglický dluh a za to může mít monopol na obchod se španělskými koloniemi v Americe. Akcie Jihomořské společnosti stály původně kolem 100 liber, s monopolem začala cena vzrůstat. Společnost začala následně růst ceny přiživovat vypouštěním různých fám (jako např., že vynalezla perpetuum mobile) a vypsáním vysokých dividend pro akcionáře. Společnost tak nemusela být zvlášť aktivní, a přesto její akcie vystoupaly až na hodnotu 1050 liber za akcii. Poté ale začalo vedení společnosti rozprodávat své vlastní akcie, což se brzy veřejnost dozvěděla, a bublina splaskla. Cena akcií se tak rychle vrátila na původní hodnotu kolem 100 liber.¹⁵⁷ Jedná se o jeden z nejznámějších příběhů manipulace zvané „pump and dump“ a jeden z nejstarších případů iracionálního optimismu na trhu.¹⁵⁸

Pump and dump schéma obecně funguje tak, že manipulující strana nejdříve nakoupí finanční nástroje ve velkém, typicky akcie, za nízkou cenu, a poté je začne uměle nafukovat pomocí podvodné propagace (např. v propagaci se může tvrdit, že je známa vnitřní informace ohledně budoucí události týkající se společnosti, která způsobí růst cen akcií dané společnosti). Tato propagace je schválně cílená a mířená na vytvoření silné poptávky po koupi těchto finančních

154 LIN, Tom C.W., *The new market manipulation*, Emory law journal, Atlanta: Emory University School of Law, 2017, ISSN 0094-4076, str. 1288.

155 SCOPINO, Gregory, *The legality of high-speed "pinging" and "front running" in the futures market*, Connecticut law review, University of Connecticut, 2015, ISSN 0010-6151, str. 625.

156 Příloha II, oddíl 1, odst. 1 písm. c) doplňujícího nařízení.

157 LIPOVSKÁ, Hana, *Moderní ekonomie: jednoduše o všem, co byste měli vědět*, Praha: Grada, 2017, ISBN 978-80-271-0120-7, str. 176.

158 BRIGGS, Brad, *A Tale Of Bubbles Old And New -- Plus, How To Avoid Them*, 2019, [online] [cit. 19.10.2022], dostupné z: <https://www.nasdaq.com/articles/a-tale-of-bubbles-old-and-new-plus-how-to-avoid-them-2019-12-05>.

nástrojů. Současně s probíhající propagací chtějí ostatní účastníci trhu nastoupit do rozjetého vlaku, čímž se cena dále zvyšuje. Následně manipulátor své finanční nástroje prodá za uměle nadhodnocenou cenu, která se často po tomto prodeji zase vyrovná, za cenu značných ztrát těch účastníků trhu, kteří jsou pomalí reagovat včas na tuto bublinu.¹⁵⁹

Moderní propagace techniky pump and dump samozřejmě využívá moderní způsoby propagace, jako je tzv. boiler room, internetové chatovací kanály, podvodné webové stránky, sociální média nebo spamující emaily. Tzv. boiler rooms odkazují na praktiku, při níž jsou cenné papíry propagovány agresivními taktikami, které zahrnují nátlakové nesjednané obchodní telefonáty, ujišťování o vysokých výnosech a lhaní o propagovaných cenných papírech. Internet navíc výrazně snížil náklady na rozšiřování těchto propagačních materiálů, což umožňuje, aby se jak profesionálové, tak amatéři mohli zapojovat do pump and dump schémat.¹⁶⁰

EU reguluje techniku pump and dump obecně v příloze I oddílu A písm. d), ale přesněji ji definuje v příloze II doplňujícího nařízení v oddíle 1 bodě 4 písm. c) a uvádí ilustrativní znaky této techniky:

- i) *šíření zpráv prostřednictvím médií o zvýšení (nebo snížení) kvalifikované účasti před neobvyklým pohybem ceny finančního nástroje nebo krátce poté;*
- ii) *zadávání pokynů představujících velké objemy v centrální evidenci příkazů systému obchodování několik minut před fází dražby, při které dochází k určení ceny, a zrušení těchto pokynů několik sekund před zmrazením evidence příkazů pro výpočet dražební ceny, aby se teoretická zahajovací cena zdála být vyšší/nížší, než by tomu bylo jinak;¹⁶¹*

Zajímavé je, jak má tato manipulace přesah do různých kategorií. Pump and dump se obecně řadí mezi formy manipulace založené na informaci, neboť fungují na bázi šíření zavádějících nebo nepravdivých informací. Doplňující nařízení zmiňuje pump and dump jako ukazatel manipulativního jednání dle čl. 12 odst. 1 písm. a) i písm. b) MAR, neboť se může jednat o jednání dávající nesprávné signály, a zároveň může být použito i lstivé jednání k dosažení manipulace. Pokud by byla zvolena forma pump and dump tam, kde se informace šířila prostřednictvím médií, jednalo by se nepochybně o manipulace dle čl. 12 odst. 1 písm. c) MAR.

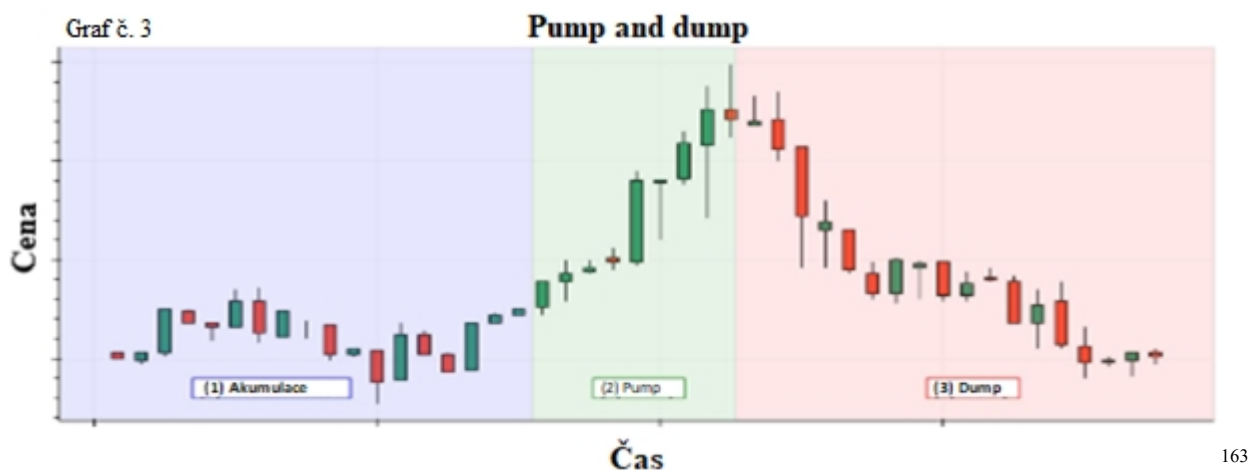
SEC již v roce 2006 uveřejnila výčet kroků, kterými by se měl investor řídit. Spadá sem: 1) *nevěřit halasně propagaci*, neboť právě téměř neuvěřitelné investiční příležitosti mohou být obzvláště nebezpečným lákadlem; 2) *podívat se, kde se cenné papíry obchodují*, velká spousta cenných papírů není obchodována na velkých burzách, ale skrze OTC systémy, které jsou nejvíce rizikové a náchylné k manipulaci; 3) *nezávisle si ověřovat tvrzení*, v dnešní době je velice snadné

159 ALEXANDER, Carol. a CUMMING, Douglas, *Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation*, Newark: John Wiley & Sons, Incorporated, 2020, ISBN 9781394178148, str. 215.

160 LIN, Tom C.W., *The new market manipulation*, Emory law journal, Atlanta: Emory University School of Law, 2017, ISSN 0094-4076, str. 1284-1285.

161 Příloha II, oddíl 2 odst. 1 písm. c) doplňujícího nařízení.

pronášet nebo zveřejňovat halasné tvrzení o společnostech nebo nových možnostech, je proto důležité ověřovat si všechna tvrzení nezávisle; 4) *prozkoumávat si příležitosti na vlastní pěst*, vždy je dobré si číst finanční prospekt nebo aktuální finanční výkazy; 5) *dávat si pozor na vyvíjení nátlaku*, někteří propagátoři se snaží vyvíjet nátlak, aby daná oběť provedla nákup, aniž by měla možnost prozkoumat jiné investiční možnosti a nenaletět na příležitost, která se vyskytne „jednou za život“; a 6) *vždy být skeptický*, pokaždé, když někdo dá investiční tip, zeptat se, proč zrovna tento neznámý člověk dává tip a zda z toho může nějak mít nějaký prospěch.¹⁶²



Na obrázku jsou vykresleny klasické tři fáze pump and dump schématu. První je akumulace cenných papírů manipulátory za tržní cenu, druhá je propagace způsobující růst ceny a třetí splasknutí bubliny, před kterou manipulátoři prodají své dříve nakoupené cenné papíry, a pokles ceny opět na původní hodnotu.

U pump and dump je třeba ještě zmínit opak této techniky, a sice tzv. „bear raids“ (medvědí nájezdy). Manipulátorům se může hodit i cenu aktiva snížit, především spekulantům na pokles ceny. Manipulátoři mohou vydělat tím, že nejdříve akcie prodají za vysokou cenu, poté rozšíří negativní fámy o dané společnosti, a když její cena akcií klesne, akcie opět, tentokrát levně, nakoupí a profitují z rozdílu cen.¹⁶⁴

9.8 Front running

„Front running“ je jednou ze základní forem manipulace s trhem. Jedná se o techniku, kde manipulátor těží ze znalosti o nadcházejícím velkém obchodu, ať už o prodeji nebo nákupu cenných papírů, které ovlivní cenu těchto aktiv. Manipulátor může profitovat z nákupu nebo prodeje cenných papírů dotčené společnosti, které před tímto velkým nákupem nebo prodejem koupí. Většinou se

¹⁶² SEC, „Pump and dump“ Schemes, 2006, [online] [cit. 20.10.2022], dostupné z:

https://www.sec.gov/rss/your_money/pump_and_dump.htm.

¹⁶³ Převzato z KAMPS, Josh a KLEINBERG, Bennett, *To the moon: defining and detecting cryptocurrency pump-and-dumps*, Crime science, Berlin/Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, 2018, ISSN 2193-7680, str. 2.

¹⁶⁴ MITCHELL, Cory, *Bear Raid*, 2022, [online] [cit. 20.10.2022], dostupné z:

<https://www.investopedia.com/terms/b/bearraid.asp>.

jedná o brokera, který může před příkazem od klienta uskutečnit vlastní příkaz. Např. může uskutečnit prodej svých akcií ze svého účtu poté, co dostane příkaz od Warrena Buffeta k prodeji velkého balíku akcií, kdy ze svého účtu prodá akcie dříve, než uskuteční příkaz od Warrena Buffeta. To proto, že se tu jedná o příkaz, který velice pravděpodobně pohne s cenou, v tomto případě dolů.¹⁶⁵ Vždy se musí jednat o případ, kdy je příkaz k obchodu tak velký, že je opravdu způsobilý cenu ovlivnit a umožnit tak manipulátorovi profitovat z front runningu. Při této formě manipulace se nejedná o snahu manipulátora vytvořit cenu uměle, ale spíše o snahu benefitovat z neveřejné informace, která je způsobilá cenu ovlivnit.¹⁶⁶ MAR pamatuje na tuto formu manipulace v recitálu 30, kde udává, že ustanovení na ochranu tvůrců trhu, orgánů oprávněných jednat jako protistrany nebo vykonávat pokyny jménem třetích stran, se nevztahují na činnosti MAR výslovně zakázané, a to včetně front runningu. Tato forma manipulace se výrazně kryje i s úpravou obchodování zasvěcené osoby, neboť informace o obchodu se dá klasifikovat jako vnitřní informace dle čl. 7 odst. 1 psím. d) MAR.

9.9 Algoritmické a vysokofrekvenční obchodování

S moderními formami manipulace s finančním trhem se často pojí vysokofrekvenční obchodování (dále jen „HFT“). MAR pro definici odkazuje na MIFID II. Zde se v čl. 4 odst. 1 bodu 40 stanoví, že způsobem algoritmického obchodování s vysokou frekvencí se rozumí takové obchodování, které se vyznačuje:

- a) infrastrukturou sloužící k minimalizaci síťových a jiných typů latencí, jež např. zahrnuje vysokorychlostní přímý elektronický přístup;
- b) systémovým určením zahájení, vytvoření, směřování nebo provedení pokynu bez lidského zásahu pro jednotlivý obchod nebo pokyn; a
- c) vysokým počtem zpráv během dne, jež zahrnují pokyny, kotace nebo zrušení.

Jedná se o metodu obchodování na burzách za pomoci výkonných počítačů, které dokáží zpracovat velké množství pokynů za zlomek vteřiny. Využívají různé algoritmy, kterými zanalyzují několik tržních ukazatelů naráz a na jejich základě uskuteční určité pokyny. Obchodníci s rychlejšími počítači mohou být proto výdělečnější než ti s pomalými. Tam, kde dřív figurovali obchodníci, jsou dnes mnohem rychlejší a výkonnější stroje, které dokážou díky algoritmům přijímat rozhodnutí během milisekund. To může mít na druhou stranu za následek náhlé strmé poklesy cen bez zjevné příčiny, kvůli předdefinovaným algoritmům.¹⁶⁷

165 LIN, Tom C.W., *The new market manipulation*, Emory law journal, Atlanta: Emory University School of Law, 2017, ISSN 0094-4076, str. 31.

166 MARKHAM, Jerry W., *Front-Running - Insider Trading under the Commodity Exchange Act*, 38 Cath. U. L. Rev. 69 (1988), str. 71, 91, [online] [cit. 13.10.2022], dostupné z: https://ecollections.law.fiu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1356&context=faculty_publications.

167 CHEN, James, *What Is High-Frequency Trading (HFT)? How It Works and Example*, 2021, [online] [cit. 24.10.2022], dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/h/high-frequency-trading.asp>.

MAR na tuto hrozbu reaguje a již v recitálu 38 upozorňuje, že MAR se musí týkat i „manipulace s trhem, která mohou být přizpůsobena novým formám obchodování nebo novým strategiím, které mohou mít nekalý charakter. S ohledem na skutečnost, že obchodování s finančními nástroji je stále více automatizováno, je žádoucí, aby definice manipulace s trhem poskytovala příklady konkrétních nekalých strategií“. Samotná regulace HFT je v čl. 12 odst. 2 písm. c) MAR. HFT je zakázáno, pokud takové obchodování má jeden z účinků v odst. 1 písm. a) nebo b) (tedy nesprávné nebo zavádějící signály, zajištění ceny na umělé úrovni nebo ovlivnění ceny pomocí fiktivních prostředků), pokud je účel obchodu i) narušení nebo zpoždění fungování systému obchodování obchodního systému; ii) ztížení identifikace skutečných pokynů v systému obchodování (např. skrze přetížení nebo destabilizaci evidence příkazů); nebo iii) vytvoření nepravdivého nebo zavádějícího signálu o nabídce nebo poptávce po finančním nástroji nebo o jeho ceně.

ČNB se svým stanoviskem k návrhu MAR a MAD¹⁶⁸ uvádí pochybnost o nezbytnosti uvést specificky zvláštní kategorii regulace s trhem HFT, neboť „by postačila dosavadní obecná regulace manipulací s trhem, která bezpochyby vysokofrekvenční obchodování zahrnuje.“ Jelikož HFT tvoří podstatnou část celkového objemu obchodování s akcemi, v EU je to okolo 35 %, v USA až 50 %.¹⁶⁹ Jelikož pokrývá relativně moderní způsob obchodování, je užitečné, pokud takové způsoby manipulace uvádí a jasněji vymezuje hranice přípustnosti. Pokud by se spoléhalo dle ČNB na dosavadní úpravu, tedy na evropské úrovni na MAD 2003, byla by úprava závislá na analogické interpretaci jednotlivých členských států, protože MAD 2003 HFT výslovně neupravuje. To by mohlo vést k nejednotnému vymáhání a velkým rozdílům napříč EU.

168 Stanovisko ČNB k návrhu nařízení o obchodování zasvěcených osob a manipulacích s trhem (MAR, zneužívání trhu) a směrnice o trestních sankcích za obchodování zasvěcených osob a manipulace s trhem (DCSMA), 2011, [online] [cit. 6.1.2023], dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/galleries/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/navrh_narizeni_mar_a_navrh_smernice_dcsma_stanovisko_cnb.pdf.

169 CLAPHAM, B., HAFERKORN, M. a ZIMMERMANN, K., *The Impact of High-Frequency Trading on Modern Securities Markets*, Bus Inf Syst Eng (2022), [online] [cit. 24.10.2022], dostupné z: <https://link.springer.com/article/10.1007/s12599-022-00768-6>.

10. Sankce za manipulování s trhem

Sankce za manipulaci s trhem musí být dostatečné, aby odrazovaly případné manipulátory od tohoto jednání. Orgány dohledu by tedy měly mít dostatečné pravomoci a možnost využívat silné a odrazující sankce, které by měly být účinně vymáhány. Dle de Larosièrovy skupiny tento prvek v EU chyběl.¹⁷⁰ O nápravu se co do základu pokouší MAR i MAD. Dle sdělení Komise jsou sankce významnou součástí regulačního systému. Sankce musí být účinné, aby zajišťovaly dodržování práva EU, a přiměřené, aby vhodným způsobem zohlednily závažnost protiprávního jednání. Zároveň nesmí být přespříliš přísné, ale musí být odrazující, aby pachatele odradily od opakování stejného činu a další potenciální pachatele od spáchání činu.¹⁷¹

MAR upravuje správní sankce a jiná správní opatření v čl. 30. Tento článek uvádí list správních a jiných opatření, která musí být dostupná ve všech členských státech. Členské státy tak musí přijmout za manipulaci s trhem minimálně příslušné správní sankce. Tento článek tedy harmonizuje rozdílné přístupy různých členských států k dané tématice.

Všechny členské státy jsou povinny ukládat peněžité sankce, přičemž čl. 30 MAR stanovuje jejich maximální výši. Základní pravidlo je, že pokud lze profit nebo utrženou ztrátu vyplývající ze způsobené manipulace vyčíslit, představuje trojnásobek této částky maximální peněžitou sankci, kterou lze uložit. Jinak je třeba s ohledem na rozsah sankcí rozlišovat mezi fyzickými osobami (dále jen „FO“) a právnickými osobami (dále jen „PO“) a mezi závažností porušení pravidel. Sankce pro právnické osoby jsou odpovídajícím způsobem vyšší než pro fyzické osoby. Porušení zákazu samotné manipulace s trhem, tj. čl. 15 MAR, je sankcionováno tak, že nejvyšší sankce pro PO je alespoň 15 milionů EUR a pro FO je to alespoň 5 milionů EUR. Za porušení ostatních pravidel (např. dle čl. 16 MAR) jsou sankce nižší. V případě PO je peněžní sankci možné určit i skrze celkový roční obrat a MAR tak jako sankci předepisuje nejvýše 15 % z obratu společnosti. Pokud se jedná o skupinu společností, jedná se o preferovanou variantu, neboť celkový obrat je určen z konsolidované účetní závěrky mateřské společnosti.

Vedle uložení finančních sankcí uvádí čl. 30 odst. 2 MAR několik dalších opatření, která by dozorový orgán členského státu měl mít možnost uložit. Jedná se o opatření zaměřená zejména na osoby s rozhodovacími pravomocemi. Dozorový orgán má možnost uložit sankci např. v podobě dočasného zákazu výkonu řídicí funkce v investičních podnicích pro jakoukoli osobu s řídicí pravomocí.

Přestože nařízení mají přímou použitelnost dle čl. 288 bod 2 SFEU, z povahy věci musí být sankční ustanovení implementována členskými státy. Jedná se však o minimální harmonizaci a

¹⁷⁰ Recitál 70 MAR.

¹⁷¹ Sdělení komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů, Posílení sankčních režimů v odvětví finančních služeb, KOM(2010) 716, 2010, bod 2.1., [online] [cit. 19.1.2023], dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX%3A52010DC0716>.

členské státy mají možnost přijmout a uzákonit další možné sankce, nebo mohou přijmout tvrdší verzi sankcí, než uvádí MAR. Pokud členské státy již měly některou z uvedených sankcí postihovanou trestním právem, neměly za povinnost stanovovat pravidla i pro postihování těchto manipulací správními sankcemi.¹⁷²

V českém právním řádu je toto mj. implementováno § 160 a 177 ZPKT. § 160 se zabývá přestupky FO, pokud nesplní některou z povinností MAR. Pokud FO poruší zákaz manipulace z čl. 15 nebo 16 MAR, lze takové FO vždy uložit pokutu do výše trojnásobku neoprávněného prospěchu získaného spácháním tohoto přestupku, je-li možné výši neoprávněného prospěchu zjistit. Za porušení čl. 15 MAR lze uložit FO pokutu až 150 mil. Kč a za porušení čl. 16 MAR pokutu do 30 mil. Kč. § 177 ZPKT se zabývá přestupky pro PO. Stejně jako pro FO může i PO být uložena pokuta do výše trojnásobku neoprávněného prospěchu získaného spácháním tohoto přestupku, je-li možné výši neoprávněného prospěchu zjistit. Nadto lze PO za porušení čl. 15 MAR uložit pokutu až 450 mil. Kč nebo až 15 % celkového ročního obrátu PO dle její poslední řádné, případně konsolidované, účetní závěrky. Za porušení čl. 16 lze uložit pokutu do výše 75 mil. Kč nebo až 2 % celkového ročního obrátu. Pro podnikající FO jsou sankce ve stejné výši, jako jsou v § 160 ZPKT. Před přijetím MAR a MAD bylo sankcionování manipulace s trhem dle tehdejšího § 126 ZPKT v § 164 odst. 1 písm. j) a odst. 3 písm. b) ZPKT. Jednalo se o pokutu do výše 20 mil. Kč. Je tedy vidět, že v českém právu nebyla úprava manipulace s trhem dostatečná. Právní úprava musí být dostatečně odrazující, aby plnila preventivní charakter.

ČNB kritizovala MAR, že nadbytečně upravuje na evropské úrovni detailní pravidla ukládání administrativních sankcí, neboť stejně nedokáže automaticky zajistit konzistentní aplikaci v EU. ČNB zmiňuje, že dle šetření ESMA z roku 2011 vyplývá, že většina členských států již měla zakotvena kritéria pro efektivní ukládání sankcí a standardně je uplatňovala.¹⁷³ Z daného šetření¹⁷⁴ nicméně vyplývá, že úprava a uplatňování sankcí se mezi členskými státy značně lišily. Např. se mezi členskými státy značně lišila minimální i maximální částka udělená jako sankce (např. maximální částka byla od 1.200 EUR do 25 mil. EUR). U 20 členských států mohli poškození investoři použít rozhodnutí o správních sankcích k tomu, aby získali náhradu škody, u 7 států taková možnost nebyla atd. Není pochyb o tom, že MAR přinesl harmonizaci v této oblasti a pomohl sjednotit vymáhání zákazu manipulace.

172 KALSS, Susanne, *EU market abuse regulation: a commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited The Lypiatts, 2021, ISBN 1-80088-224-6, str. 356-358.

173 Stanovisko ČNB k návrhu nařízení o obchodování zasvěcených osob a manipulacích s trhem (MAR, zneužívání trhu) a směrnice o trestních sankcích za obchodování zasvěcených osob a manipulace s trhem (DCSMA), 2011, str. 3, [online] [cit. 6.1.2023], dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/galleries/legislativni_zakladna_stanoviska_cnb/download/navrh_narizeni_mar_a_navrh_smernice_dcsma_stanovisko_cnb.pdf.

174 ESMA Report, *Actual use of sanctioning powers under MAD*, 2012, [online] [cit. 15.1.2023], dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-270.pdf>.

10.1 MAD jako doplnění MAR

MAD, stejně jako MAR, je významným regulačním počinem pro regulaci trhu s cennými papíry a finančního trhu obecně. Jak MAR, tak i MAD se řídil doporučením de Larosiérovi zprávy, aby příslušné orgány byly vybaveny silnými, rovnocennými a odrazujícími sankčními režimy pro boj proti všem typům finanční kriminality.¹⁷⁵ MAD je průkopník přijatý dle čl. 83 odst. 2 SFEU, který umožňuje členským státům stanovit minimální pravidla pro vymezení trestných činů a sankcí, pokud je to nezbytné pro zajištění účinného provádění politiky Unie, v tomto případě politiky integrovaných a efektivních finančních trhů EU. Z tohoto důvodu MAD vyžaduje, aby členské státy přijaly opatření nezbytná pro to, aby manipulace s trhem byla v závažných případech trestným činem, pokud byla spáchána úmyslně.¹⁷⁶ Zároveň musí členské státy dle MAD zajistit, aby byl i návod a pomoc k manipulaci s trhem trestným činem.¹⁷⁷

Jak stanoví recitál 23 MAD: „*Oblast působnosti této směrnice je stanovena takovým způsobem, aby doplnila a zajistila účinné provedení MAR. ... protiprávní činy by mělo být podle této směrnice možné trestat, jestliže byly spáchány úmyslně a alespoň v závažných případech*“. Na rozdíl od MAR vyžaduje MAD, aby byl prokázán úmysl. Zároveň musí členské státy zajistit, aby trestání nevedlo k porušení zásady *ne bis in idem*. K tomu recitál 72 MAR dokonce stanoví, že „*nic nebrání členským státům stanovit za stejná porušení správní a trestní sankce*“. Je proto třeba stanovit jasnou dělicí čáru k odlišení správních a trestních sankcí. Proto se recitál 12 MAD snaží tuto čáru nakreslit: „*Pro účely této směrnice by měla být manipulace s trhem považována za závažnou mimo jiné v případech značného dopadu na integritu trhu, vysokého skutečného nebo potenciálního odvozeného zisku nebo vysoké skutečné nebo potenciální ztráty, které bylo zabráněno, vysoké výše škody způsobené příslušnému trhu, nebo vysoké úrovně změny hodnoty finančního nástroje nebo spotové komoditní smlouvy či vysoké částky finančních prostředků původně použitých, nebo v případě spáchání manipulace osobou zaměstnanou nebo pracující ve finančním sektoru nebo v orgánu dohledu nebo v regulačním orgánu*“. Problém je, že dělicí kritéria jsou příliš vágní a nevysvětlují, co daná kritéria znamenají. Na rozdíl od případu, kdy zasvěcenec provede nákupy přesně před tím, než je vnitřní informace zveřejněna, je u manipulace s trhem závislá na více faktorech, a proto je určení, zda jednání lze kvalifikovat jako manipulaci, mnohem obtížnější. MAD zde dává pouze náповědu, že pokud daný akt spáchá zaměstnanec nebo osoba pracující ve finančním sektoru nebo v orgánu dohledu nebo v regulačním orgánu, jedná se závažnou manipulaci s trhem.

Ovšem kvůli jen minimální harmonizaci, zásadě *ne bis in idem* a četnými možnostmi, jak

¹⁷⁵ High Level Group on Financial Supervision in the EU (The de Larosiére Group), 2009, Zpráva, str. 23, [online] [cit. 31.10.2022], dostupné z: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf.

¹⁷⁶ PERRONE, Andrea, *EU Market Abuse Regulation: The Puzzle of Enforcement*, European business organization law review, Cham: Springer International Publishing, 2020, ISSN 1566-7529, str. 381.

¹⁷⁷ Čl. 6 MAD.

identifikovat závažné případy, které mají být postihovány trestními sankcemi, pokládá MAD velmi roztržitý režim vymáhání napříč EU. Různé členské státy mohou stanovit různá pravidla a výsledky implementace MAD mohou nakonec jít proti cílům EU stanoveným v čl. 83 odst. 2 SFEU.

Pokud členský stát více kriminalizuje manipulaci s trhem, jsou v popředí soudy členského státu, což ale zapříčiňuje částečnou decentralizaci postihování manipulace v Evropě, než pokud by se nechalo postihování manipulace s trhem pod taktovkou správních sankcí. Správní sankce a jiná opatření ukládají příslušné orgány členských států. Zde čl. 24 a 25 MAR stanoví povinnost spolupracovat s orgánem ESMA a mezi sebou navzájem tam, kde je to nezbytné. Z výše uvedených důvodů se může jevit, že vytvoření jednotného systému dohledu v EU by lépe posloužilo efektivnímu vymáhání než pomocí minimální harmonizace trestního práva.¹⁷⁸

Co se týče harmonizace sankcí, musí členské státy sankcionovat za dané trestné činy týkající se manipulace s trhem FO tak, aby podléhaly trestům odnětí svobody s horní hranicí trestní sazby nejméně čtyř let.¹⁷⁹ Co se týče PO, musí členské státy zařídit, aby za manipulaci s trhem byla trestána i PO, pokud se manipulace stane v její prospěch, nebo pokud je konána členem jejího orgánu nebo osobou oprávněnou PO zastupovat nebo osobou s pravomocemi přijímat rozhodnutí jménem této PO nebo vykonávat kontrolu v rámci této PO. Členské státy dále musí zajistit, aby PO bylo možné uložit alespoň tyto sankce:

- a) *zbavení nároku pobírat veřejné výhody nebo podpory;*
- b) *dočasný nebo trvalý zákaz vykonávat obchodní činnost;*
- c) *uložení soudního dohledu;*
- d) *zrušení rozhodnutím soudu;*
- e) *dočasné nebo trvalé uzavření provozoven použitých ke spáchání trestného činu.*¹⁸⁰

10.1.1 Právní úprava manipulace s trhem v českém trestním právu.

Dle svého stanoviska nepovažuje ČNB za potřebné, aby EU zasahovala do trestního práva a zaváděla trestné činy na úrovni EU. To i přesto, že ČR v době přijetí již trestněprávně upravovala manipulaci s trhem. V ČR je manipulace s trhem v trestním zákoníku implementována především v § 250 zákona č. 40/2009 Sb., trestní zákoník (dále jen „TZ“).

§ 250 TZ¹⁸¹ se zabývá manipulací s kurzem investičních nástrojů a implementoval čl. 5

178 PERRONE, Andrea, *EU Market Abuse Regulation: The Puzzle of Enforcement*, European business organization law review, Cham: Springer International Publishing, 2020, ISSN 1566-7529, str. 383-386.

179 Čl. 7 odst. 2 MAD.

180 Čl. 8 a 9 MAD.

181 § 205 TZ zní: (1) *Kdo v úmyslu ovlivnit cenu nebo kurz investičních nástrojů, které jsou přijaty k obchodování v obchodním systému nebo o jejichž přijetí k obchodování v obchodním systému bylo požádáno,*

a) rozšíří nebo jinému poskytne nepravdivou nebo hrubě zkreslenou informaci významně ovlivňující cenu nebo kurz takových investičních nástrojů nebo s nimi souvisejících komodit obchodovaných na organizovaném trhu se zbožím anebo výpočet sazeb, indexů nebo kvantitativně vyjádřených ukazatelů určujících pro cenu nebo kurz takových investičních nástrojů, nebo

b) skuteční obchod, zadá pokyn nebo se dopustí jiného jednání, které je způsobilé vyvolat nesprávnou představu o

MAD. Objektivní stránkou tohoto trestného činu je rozšíření nepravdivé nebo hrubě zkreslené informace významně ovlivňující cenu nebo kurz investičních nástrojů. Výrazy jako *hrubě zkreslené* a *významně ovlivňující* tak dobře odlišují od správného sankcionování manipulace dle MAR. Písm. a) § 250 TZ se zabývá kurzotvornými informacemi. Těmi se rozumí informace o hospodářské a finanční situaci emitenta, zejména o významných změnách v obchodních, výrobních nebo odbytových podmínkách, o zahájení insolvenčního řízení, pozastavení činnosti emitenta úředním rozhodnutím, rozhodnutí o zrušení, sloučení apod. Tyto informace, pokud jsou šířeny, musí být objektivně nepravdivé nebo skutečnost značně a tendenčně zkreslující.

Písm. b) upravuje manipulativní obchody, tj. uskutečnění obchodu nebo zadání pokynu, který je způsobilý vyvolat nesprávnou představu o nabídce, poptávce nebo ceně kurzu. Způsobilost vyvolat nesprávnou představu není, pokud účastník trhu má k dispozici co nejúplnější množství informací nezbytných k racionálnímu rozhodnutí. Manipulací je podle tohoto písm. jednání, které nemá za cíl uzavření běžných obchodů, ale výhradně nebo převážně zvýšení, snížení nebo udržení ceny cenného papíru na regulovaném trhu. O manipulaci tedy půjde, pokud se cena nevyvíjí přirozeně, ale kvůli spekulativním obchodům.

Jedná se o úmyslný trestný čin. K naplnění skutkové podstaty postačí, pokud pachatel jednal v úmyslu ovlivnit kurz, třebaže k samotnému ovlivnění nakonec nedošlo. Pachatel může být jak PO, tak i FO, a to jak např. profesionální investor, tak i osoba, která nemá s kapitálovými trhy nic společného.¹⁸² Za porušení tohoto ustanovení hrozí pachateli odnětí svobody na šest měsíců až pět let nebo zákaz činnosti. Pokud získá značný prospěch, hrozí mu dva roky až osm let. Odnětí svobody ve výši tří až deseti let může hrozit pachateli, pokud manipulací získá prospěch velkého rozsahu. Pro odpovědnost PO se analogicky využije zákon č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim (dále jen „**TOPO**“), ve kterém v negativním výčtu trestných činů v § 7 manipulace s trhem jmenována není, tedy se zákaz manipulace vztahuje i na PO. Sankce jsou pak jmenovány v § 15 TOPO.

nabídce, poptávce, ceně nebo kurzu takového investičního nástroje nebo s ním souvisejících komodit obchodovaných na organizovaném trhu se zbožím anebo o hodnotě sazby, indexu nebo kvantitativně vyjádřeného ukazatele určujícího pro cenu nebo kurz takových investičních nástrojů,

bude potrestán odnětím svobody na šest měsíců až pět let nebo zákazem činnosti.

(2) Odnětím svobody na dvě léta až osm let bude pachatel potrestán, získá-li činem uvedeným v odstavci 1 značný prospěch.

(3) Odnětím svobody na tři léta až deset let bude pachatel potrestán, získá-li činem uvedeným v odstavci 1 prospěch velkého rozsahu.

182 Šámal a kol., *Trestní zákoník, 2. vydání, komentář*, Praha: C.H. Beck, 2012, str. 2544–2551.

11. Úpravy manipulace s trhem v jiných státech

Kvůli globalizaci světových trhů je jen žádoucí, aby se finanční regulace v jednotlivých zemích příliš nelišila, ale naopak se k sobě co nejvíce přibližovala. Jelikož evropští obchodníci obchodují na amerických, britských, evropských i dalších trzích, je třeba, aby pravidla ve finanční a obchodní sféře byla natolik podobná, aby zvyšovala právní jistotu a tím důvěru obchodníků v tyto trhy. Dojde-li tedy k manipulaci nebo jinému přestupku nebo trestnému činu, je nutné, aby byl manipulátor nebo pachatel potrestán, a zejména, aby pravidla měla preventivní účinek, tj. aby k těmto nežádoucím jevům v první řadě vůbec nedocházelo.

11.1. Manipulace s trhem v USA

Manipulace s trhem, resp. zneužití trhu obecně, je v USA regulováno na federální úrovni. V návaznosti na „Černý čtvrtek“, tj. na krach na newyorské burze roku 1929, se Kongres USA usnesl, že je třeba obnovit nezbytnou důvěru ve finanční trhy. Jedna skupina osob, která byla viněna z krachu, byli prodejci na krátko. Z toho důvodu bylo schváleno několik zákonů.¹⁸³ Základní a klíčovou úpravou manipulace s trhem v USA je *Securities Act* z roku 1933 (dále jen „SA“), *Commodity Exchange Act* z roku 1936 dále jen „CEA“) a zejména SEA. SEA se zabývá manipulací s trhem v sekci 9(a) a 10(b).

Sekce 9 SEA (nazvaná zákaz manipulace s cenami cenných papírů) byla Kongresem zamýšlena jako hlavní sekce k zákazu manipulace. Sekce 9 písm. a) odst. 2) SEA je považována za „samotné srdce zákona“.¹⁸⁴ Sekce 9 se snaží zakázat jakoukoliv činnost a jakékoliv prostředky používané k přesvědčení veřejnosti o tom, že dané jednání je odrazem skutečné poptávky/nabídky místo přeludu. Zákazy v sekci 9(a) SEA¹⁸⁵ mj. zahrnují:

- 1) Wash sales, tj. obchody, kde nedochází ke změně vlastnictví, za účelem vytvoření falešného nebo zavádějícího obchodování na trhu s cennými papíry (sekce 9(a)(1) SEA, srov. čl. 12 odst. 1 písm. a) bod i) MAR);
- 2) Transakce s cennými papíry prováděné za účelem skutečné nebo zdánlivé obchodní aktivity nebo zvyšování nebo snižování ceny cenného papíru s cílem přimět ostatní k nákupu nebo prodeji tohoto cenného papíru (sekce 9(a)(2) SEA, srov. čl. 12 odst. 1 písm. a) bod ii) MAR);
- 3) Podněcování k nákupu nebo prodeji cenných papírů šířením nebo dáváním do oběhu informací, že cena cenného papíru bude klesat nebo stoupat, a to z důvodu tržních operací, které jedna nebo více osob provedly, aby zvýšily nebo snížily cenu cenného papíru (sekce

¹⁸³ MARKHAM, M. E., *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E.Sharpe, 2015, ISBN 1-317-46636-5, str. 65-66.

¹⁸⁴ Crane v. Westinghouse Air Brake Co. 419 F.2d 787, 794 (2d Cir. 1969), bod 794.

¹⁸⁵ Viz příloha II této práce.

- 9(a)(3) SEA);
- 4) Učinit za účelem přimět ostatní k nákupu či prodeji cenných papírů jakékoliv prohlášení, které bylo v době a s ohledem na okolnosti, za kterých bylo učiněno, nepravdivé nebo zavádějící, pokud jde o jakoukoli podstatnou skutečnost, o které osoba, která prohlášení učinila, věděla, nebo měla důvod se domnívat, že je nepravdivá nebo zavádějící (sekce 9(a)(4) SEA, srov. čl. 12 odst. 1 písm. c) MAR);
 - 5) Provádět samostatně nebo s jednou nebo více osobami série transakcí pro nákup nebo prodej cenných papírů za účelem fixace ceny (sekce 9(a)(6) SEA).

Sekce 9(f) dává přímo právo podat žalobu za porušení zmíněných zákazů v sekci 9. Dle tohoto písm. bude jakákoli osoba, která se úmyslně účastní těchto jednání, odpovědná jakékoliv osobě, která koupila nebo prodala daný cenný papír za cenu, která byla manipulátorem zmanipulována. Subjektivní promlčecí doba je ale pouze jeden rok a objektivní promlčecí doba jsou 3 roky od doby, kdy byl porušen zákon.

Sekce 10 písm. b) SEA¹⁸⁶ zmocňuje SEC, aby zakázal nebo reguloval použití jakýchkoli manipulativních nebo podvodných praktik, které bude považovat za škodlivé pro zájmy investorů. Sekce 10(b) neobsahuje žádnou definici manipulace, na rozdíl od čl. 12 MAR.¹⁸⁷ Nicméně v rozhodnutí Nejvyššího soudu USA *Santa Fe*¹⁸⁸ soud ve vztahu k sekci 9 SEA zmínil, že manipulace obecně odkazuje na praktiky jako je wash sales, matched orders nebo jiné zkreslení cen,¹⁸⁹ které mají za cíl uvést investory v omyl umělým ovlivňováním pomocí tržních operací. K Sekci 10(b) pak dále soud zmínil, že se jedná o obecný zákaz praktik, které SEC považuje za manipulativní.¹⁹⁰

Po 2. světové válce přijala SEC známe pravidlo 10b-5.¹⁹¹ Udělala tak na základě sekce 10(b) SEA, která jí k tomu zmocňovala. Pravidlo 10b-5 se následně stalo centrálním ustanovením proti podvodu citovaném v mnoha tisících federálních rozhodnutích. Již v roce 1976 ve slavném rozhodnutí *Ernst & Ernst v. Hochfelder*¹⁹² stanovil Nejvyšší soud USA, že pro úspěch žaloby na náhradu škody dle sekce 10(b) SEA je třeba prokázat tzv. „*scienter*“ tj. úmysl na straně žalovaného klamat, manipulovat nebo podvádět. To soud později potvrdil i v rozhodnutí *Aaron v. SEC*,¹⁹³ kde zmínil, že znění sekce 10(b) jasně mluví o vědomém a úmyslném nesprávném jednání. Americké soudy se po *Santa Fe* vyjádřily i v dalších rozhodnutích k úmyslu manipulátora. V případě

186 Viz příloha II této práce.

187 MARKHAM, M. E., *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E.Sharpe, 2015, ISBN 1-317-46636-5, str. 72-75.

188 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977), bod 476.

189 V rozhodnutí je použit výraz „*rigged prices*“, což je forma manipulace, kdy strany spolupracují a zafixují cenu na určité úrovni, aby dosáhly vyšší zisku, tato praktika se často spadá pod soutěžní právo.

190 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977), bod 476-477.

191 Viz příloha II této práce.

192 *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976).

193 *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680 (1980), bod 681.

*Markowski v. SEC*¹⁹⁴ soud uvedl, že může být náročné oddělit manipulativního investora od přespříliš nadšeného investora, který věří své investici. Oba totiž mohou zadat pokyny na vysoké nabídky, i když objektivně existuje málo objektivních údajů podporujících odhad hodnoty cenných papírů. Legalita jednání by tak záležela jen na tom, zda investor chtěl pouze investovat nebo jen ovlivnit cenu cenného papíru.¹⁹⁵

Sekce 9 SEA byla původně aplikovatelná pouze na cenné papíry obchodované na burze, nikoliv na OTC. SEC se snažila napravit toto omezení začleněním zákazů ze sekce 9 SEA do definice manipulace podle sekce 10(b) SEA, která se vztahovala i na OTC. Díky tomu manipulace prováděné na OTC byly postihovány pod sekcí 10(b) SEA. Toto provedla SEC pár let po zavedení pravidla 10b-5.¹⁹⁶ Rozšíření na OTC bylo v Evropě provedeno až nařízením MAR.

Další významný zákon je CEA, který též upravuje i manipulaci. Např. v sekci 4(c) CEA zakazuje, aby jakákoliv osoba uzavřela transakci zahrnující komoditu nebo swap, která je svým charakterem wash sale nebo jiný fiktivní prodej. Je pochopitelné, že tehdejší zákony přímo nezmiňovaly moderní formy manipulace založené na výpočetní technice. Ty musely být implementovány až později. Např. pro spoofing byla přidána sekce do 4(c) CEA až Dodd-Frankovým zákonem,¹⁹⁷ kde je výslovně uveden zákaz této techniky.

Úprava USA je více šitá na míru již existujícím formám manipulací přímo v zákonech, na rozdíl od EU, která úpravu v MAR pojala více obecně a širěji, přičemž odkazy na specifické názvy forem manipulace jsou zmíněny až v doplňujícím nařízení. Obecnější ráz ustanovení MAR tak může sloužit k zachycení více druhů manipulativního jednání; stejně tak může lépe sloužit i k zachycení případných nových forem manipulace.

I CEA má své obecné ustanovení proti manipulaci v sekci 6(c)(1) CEA, které je analogické k sekci 10(b) SEA, tedy zákaz použití manipulativních nástrojů. Rozdíl mezi nimi je mj. ten, že pro porušení této sekce stačí pouhá nedbalost a není vyžadován scienter. Nadto je v sekci 9 CEA catch-all ustanovení proti manipulaci, postihovaná pokutou až 1 milion dolarů a uvěznění až na 10 let. Aby dle sekce 9(a) CEA bylo možné úspěšně tvrdit manipulaci s cenou, musí žalobce prokázat, že 1) žalovaný měl schopnost ovlivnit trh; 2) existovala v určitý čas umělá cena; 3) tuto umělou cenu způsobil žalovaný; a 4) žalovaný měl konkrétní úmysl dosáhnout umělé ceny.¹⁹⁸ Ohledně 2) umělá cena je definována skrze soudní rozhodnutí a rozumí se jí taková cena, která neodráží základní síly nabídky a poptávky.¹⁹⁹ Co se týče 3), a sice kauzality, dle judikatury postačí, když manipulátorovo

194 *Markowski v. SEC*, 274 F.3d 525 (D.C. Cir. 2001), bod 528.

195 DRAKEFORD, Christina, *Market Manipulation: Definitional Approaches*, Memorandum, 2020, Harvard Law school, The Case Studies, str. 4-6, [online] [cit. 7.11.2022], dostupné z:

https://projects.iq.harvard.edu/files/financialregulation/files/market_manipulation_case_study.pdf.

196 MARKHAM, M. E., *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E.Sharpe, 2015, ISBN 1-317-46636-5, str. 104-107.

197 Public Law 111 - 203 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act z roku 2010.

198 *In re Amaranth Natural Gas Commodities Litigation*, 587 F. Supp. 2d 513 (2008), bod 530.

199 *Např. Cargill, Incorporated v. Hardin*, 452 F.2d 1154, 1163 (8. Cir. 1971), bod 1163.

jednání přispělo k pohybu ceny.²⁰⁰

Co se týče SA, klíčová proti-podvodná sekce je 17(a) SA. Struktura této sekce je podobná sekci 10(b) SEA, ale sekce 17(a) SEA je širší, neboť manipulace podle této sekce může být založena na pouhém nedbalostním jednání, kdežto sekce 10(b) SEA vyžaduje scienter, obdobně jako sekce 6 CEA. Zároveň jsou ale případné sankce za porušení sekce 17(a) SA nižší – pokuta pouze až 10 tisíc dolarů a uvěznění až na 5 let.²⁰¹

Z výše uvedeného plyne, že americká úprava manipulace je dosti roztržštěná v porovnání s úpravou EU, která se pokusila manipulaci uchytit na jednom místě a tím zvýšit přehlednost regulace v této oblasti. Úprava USA je rozdělena mezi různé zákony, pravidla SEC a judikaturu. V některých aspektech je americká úprava specifická a výslovně zakazuje manipulaci s trhem či její formy, v jiných spoléhá na obecnější ustavení proti podvodu. Protože se jedná o common law zemi, tedy zemi, která má jinou právní tradici než většina států EU, je nakonec nejdůležitější role soudců, aby daná pravidla správně interpretovali a pomáhali tak eradikovat manipulaci s trhem. Výrazný rozdíl v úpravě nebo interpretaci pravidel USA s pravidly EU není. Žádná z významných forem manipulace není v USA povolena.

11.2 Manipulace s trhem ve Spojeném království

Ve Spojeném království můžeme do jisté míry stopovat problematiku manipulace s trhem až do 90. let 17. století. V těchto letech tamní trh rostl až do krize z roku 1696, která byla způsobena spekulacemi, podvodným a manipulativním jednáním ze strany makléřů. To vyústilo v přijetí Zákona o omezení počtu a nekalých praktik makléřů a obchodníků s cennými papíry. Jedná se o jeden z prvních pokusů VB regulovat manipulativní praktiky makléřů, přestože zákon výslovně nezakazoval manipulaci s trhem. V 18. století přišla další vlna manipulace s trhem s dříve zmíněnou Jihomořskou společností a vytvořenou bublinou. Přestože příčiny krize byly především v manipulativním jednání, nebyla zjednána žádná právní odezva či náprava. Ani v 19. století neměla VB žádný výslovný zákaz manipulace s trhem a britské soudy pouze aplikovaly obecné ustavení proti podvodu. Nejznámější případ z 19. století je dříve zmíněný případ Charles Random De Berenger.

Situace se změnila až v roce 1939, tedy 5 let po vydání SEA, kdy byl vydán Prevention of Fraud (Investments) Act of 1939. Přestože ani tento zákon specificky neupravoval manipulaci s trhem. Kriminalizoval podvodná prohlášení, sliby nebo prognózy, které jsou zavádějící, nepravdivé nebo klamavé nebo nečestným způsobem zatajují podstatné skutečnosti a které mají za

200 U.S. Commodity Futures Trading Comm'n v. Parnon Energy Inc., 875 F. Supp. 2d 233 (S.D.N.Y. 2012), bod 248.

201 Rahman Ravelli Solicitors, *Market Manipulation Regulations in the U.S. and U.K.*, 2021, Rahman Ravelli, str. 18, [online], [cit. 7.11.2022], dostupné z: <https://www.rahmanravelli.co.uk/assets/Resource-Guides/Market-Manipulation/92edfae54c/Market-Manipulation-Master-Guide-29-Jan-2021.pdf>.

cíl vyvolat investice na finančním trhu. V roce 1986 byl přijat Financial Services Act, kde se ustanovení rozšířilo i na neverbální rozšiřování dezinformací. Bylo tomu však až v tomto miléniu, kdy Financial Services and Markets Act 2000²⁰² (dále jen „FSMA“) výslovně zakázal manipulaci s trhem.²⁰³ Jelikož byla VB od roku 1973 součástí EU, byla její regulace následně v souladu s regulací EU.

Přestože VB opustila EU, ponechala si skrze European Union (Withdrawal) Act 2018 většinu dosavadního práva EU, byť lehce pozměněného, aby ho bylo možné přímo využívat ve Spojeném království.²⁰⁴ Významnou úlohu ve Spojeném království hraje *Financial Conduct Authority* (dále jen „FCA“), instituce, která je nezávislá na vládě, dohlíží na chování 50 tisíc společností ve Spojeném království a zajišťuje, aby trhy ve VB byly čestné, konkurenceschopné a spravedlivé.²⁰⁵ Přestože ESMA pokyny nebyly implementovány do práva VB, nabádá FCA společnosti, aby se jimi i nadále řídily. VB MAR se aplikuje obdobně jako MAR, zejména na finanční nástroje obchodované na regulovaném trhu, MTF, OTF, finanční nástroje, jejichž cena závisí na ceně finančních nástrojů obchodovaných na daných trzích, a na emisní povolenky.²⁰⁶

FCA je dle § 123 FSMA oprávněna uložit občanskoprávní trest ve formě pokuty ve výši, která se FCA bude zdát vhodná pro danou osobu, pokud daná osoba poruší čl. 15 VB MAR. Dále může individuální osobě dočasně zakázat nakládat s finančními instrumenty nebo jí dočasně zakázat zastávat úřad nebo funkce zahrnující odpovědnost rozhodovat o řízení investiční společnosti.²⁰⁷ Autorizované osobě pak může FCA pozastavit na dobu, kterou považuje za vhodnou, jakékoli povolení, které má daná osoba k výkonu regulované činnosti, nebo může uložit jiná omezení ve vztahu k výkonu regulované činnosti osobou.²⁰⁸ Před tím, než FCA uloží sankci, musí dotyčný subjekt varovně upozornit, že mu hrozí navrhovaná sankce.²⁰⁹ Podle § 131AE FSMA nezáleží pro porušení čl. 15 VB MAR na tom, zda porušení bylo způsobeno páčající osobou nebo jednáním ve shodě s jinou nebo s jinými osobami.

Přestože MAR byl ve výsledku převzat i přes odchod VB z EU, neměla doplňující směrnice MAD podobný osud. Směrnice měla být provedena až v červenci 2016, tedy po referendu o vystoupení VB z EU. V roce 2012 byl ve Spojeném království přijat Financial Services Act 2012²¹⁰

202 Financial Services and Markets Act 2000, c.8, [online], [cit. 27.11.2022], Dostupné z:

<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>.

203 BERGÞÓRSSON, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?*, Boston: BRILL, 2018, ISBN 9004366644, str. 46-52.

204 Pro zjednodušení bude MAR pro analýzu práva manipulace s trhem ve VB nazýván VB MAR, jak ho ostatně nazývá i FCA, viz https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2019/310/pdfs/ukxi_20190310_en.pdf.

205 FCA, *About the FCA*, 2022, [online] [cit. 26.11.2022], dostupné z: <https://www.fca.org.uk/about/what-we-do/the-fca>.

206 FCA, *Market Abuse Regulation*, 2022, [online] [cit. 26.11.2022], dostupné z: <https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse/regulation>.

207 § 123A FSMA.

208 § 123B FSMA.

209 § 126 FSMA.

210 Financial Services Act 2012, c.21, [online] [cit. 28.11.2022], Dostupné z:

(dále jen „FSA“), který v části 7 upravuje případy ve vztahu k finančním službám, které lze sankcionovat trestněprávně. § 89 FSA se zabývá zavádějícími prohlášeními. Dle tohoto paragrafu je trestný čin, pokud osoba učiní prohlášení nebo zamlčí skutečnosti s úmyslem (nebo z lehkomyšlnosti) přimět jinou osobu: a) uzavřít nebo zdržet se uzavření relevantní dohody nebo smlouvy; nebo b) uplatňovat nebo zdržet se výkonu práv související s danou investicí.²¹¹ O trestný čin se jedná pouze tehdy, pokud daná osoba (i) vědomě učiní prohlášení, které je nepravdivé nebo zavádějící; (ii) si počíná lehkomyšlně, zda její počínání může jinou osobu přimět k transakci; nebo (iii) nepoctivě zatajuje podstatné skutečnosti.²¹²

§ 90 FSA se zabývá zavádějícími dojmy. Podle tohoto paragrafu je spáchán trestný čin ve chvíli, kdy se osoba dopustí jakéhokoli jednání, které vytváří nepravdivý nebo zavádějící dojem ve vztahu k hodnotě příslušného instrumentu na daném trhu, pokud daná osoba zamýšlí buď:

- a) získat tím pro sebe nebo pro jinou osobu prospěch nebo způsobit druhému ztrátu nebo si být vědom toho, že takový výsledek pravděpodobně nastane; nebo
- b) přimět jinou osobu, aby si pořídila nebo se zbavila investic.²¹³

Zákon pak dále upravuje, co znamená prospěch a ztráta, přičemž k nim řadí i ušlý zisk.

Jak bylo zmíněno výše, přišel MAR i s regulací proti manipulaci referenčních hodnot. S tím se FSA vypořádává tak, že v § 91 FSA reguluje zavádějící prohlášení atd. ve vztahu k referenčním hodnotám. Osoba A se dopustí trestného činu, pokud osobě B učiní zavádějící nebo nepravdivé prohlášení 1) v průběhu ujednání o stanovení příslušné referenční hodnoty; 2) A má v úmyslu, aby prohlášení bylo použito osobou B ke stanovení příslušné referenční hodnoty; a 3) A ví o tom, že prohlášení je nepravdivé nebo zavádějící.

Je tedy vidět, že úprava VB je dosud velice podobná úpravě EU. Vzhledem k očekávání FCA, že se společnosti budou nadále řídit i pokyny a doporučeními od ESMA účinnými před odchodem VB z EU, je zcela zřetelný vliv evropského práva na Spojené království.

11.3 Manipulace s trhem v Malajsi

Východní trhy můžeme obecně rozdělit dle jejich vyspělosti na rozvíjející se trhy a na rozvinuté trhy. Jelikož všechny dříve zmíněné trhy jsou trhy rozvinutými, je dobré pro lepší porovnání uvést i příklad trhu rozvíjejícího se. Příkladem rozvíjejícího se trhu je Malajsie. V Malajsi jsou kapitálové trhy regulovány dvěma institucemi. Za prvé jde především o Malajskou komisi pro cenné papíry (dále jen „MKC“), za druhé se jedná o Burzu Malajsie Berhad. MKC dbá na ochranu investorů a kromě regulační funkce má za úkol podporovat růst trhu a obchodování

<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents/enacted>.

211 § 89 odst. 2 FSA.

212 § 89 odst. 1 FSA.

213 § 90 odst. 1-4 FSA.

s cennými papíry v Malajsii. Manipulace s trhem je v Malajsii definována v zákoně o kapitálových trzích a službách²¹⁴ (dále jen „ZKTS“) v § 176:²¹⁵

(1) *S výhradou § 180 nesmí žádná osoba provádět nebo se jinak účastnit, ať už přímo nebo nepřímo, na transakcích obchodní korporace, které mají nebo pravděpodobně budou mít za účinek: (a) zvyšování; (b) snižování; (c) fixaci, udržování nebo stabilizaci; ceny cenných papírů obchodní korporace na akciovém trhu v Malajsii, za účelem přimět jiné osoby, aby nakoupily nebo prodaly cenné papíry této obchodní korporace nebo jiné propojené obchodní korporace, a to bez ohledu na to, jestli tak osoba učiní nebo ne.*

Dle ZKTS je v Malajsii zakázáno 7 kategorií jednání: (i) nepravdivé obchodování a manipulativní tržní transakce; (ii) burzovní manipulace; (iii) nepravdivé a zavádějící prohlášení; (iv) podvodné navádění osob k obchodování s cennými papíry; (v) použití klamavých a manipulativních prostředků; (vi) šíření informací o nezákonných transakcích; a (vii) obchodování zasvěcených osob.²¹⁶ Malajsie má tedy určitý mix evropské úpravy a americké.

Úpravou nepravdivého obchodování (i) jsou převážně pokryty manipulace wash tradingu. Úprava zahrnuje taková jednání, která jsou úmyslně vyvinuta pro vytvoření nesprávného nebo zavádějícího dojmu aktivního obchodování s cennými papíry. Jedná se tak především o transakce, u kterých nedochází ke změně vlastníka. Nepravdivé a zavádějící prohlášení (iii) zahrnuje rozšiřování informací, které jsou nepravdivé, zavádějící nebo klamavé o konkrétním materiálu. Může se jednat o prohlášení, názor nebo předpověď; spadá sem ale i se zlou vírou provedené odtajnění podstatných faktů. Osoba provádějící prohlášení buď ví, že je nesprávné nebo zavádějící, nebo to měla vědět, ale bylo jí to jedno.²¹⁷

Po vzoru americké úpravy má i Malajsie obdobnou úpravu stanovující zákaz použití klamavých a manipulativních prostředků (v), což je jádro významné sekce 10(b) SEA. Dle malajské úpravy má každá osoba mj. zakázáno použít ve spojitosti s nákupem nebo prodejem cenných papírů jakékoliv zařízení nebo schéma k podvodu. Jedná o obecné ustanovení proti podvodu. V případě manipulace s trhem tak může sloužit jako univerzální záchranné ustanovení.

Pro zakázané jednání (i) a (ii) stanoví ZKTS výjimku v § 180. Dle tohoto paragrafu může ministr financí vydávat předpisy týkající se jakékoliv skupiny nebo kategorie osob nebo zvláštní kategorie transakcí, na které se ustanovení o nepravdivém obchodování a manipulativních tržních

214 Překlad z anglického překladu: *Capital Markets and Services Act 2007* (Act 671), 28 September 2007, v účinném znění z roku 2021, [online] [cit. 8.12.2022], dostupné z: <https://www.sc.com.my/regulation/acts/capital-markets-and-services-act-2007>.

215 SHAH, S. Q., GHAFOR, A., QURESHI, F. a ISMAIL, Izlin, *Market Manipulation in East-Asian Markets: A Regulatory Overview*, Studies of Applied Economics, svazek 39-1, (2021), str. 151, [online] [cit. 8.12.2022], dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/349182533_Market_Manipulation_in_East-Asian_Markets_A_Regulatory_Overview.

216 § 175-180 ZKTS.

217 KAN, Yoke Yue, *Capital market offenses in Malaysia*, Qualitative research in financial markets, 10(2), 2018, str. 4, [online] [cit. 8.12.2022], dostupné z: <https://centaur.reading.ac.uk/77249/1/Journal%2020170718.pdf>.

transakcí (i) a burzovních manipulacích (ii) nevztahuje. Sankcí za porušení zákazu výše zmíněných jednání je dle ZKTS odnětí svobody s horní hranicí 10 let a pokuta ve výši minimálně 1 milion ringitů.²¹⁸

Přestože má Malajsie zákonný rámec pro boj s tržní manipulací, je postihování případné manipulace horší. Počet případů, kdy byla udělena sankce, je relativně nízký ve srovnání s počtem hlášených neobvyklých tržních aktivit, přičemž neobvyklá tržní aktivita zahrnuje podstatný nárůst nebo pokles cen akcií během krátkého časového období, které možné vysvětlit běžnými tržními ukazateli nebo veřejně dostupnými informacemi. Tyto neobvyklé tržní aktivity přitom mohou být často indikátorem možné manipulace s trhem. Nadto trvá dlouho, než jsou případy manipulace s trhem odhaleny a stíhány. Případy mohou trvat mnoho let, nejdéle trvajícím případem manipulace s trhem v Malajsi trval 19 let, než došlo k sankci.²¹⁹

218 § 182 ZKTS.

219 KAN, Yoke Yue, *Capital market offenses in Malaysia*, *Qualitative research in financial markets*, 10(2), 2018, str. 16-18, [online] [cit. 8.12.2022], dostupné z: <https://centaur.reading.ac.uk/77249/1/Journal%2020170718.pdf>.

Závěr

Cílem této práce bylo zanalyzovat právní úpravu manipulace s finančním trhem v EU a její právní odezvu na různé formy manipulace. Dále se práce zabývá novinkami MAR a polemizuje nad vhodností jeho přijetí. Na závěr se zabývá právní úpravou manipulace s trhem v USA, Spojeném království a Malajsie.

Správné fungování finančních trhů je základním předpokladem pro normální chod dnešní společnosti. Manipulace může významným způsobem negativně ovlivnit fungování finančních trhů. Problémem při jejím odhalování ale mnohdy zůstává, jak rozpoznat manipulátora od běžného obchodníka. Přestože MAR výslovně uvádí i zákaz pokusu o manipulaci s trhem, neúspěšná manipulace, resp. pokus o ni, může v mnoha případech působit jen jako běžné legitimní obchodování s pouhým rozdílem v úmyslu manipulátora, který je velmi těžké dokázat.

Zmínky o manipulaci s trhem lze najít už ve starověku. Až do vzniku burzy se však nejčastěji jednalo o manipulaci cen komodit. S rozvinutím burzy si manipulátoři rychle uvědomili potenciál manipulace a začali ji využívat k dosažení vyšších zisků. Moderní regulace manipulace je až z 20. století a často se vyvíjela z původních obecných ustanovení proti podvodům. EU jednotně upravuje manipulaci až na počátku 21. století s přijetím MAD 2003, a to s cílem posílení integrity a důvěry ve finanční trhy. V ČR se primárním ustanovením stal § 126 ZPKT, a to v návaznosti na implementaci MAD 2003.

Manipulační jednání, pokud není zakázáno, si vždy ochotně najde cestu na běžné trhy. Je tedy na zákonodárci, aby dokázal účinně manipulaci zakázat nebo ji alespoň maximálně omezit. Jelikož jsou finanční trhy nesmírně komplexní struktura, která se navíc velice rychle vyvíjí, je důležité, aby zákonodárce uměl rychle reagovat na tento vývoj. Proto EU přijala Lamfalussyho proces, 4 úroňový proces, který systematicky urychluje přijímání finančních právních aktů. Spolu s Lamfalussyho procesem byl založen i CESR, později nahrazený ESMA, významnou institucí, jejíž úkolem je zlepšovat ochranu investorů a zajišťovat řádné fungování trhů. ESMA tak hraje svou důležitou roli vydáváním obecných pokynů a doporučení, čímž pomáhá korigovat jednotnou interpretaci napříč členskými státy EU. Což můžeme vnímat jako posun k lepšímu, neboť ESMA na rozdíl od ČNB může analyzovat situaci a poučit se z případů manipulace z celé EU.

Po finanční krizi z let 2007-2009 proběhl přezkum mnoha aspektů finanční sféry, mj. i manipulace s trhem, a v roce 2014 byl přijat MAR, který nahradil MAD 2003. Přejít ze směrnice k nařízení více centralizoval interpretaci a vymáhání zákazu manipulace s trhem v EU. MAR přinesl mnoho změn, resp. rozšíření. Oproti MAD 2003 se MAR vztahuje i na MTF a OTF, výslovně zakazuje pokus o manipulaci, rozšiřuje zákaz i na referenční hodnotou a na vysokofrekvenční obchodování a rozvádí další výjimky pro zákaz. Stejně tak upravuje i prevenci proti manipulaci. Ve svém důsledku se jedná o řadu velkých změn, kterými se rozšiřuje a uceluje zákaz manipulace, a

nelze tedy dát za pravdu ČNB, že přijetí MAR bylo nadbytečné.

Manipulaci lze dle zásadního čl. 12 MAR obecně rozdělit do základních 4 kategorií. Jedná se o: 1) a) zadávání nesprávných nebo zavádějících signálů; b) zajišťování umělé ceny; 2) použití fiktivního prostředku nebo klamavé nebo lstivé jednání; 3) manipulace založená na šíření informací; a 4) manipulace založená na referenční hodnotě. První dvě kategorie jsou dále rozvedeny v příloze I MAR. Pod tyto dvě kategorie spadá většina forem manipulace, proto je doplňující nařízením více vysvětluje, tj. jaké jsou ukazatele daných kategorií a co si pod nimi lze představit. Čl. 12 odst. 2 MAR pak demonstrativně udává příklady manipulativního jednání, přičemž často obecně popisuje jednu z klasických forem manipulace. Zajímavé je, že u kategorie 3) v čl. 12 odst. 2 písm. d) klade MAR důraz na moderní internetová, ale i klasická média, skrze která lze snadno ovlivňovat i cenu mnohých finančních nástrojů. Přestože EU nepoužívá výraz „fake news“, výslovně upravuje zákaz šíření „fake news“ v médiích. Je tím pěkně doloženo, jak se vývoj manipulace s trhem v čase posouvá a jak vzrostl význam elektronických médií. Poslední kategorie je ex post kategorií, neboť reagovala na LIBOR skandál na Britských ostrovech. BBA využila svého postavení a snadno si manipulovala s referenční sazbou LIBOR pro vyšší profit a menší zdání rizikovosti. Tento skandál dokládá, jak se manipulace mnohdy dokáže adaptovat a nacházet stále nové cesty. Dále to potvrzuje potřebu monitorovat finanční sektor a být schopen na nastalé situace opravdu pružně reagovat. U každé z kategorií lze nově mluvit i o pokusu o manipulaci, přestože dokázání tohoto pokusu nemusí být vždy jednoduché.

MAR obsahuje i několik výjimek ze zákazu manipulace pro situace, které sledují legitimní cíl, a není proto žádoucí, aby se na tyto cíle MAR vztahoval. Mezi takové výjimky patří uznávané tržní postupy, tedy takové postupy, který splňují požadavky v MAR a jsou schváleny ESMA. Sem patří i nově zavedený zvláštní režim pro malé a střední podniky. Dále lze mezi výjimky řadit programy zpětného odkupu a stabilizace a zveřejňování nebo šíření informací ve sdělovacích prostředcích, přičemž tyto výjimky byly již upraveny MAD 2003.

MAR se podrobněji věnuje nejen ex post úpravě, ale i ex ante. Jelikož se velká část obchodů a pokynů odehrává a zadává na organizovaných trzích, stanovuje MAR i povinnost pro organizátory trhu a investiční podniky odhalovat manipulaci s trhem a pokusy o ní. Nařízení o prevenci je pak příkladem, proč je nařízení dobrým jednotícím prvkem, protože udává podrobná pravidla a vzory, jak postupovat při prevenci proti manipulaci.

Mezi formy manipulace, které byly v této práci blíže rozebrány, patří: wash trades, matched orders, momentum ignition, marking the close, marking the open, cornering, squeezing, spoofing, layering, pinging, pump and dump, bear raids, front running a manipulace s referenční sazbou. Existuje mnoho různých dělení forem manipulace; v práci jsou uvedené formy manipulace rozříděny na manipulaci založenou: a) na obchodování; b) na pokynech; c) na informacích; a na d)

manipulaci s referenční sazbou. Některé formy manipulace mohou spadat i do více kategorií, např. technika pump and dump může být podřazena pod čl. 12 odst. 1 písm. a), b) nebo c) MAR. Pinging řadí MAR spíše do čl. 12 odst. 1 písm. a) MAR, ale stejně tak může být řazen i pod písm. b).

Sankce za manipulaci prošly větším drobnohledem EU a byly více harmonizovány, než tomu bylo za MAD 2003. Oproti původní české úpravě v ZPKT se výše sankcí o dost zvýšila a navíc byly přidány alternativní sankce, jako např. procentuální část z obratu společnosti. Z původního maxima 20 mil. Kč se s MAR zvýšila maximální pokuta na 5 mil. EUR pro FO a 15 mil. EUR pro PO. V ZPKT byly tyto sankce implementovány v § 160 a 177, a to tak, že FO lze uložit pokutu až do výše 150 mil. Kč, PO pak do výše 450 mil. Kč. Vidíme tedy, že s příchodem MAR se jen pro FO zvýšila možná pokuta až 7,5krát. Kromě MAR byl přijat i MAD, který od členských států vyžaduje, aby v závažných případech byla manipulace s trhem trestným činem, pokud byla spáchána úmyslně. Mělo by se jednat o závažné případy, ale hranice mezi závažným a nezávažným případem není nakreslena příliš detailně. Do českého práva byl MAD v oblasti manipulace s trhem implementován především v § 250 TZ.

Ve srovnání s EU má USA úpravu manipulace s trhem roztržštěnou do několika zákonů a ustanovení a pravidel SEC. Jedná se o mnohem starší úpravu a některé formy manipulace se formovaly až s příchodem výpočetní techniky. Jedná o common law zemi, tedy o zemi s jinou právní tradicí, než má většina zemí EU. Přesto jsou si úpravy do jisté míry podobné. USA některé formy manipulace výslovně zakazuje a další nechává pod taktovkou obecných ustanovení proti manipulaci či proti podvodu. Vzhledem k povaze amerického právního systému je nakonec především na soudcích, aby daná obecná ustanovení interpretovali správně a zamezili tak manipulaci.

Spojené království bylo dlouhou dobu členským státem EU, proto je jeho úprava manipulace velmi blízká úpravě EU. VB je jako země starší než USA, a proto má zkušenosti s manipulací sahající dále do historie, přestože moderní úprava manipulace je mladší. Výslovné úpravy manipulace se Spojené království dočkalo až v roce 2000 s přijetím FSMA. Jelikož bylo Spojené království dlouho členem EU, byla jeho úprava manipulace harmonizována v rámci EU. Po opuštění EU si ve své podstatě ponechalo úpravu MAR. Úprava v této oblasti je tedy vesměs stejná jako ve zbytku EU. Na druhou stranu, doporučení a pokyny ESMA nebyly implementovány a nemusely by již mít žádnou váhu, přesto FCA nabádá britské společnosti a očekává o od nich, že se jimi budou řídit. Zde je vidět velký vliv práva EU na VB, a to i přesto, že Spojené království již není součástí EU.

Malajsie je příkladem asijské země s rozvíjejícím se trhem. Její úprava má určité znaky, které můžeme vidět jak v americké, tak evropské úpravě. Když ji srovnáme s úpravou v MAR, zjistíme, že Malajsie má v jednom předpise uceleně upravenou manipulaci, což nepochybně zvyšuje

přehlednost. Zahraniční investoři se tak mohou snadno dozvědět, v jaké míře by měl být malajský trh chráněn. Problémem je však postihování manipulace. Mít atraktivní úpravu neznámá mít kvalitní vymáhání daných zákazů. Počet případů, kdy byla nakonec udělena sankce, neodpovídá pravděpodobné míře manipulace. Spolu s mnohdy příliš dlouhým trváním těchto případů není finální ochrana trhu proti manipulaci adekvátní.

Současná úprava manipulace s trhem je v současnosti nejkompaktnější, jakou kdy ČR i EU měla. S doprovodnými pokyny a doporučeními od ESMA se tak jedná o ucelenou a relativně detailní úpravu, která v systému kooperace a dohledu na vnitřní i evropské úrovni tvoří historicky zatím nejsolidnější prevenci proti manipulaci s trhem. Právě díky přechodu od směrnice k nařízení se uceluje úprava napříč EU a díky přímé aplikovatelnosti je možné rychleji úpravu změnit, neboť není třeba čekat na implementaci v členských státech.

Seznam zkratek

ČNB	– Česká národní banka
CEA	– Commodity Exchange Act z roku 1936
ESMA	– Evropský orgán pro cenné papíry a trhy
FCA	– Financial Conduct Authority
FSA	– Financial Services Act 2012
FSMA	– Financial Services and Markets Act 2000
HFT	– Vysokofrekvenční obchodování
LIBOR	– London Interbank Offer Rate
MAD 2003	– Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)
MAD	– Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu)
MAR	– Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES
MKC	– Malajská komise pro cenné papíry
MTF	– Mnohostranný systém obchodování
OTC	– Trhy, kde se jedná o tzv. „prodej přes překážku“
OTF	– Organizovaný obchodní systém
SA	– Securities Act z roku 1933
SEA	– Securities Exchange Act z roku 1934
SEC	– Komise pro kontrolu cenných papírů Spojených států
SME GM	– Trh pro růst malých a středních podniků
TOPO	– zákon č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim
TZ	– Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník
ZKTS	– Capital Markets and Services Act 2007 (Act 671)
ZPKT	– Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Seznam použitých zdrojů

1. Seznam použitých právních předpisů

Capital Markets and Services Act 2007 (Act 671), 28 September 2007, v účinném znění z roku 2021, [online] [cit. 8.12.2022], dostupné z: <https://www.sc.com.my/regulation/acts/capital-markets-and-services-act-2007>

Commodity Exchange Act z roku 1936, v účinném znění, [online] [cit. 5.3.2023], dostupné z: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1>

Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing

Financial Services and Markets Act 2000, c.8, [online], [cit. 27.11.2022], Dostupné z: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>

Financial Services Act 2012, c.21, [online] [cit. 28.11.2022], Dostupné z: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents/enacted>

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2016/1011 ze dne 8. června 2016 o indexech, které jsou používány jako referenční hodnoty ve finančních nástrojích a finančních smlouvách nebo k měření výkonnosti investičních fondů, a o změně směrnic 2008/48/ES a 2014/17/EU a nařízení (EU) č. 596/2014

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/1052 ze dne 8. března 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy pro podmínky vztahující se na programy zpětného odkupu a stabilizační opatření

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2115 ze dne 27. listopadu 2019, kterým se mění směrnice 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2022/2065 ze dne 19. října 2022 o jednotném trhu digitálních služeb a o změně směrnice 2000/31/ES (nařízení o digitálních službách)

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/522 ze dne 17. prosince 2015, kterým se

doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o výjimku pro některé veřejné orgány a centrální banky třetích zemí, ukazatele manipulace s trhem, prahové hodnoty pro zveřejnění, příslušný orgán pro oznamování odložení zveřejnění, povolování obchodů během uzavřeného období a druhy obchodů osob s řídicí pravomocí podléhající oznamovací povinnosti

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/908 ze dne 26. února 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o stanovení regulačních technických norem týkajících se kritérií, postupu a požadavků pro zavedení uznávaného tržního postupu a požadavků na jeho zachování, ukončení nebo změnu podmínek jeho uznání

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/957 ze dne 9. března 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy pro vhodná opatření, systémy a postupy a rovněž vzory oznámení, které se mají používat k prevenci, odhalování a oznamování zneužívání trhu či podezřelých pokynů nebo obchodů

Pravidlo 10b-5, 17 CFR 240.10b-5, [online] cit. [4.3.2023], dostupné z: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A#240.10b-5>

Public Law 111 - 203 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act z roku 2010

Securities Act z roku 1933, v účinném znění, [online] [cit. 5.3.2023], dostupné z: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>

Securities Exchange Act z roku 1934, v účinném znění, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>

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

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

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu)

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

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

Vyhláška ČNB č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a o transparentnosti

Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník

Zákon č. 204/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony

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

Zákon č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech

2. Seznam použitých právních dokumentů

ACER, *ACER Guidance 1/2017, on the application of articles 5 of REMIT on the prohibition of market manipulation, Wash trades*, 1st edition, 2017, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://www.acer.europa.eu/sites/default/files/REMIT/Guidance%20on%20REMIT%20Application/ACER%20Guidance%20on%20REMIT/Guidance%20Note%20v6.0._published%20on%2019_06_2017.pdf

ESMA, *Consultation Paper, On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter*, 2022, [online] [cit. 9.11.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4978_consultation_paper_on_the_opinion_on_trading_venue_perimeter.pdf

ESMA, *'Final Report: Draft Technical Standards on the Market Abuse Regulation'*, ESMA/2015/1455, 2015, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf

ESMA, *Final Report, On the amendments to the Market Abuse Regulation for the promotion of the use of SME Growth Markets*, 2020, [online] [cit. 13.10.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3581_final_report_on_sme_gms_rts-its_under_mar_0.pdf

ESMA Report, *Actual use of sanctioning powers under MAD*, 2012, [online] [cit. 15.1.2023], dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-270.pdf>

ESMA, *MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF)*, 2021, [online] [cit. 9.11.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma70-156-4225_mifid_ii_final_report_on_functioning_of_otf.pdf

Doporučení Komise 77/534/EHS ze dne 25. července 1977, kterým se stanoví Evropský kodex

chování v oblasti transakcí s cennými papíry, [online]. [cit. 21.9.2022], dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31977H0534>

High Level Group on Financial Supervision in the EU (The de Larosière Group), 2009, Zpráva, [online] [cit. 31.10.2022], dostupné z:

https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf

HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*, Praha: C.H. Beck, 2012

Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CESR, Ref: CESR/04-505b, [online] [cit. 26.9.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf

Sdělení komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů, Posílení sankčních režimů v odvětví finančních služeb, KOM(2010) 716, 2010, [online] [cit. 19.1.2023], dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX%3A52010DC0716>

Stanovisko České národní banky k návrhu nařízení o obchodování zasvěcených osob a manipulacích s trhem (MAR, zneužívání trhu) a směrnice o trestních sankcích za obchodování zasvěcených osob a manipulace s trhem (DCSMA), 2011, [online] [cit. 6.1.2023], dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/navrh_narizeni_mar_a_navrh_smernice_dcsma_stanovisko_cnb.pdf

Šámal a kol., *Trestní zákoník, 2. vydání, komentář*, Praha: C.H. Beck, 2012

Statutory Instruments, 2019, No. 310, Exiting the European Union, Financial services [online] [cit. 5.3.2023], https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2019/310/pdfs/ukxi_20190310_en.pdf

The Wheatley Review of LIBOR: final report, září 2012, ISBN 978-1-909096-01-1, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf

Závěrečná zpráva Výboru moudrých o regulaci evropského trhu s cennými papíry (z angl. Final report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets), Předseda Alexandre Lamfalussy, Brusel, 15. 2. 2001, [online] [cit. 23.9.2022], dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf

3. Seznam použité literatury

ABRANTES-METZ, Rosa M, Michael KRATEN, Albert D METZ a Gim S SEOW,. *Libor*

manipulation? Journal of banking & finance Amsterdam: Elsevier B.V, 2012, 36(1), ISSN 0378-4266

ALEXANDER, Carol. a CUMMING, Douglas, *Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation*, Newark: John Wiley & Sons, Incorporated, 2020, ISBN 9781394178148

ALLEN, Franklin a GALE, Douglas, *Stock Price Manipulation*, The Review of Financial Studies, 5. svazek, 3. vydání, 1992, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/stock.pdf>

BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P. a MARKOVÁ, H. a kol., *Finanční právo*, 6. upravené vydání, Praha: C.H.Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-440-7

BERGÞÓRSSON, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?*, Boston: BRILL, 2018, ISBN 9004366644

Bitwise Asset Management, Bitwise asset management - presentation to the U.S. securities and exchange commission, 2019, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: <https://www.sec.gov/comments/sr-nysearca-2019-01/srnysearca201901-5164833-183434.pdf>

CLAPHAM, B., HAFERKORN, M. a ZIMMERMANN, K., *The Impact of High-Frequency Trading on Modern Securities Markets*, Bus Inf Syst Eng (2022), [online] [cit. 24.10.2022], dostupné z: <https://link.springer.com/article/10.1007/s12599-022-00768-6>

CONG, Lin, LI, Xi, TANG, Ke a YANG, Yang, *Crypto Wash Trading*, 2021, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3530220

Crypto Integrity, *Fake volumes in cryptocurrency markets — February report. Mechanics of wash trading behind the scenes*, 2019, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: <https://medium.com/crypto-integrity/fake-volumes-in-cryptocurrency-markets-february-report-fec9329f1f98>

DRAKEFORD, Christina, *Market Manipulation: Definitional Approaches*, Memorandum, 2020, Harvard Law school, The Case Studies, [online] [cit. 7.11.2022], dostupné z: https://projects.iq.harvard.edu/files/financialregulation/files/market_manipulation_case_study.pdf

FISCHEL, Daniel R. a ROSS, David J., *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, Harvard law review, CAMBRIDGE: Harvard Law Review Association, 1991, 105(2), ISSN 0017-811X

GANDHI, Priyank a kol., *Financial Market Misconduct and Public Enforcement: The Case of Libor Manipulation*, Swiss Finance Institute Research Paper No. 17-53, Management Science, 2019, [online] [cit. 6.10.2022], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2342075>

GURNEY, William Brodie, *The trial of Charles Random de Berenger, Sir Thomas Cochrane, commonly called Lord Cochrane, the Hon. Andrew Cochrane Johnstone, Richard Gathorne Butt, Ralph Sandom, Alexander M'Rae, John Peter Holloway, and Henry Lyte for a conspiracy: in the Court of King's Bench, Guildhall, on Wednesday the 8th, and Thursday the 9th of June, 1814*, Project Gutenberg, 2007

HERLIN-KARNELL, Ester a RYDER, Nicholas, *Market manipulation and insider trading: regulatory challenges in the United States of America, the European Union and the United Kingdom*, Oxford: Hart Publishing, 2019, ISBN 1-5099-0310-0

HIERONYMUS, Thomas A., *MANIPULATION IN COMMODITY FUTURES TRADING: TOWARD A DEFINITION*, Hofstra law review, Hempstead, N.Y: Hofstra University School of Law, 1977

HOUGAN, M., KIM, H. A LERNER, M., *Economic and non-economic trading in bitcoin: exploring the real spot market for the world's first digital commodity*, 2019, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: <https://www.sec.gov/comments/sr-nysearca-2019-01/srnysearca201901-5574233-185408.pdf>

KALSS, Susanne, *EU market abuse regulation: a commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited The Lypiatts, 2021, ISBN 1-80088-224-6

KAMPS, Josh a KLEINBERG, Bennett, *To the moon: defining and detecting cryptocurrency pump-and-dumps*, Crime science, Berlin/Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, 2018, ISSN 2193-7680

KAN, Yoke Yue, *Capital market offenses in Malaysia*, Qualitative research in financial markets, 10(2), 2018, [online] [cit. 8.12.2022], dostupné z: <https://centaur.reading.ac.uk/77249/1/Journal%2020170718.pdf>

KARFÍKOVÁ, Marie, *Teorie finančního práva a finanční vědy*, Praha: Wolters Kluwer, 2018, ISBN 978-80-7552-935-0

KELLERBAUER, Manuel, KLAMERT, Marcus a TOMKIN, Jonathan, *The EU treaties and the charter of fundamental rights: a commentary*, New York, NY: Oxford University Press, 2019, ISBN 0-19-251341-9

LIN, Tom C.W., *The new market manipulation*, Emory law journal, Atlanta: Emory University School of Law, 2017, ISSN 0094-4076

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

MARK, Gideon, *Spoofing and Layering*, The Journal of corporation law, Iowa City: University of

Iowa Journal of Corporation Law, 2020, ISSN 0360-795X

MARKHAM, Jerry W., *Front-Running - Insider Trading under the Commodity Exchange Act*, 38 Cath. U. L. Rev. 69, (1988), [online] [cit. 13.10.2022], dostupné z: https://ecollections.law.fiu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1356&context=faculty_publications

MARKHAM, M. E., *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E.Sharpe, 2015, ISBN 1-317-46636-5

POLÁCH, Jiří, HRUBOŠOVÁ, Eva, POLÁCH, Jiří a POLÁK, Petr, *Peněžní a kapitálové trhy, 1. část*, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007, ISBN 978-80-7318-603-6

PENNEC, Guénolé Le, FIEDLER, Ingo a ANTE, Lennart, *Wash trading at cryptocurrency exchanges*. Finance research letters, Elsevier, 2021, ISSN 1544-6123

PERRONE, Andrea, *EU Market Abuse Regulation: The Puzzle of Enforcement*, European business organization law review, Cham: Springer International Publishing, 2020, ISSN 1566-7529

POLÁK, Petr, *Konec éry LIBORů na finančních trzích: Co bude dál?*, 2021, [online] [cit. 6.10.2022], dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Konec-ery-LIBORu-na-financnich-trzich-Co-bude-dal/

POUNCY, Charles R.P., *The scienter requirement and wash trading in commodity futures: the knowledge lost in knowing*, Cardozo law review, Cardozo School of Law, 1995, ISSN 0270-5192

PRAKASH, Adam, *Safeguarding Food Security in Volatile Global Markets*, Food and Agriculture Organization of the United Nations, 2011, [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: <http://www.fao.org/3/i2107e/i2107e.pdf>

PUTNINS, Talis J., *An Overview of Market Manipulation*, 2018, Forthcoming in: Handbook of Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation, [online] [cit. 18.10.2022], dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3398258

QUINN, William, *Squeezing the bears: cornering risk and limits on arbitrage during the 'British bicycle mania', 1896–8*, The Economic history review, HOBOKEN: Wiley, 2019, ISSN 0013-0117

Rahman Ravelli Solicitors, *Market Manipulation Regulations in the U.S. and U.K.*, 2021, Rahman Ravelli, [online], [cit. 7.11.2022], dostupné z: <https://www.rahmanravelli.co.uk/assets/Resource-Guides/Market-Manipulation/92edfae54c/Market-Manipulation-Master-Guide-29-Jan-2021.pdf>

REEVE, C. D. C. ARISTOTLE, *Politics: a new translation*, Indianapolis, Indiana: Hackett Publishing Company, 2017, ISBN 1624665594

REJNUŠ, Oldřich, *Finanční trhy*, 1. vydání, Grada Publishing, a.s., 2016, ISBN 978-80-247-5871-8

SCOPINO, Gregory, *The legality of high-speed "pinging" and "front running" in the futures market*,

Connecticut law review, University of Connecticut, 2015, ISSN 0010-6151

SHAH, S. Q., GHAFOR, A., QURESHI, F. a ISMAIL, Izlin, *Market Manipulation in East-Asian Markets: A Regulatory Overview*, Studies of Applied Economics, svazek 39-1, (2021), [online] [cit. 8.12.2022], dostupné z:

https://www.researchgate.net/publication/349182533_Market_Manipulation_in_East-Asian_Markets_A_Regulatory_Overview

SÖDERSTRÖM, Rebeca, *Regulating Market Manipulation, An Approach to designing Regulatory Principles*, Uppsala Faculty of Law, Working Paper 2011:1, [online] [cit. 9.11.2022], dostupné z: https://www.jur.uu.se/digitalAssets/585/c_585476-1_3-k_wps_2011_1.pdf

4. Seznam použité judikatury

Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980)

Cargill, Incorporated v. Hardin, 452 F.2d 1154, 1163 (8. Cir. 1971)

Crane v. Westinghouse Air Brake Co. 419 F.2d 787, 794 (2d Cir. 1969)

Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976)

In re Amaranth Natural Gas Commodities Litigation, 587 F. Supp. 2d 513 (2008)

Markowski v. SEC, 274 F.3d 525 (D.C. Cir. 2001)

Rozhodnutí České národní banky č.j. 2016/108434/573 ze dne 15. září 2016, sp.zn. Sp/2015/414/573 a rozhodnutí bankovní rady České národní banky č.j. 2016/142310/CNB/110 ze dne 8. prosince 2016, sp.zn. Sp/2015/414/573, [online] [cit. 29.1.2023], dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/prilohy/S-Sp-2015_00414_CNB_573.pdf

Rozsudek Soudního dvora (druhého senátu) ze dne 7. července 2011, IMC Securities BV proti Stichting Autoriteit Financiële Markten, věc C-445/09

Rozsudek Soudního dvora ze dne 10. května 2007, C-391/04, ve věci Ypourgos Oikonomikon and Proïstamenos DOY Amfissas v Charilaos Georgakis

Rozsudek Soudního dvora ze dne 10. května 1995, C-391/04, ve věci Alpine Investments BV v Minister van Financiën

Rozsudek Soudního dvora ze dne 15. července 1964, věc 6-64., Flaminio Costa proti E.N.E.L.

Rozsudek Soudního dvora ze dne 5. února 1963, věc 26-62., NV Algemene Transport- en Expeditie

Onderneming van Gend & Loos proti Nederlandse administratie der belastingen

Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977)

U.S. Commodity Futures Trading Comm'n v. Paron Energy Inc., 875 F. Supp. 2d 233 (S.D.N.Y. 2012)

5. Seznam použitých internetových zdrojů

BRIGGS, Brad, *A Tale Of Bubbles Old And New -- Plus, How To Avoid Them*, 2019, [online] [cit. 19.10.2022], dostupné z: <https://www.nasdaq.com/articles/a-tale-of-bubbles-old-and-new-plus-how-to-avoid-them-2019-12-05>

Česká národní banka, *Soubor odpovědí na dotazy související s regulací ochrany proti zneužívání trhu a transparentností*, 2018, [online] [cit. 26.10.2022], dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-14>

Eurostat, *EU small and medium-sized enterprises: an overview*, 2022, [online], [cit. 14.1.2023], dostupné z: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/edn-20220627-1>

Evropská centrální banka, *Financial markets*, [online] [cit. 20.9.2022], dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/markets/html/index.en.html>

Evropská komise, *Financial services: Commission launches call for evidence on review of Market Abuse Directive*, IP/09/600, tisková zpráva, 2009, [online] [cit. 27.9.2022], dostupné z: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/cs/IP_09_600

Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA), [online] [cit. 26.9.2022], dostupné z: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma_cs

Financial Conduct Authority, *About the FCA*, 2022, [online] [cit. 26.11.2022], dostupné z: <https://www.fca.org.uk/about/what-we-do/the-fca>

Financial Conduct Authority, *Market Abuse Regulation*, 2022, [online] [cit. 26.11.2022], dostupné z: <https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse/regulation>

CHEN, James, *What Is High-Frequency Trading (HFT)? How It Works and Example*, 2021, [online] [cit. 24.10.2022], dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/h/high-frequency-trading.asp>

MITCHELL, Cory, *Bear Raid*, 2022, [online] [cit. 20.10.2022], dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/b/bearraid.asp>

NAMBIAMPURATH, Rahul a BAIRD, Kyle, *95% of Trading Volume on LooksRare Linked to*

Wash Trading, 2022, [online], [cit. 10.1.2023], dostupné z: <https://beincrypto.com/95-trading-volume-looks-rare-linked-wash-trading/>

ONDRÁČKOVÁ, Tereza, *Pokuta České národní banky pro novináře Motejlka za manipulaci s trhem platí, rozhodl soud*, 2021, [online] [cit. 13.10.2022], dostupné z: <https://ct24.ceskatelevize.cz/domaci/3333096-pokuta-ceske-narodni-banky-pro-novinare-motejlka-za-manipulaci-s-trhem-plati-rozhodl>

POWELL, Jamie, *The day Volkswagen briefly conquered the world*, Financial Times, 2018, [online] [cit. 10.1.2023], dostupné z: <https://www.ft.com/content/0a58b63a-4294-3e07-8390-c3aabef39a26>

SCOTT, Gordon, *Matching Orders*, 2022, [online] [cit. 4.11.2022], dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/m/matchingorders.asp>

Securities and Exchange Commission, *“Pump and dump” Schemes*, 2006, [online] [cit. 20.10.2022], dostupné z: https://www.sec.gov/rss/your_money/pump_and_dump.htm

Securities and Exchange Commission, *Social Media and Investment Fraud – Investor Alert*, publikováno 29.8.2022, [online] [cit. 6.10.2022], dostupné z: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/social-media>

Securities and Exchange Commission v. James Alan Craig, Civil Action No. 3:15-cv-05076) (N.D. Cal.), [online] [cit. 18.1.2023], dostupné z: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2015/lr23401.htm>

Update Investor Alert: Social Media and Investing – Stock Rumors, publikováno 5.11.2015, modifikováno 31. 3. 2022, [online] [cit. 6.10.2022], dostupné z: https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ia_rumors.html

Příloha I rigorózní práce

Článek 12 MAR

Manipulace s trhem

1. Pro účely tohoto nařízení se jako manipulace s trhem označují následující činnosti:
 - a) uzavření obchodu, zadání pokynu k obchodování nebo jiné jednání, které:
 - i) dává nebo je způsobilé dávat nesprávné nebo zavádějící signály, pokud jde o nabídku, poptávku nebo cenu finančního nástroje, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise, nebo
 - ii) zajišťuje nebo je způsobilé zajistit cenu jednoho nebo několika finančních nástrojů, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise na neobvyklé nebo umělé úrovni, pokud osoba, která uzavírá obchod, vydává pokyn k obchodování nebo jinak jedná, neprokáže, že tento obchod, pokyn nebo jednání probíhá z legitimních důvodů a v souladu s uznávanými tržními postupy zavedenými podle článku 13;
 - b) uzavření obchodu, zadání pokynu k obchodování nebo jiná činnost nebo jednání, které ovlivňuje nebo pravděpodobně ovlivní cenu jednoho nebo několika finančních nástrojů, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise, přičemž jsou použity fiktivní prostředky nebo jiná forma klamavého nebo lstivého jednání;
 - c) šíření informací prostřednictvím médií, včetně internetu, nebo jakýmkoli jinými prostředky, které vydávají nebo budou pravděpodobně vydávat nesprávné nebo zavádějící signály týkající se nabídky, poptávky nebo ceny finančního nástroje, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise nebo zajišťují nebo pravděpodobně zajistí cenu jednoho nebo několika finančních nástrojů, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise na neobvyklé nebo umělé úrovni, včetně šíření zvěsti, pokud osoba, která tyto informace šíří, ví nebo by měla vědět, že tyto informace jsou nepravdivé nebo zavádějící;
 - d) předání nepravdivých anebo zavádějících informací nebo nepravdivých nebo zavádějících vstupních údajů ve vztahu k referenční hodnotě, pokud osoba, která tyto informace či vstupní údaje předala, věděla nebo měla vědět, že jsou nepravdivé nebo zavádějící, nebo jakékoli jiné jednání, které manipuluje s výpočtem referenční hodnoty.
2. Za manipulaci s trhem je mimo jiné považováno toto jednání:

- a) jednání osoby nebo osob jednajících ve shodě směřující k získání dominantního postavení v oblasti nabídky nebo poptávky po finančním nástroji, souvisejících spotových komoditních smlouvách nebo dražených produktech odvozených od povolenek na emise, které má nebo bude pravděpodobně mít přímo nebo nepřímo za následek fixaci nákupních nebo prodejních cen nebo vytváří nebo bude pravděpodobně vytvářet jiné nespravedlivé podmínky pro obchodování;
- b) nákup nebo prodej finančních nástrojů v době otevírání nebo uzavírání trhu, který má nebo pravděpodobně bude mít účinek oklamat investory jednající na základě uvedených cen včetně zahajovacích nebo závěrečných cen;
- c) zadávání pokynů obchodnímu systému včetně jejich zrušení či jakýchkoli úprav, všemi dostupnými prostředky obchodování, včetně elektronických prostředků, jako jsou strategie algoritmického nebo vysokofrekvenčního obchodování, a které má jeden z účinků uvedených v odst. 1 písm. a) nebo b), za účelem:
 - i) narušení nebo zpoždění fungování systému obchodování obchodního systému, nebo pravděpodobného dosažení tohoto účinku,
 - ii) ztížení identifikace skutečných pokynů v systému obchodování obchodního systému pro další osoby, nebo pravděpodobného dosažení tohoto účinku, a to prostřednictvím zadání pokynů, které má za následek přetížení nebo destabilizaci evidence příkazů, nebo
 - iii) vytvoření nebo pravděpodobného vytvoření nepravdivého nebo zavádějícího signálu o nabídce nebo poptávce po finančním nástroji nebo o jeho ceně, zejména prostřednictvím zadání pokynů na zahájení nebo posílení určitého trendu;
- d) využití příležitostného nebo pravidelného přístupu k tradičním nebo elektronickým médiím k vyslovení názoru na finanční nástroj, související spotovou komoditní smlouvu nebo dražený produkt odvozený od povolenek na emise (nebo nepřímo na jejich emitenta) po předchozím otevření pozice na tento finanční nástroj, související spotovou komoditní smlouvu nebo dražený produkt odvozený od povolenek na emise s následným prospěchem z dopadů vysloveného názoru na cenu tohoto nástroje, související spotové komoditní smlouvy nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise, a to bez současného zveřejnění střetu zájmů odpovídajícím a účinným způsobem;
- e) koupě nebo prodej povolenek na emise nebo souvisejících derivátů na sekundárním trhu před dražbou konanou podle nařízení (EU) č. 1031/2010 s účinkem fixování dražebních zúčtovacích cen za dražené produkty na neobvyklých nebo umělých úrovních nebo matení účastníků dražby podávajících nabídky.

3. Pro účely použití odst. 1 písm. a) a b) a aniž jsou dotčeny formy jednání uvedené v odstavci 2,

stanoví příloha I demonstrativní výčet ukazatelů týkajících se využívání fiktivních prostředků nebo jakýchkoli jiných forem klamavého nebo lstivého jednání a demonstrativní výčet ukazatelů týkajících se nepravdivých nebo zavádějících signálů a zajišťování cen.

4. Pokud je osoba uvedená v tomto článku právnickou osobou, tento článek se v souladu s vnitrostátním právem použije také na fyzické osoby, které se podílí na rozhodnutí o provedení činností na účet dotyčné právnické osoby.
5. Komisi je svěřena pravomoc přijímat akty v přenesené pravomoci v souladu s článkem 35, které upřesní ukazatele uvedené v příloze I, s cílem objasnit jejich prvky a vzít v úvahu technický vývoj na finančních trzích.

Příloha II rigorózní práce

PROHIBITION AGAINST MANIPULATION OF SECURITY PRICES

SECTION 9 SEA

- (a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange.
- (1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or (B) to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or (C) to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties.
- (2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, or in connection with any security-based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.
- (3) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or a security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination in the ordinary course of business of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.
- (4) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a

security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to make, regarding any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security, such security-based swap, or such security-based swap agreement any statement which was at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any material fact, and which that person knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading.

(5) For a consideration, received directly or indirectly from a broker, dealer, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase of any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of the market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.

(6) To effect either alone or with one or more other persons any series of transactions for the purchase and/or sale of any security other than a government security for the purpose of pegging, fixing, or stabilizing the price of such security in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

REGULATION OF THE USE OF MANIPULATIVE AND DECEPTIVE DEVICES

SECTION 10 SEA

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

Employment of manipulative and deceptive devices.

Pravidlo 10b-5

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality

of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.

Právní úprava manipulace s finančním trhem

Abstrakt

Tato rigorózní práce se zabývá právní úpravou manipulace s finančním trhem a je rozdělena celkem do 11 kapitol. Nejdříve práce vymezuje pojmy a rámec finančního trhu a teoretická východiska k úpravě manipulace s trhem. Dále práce seznamuje čtenáře s historickým vývojem manipulace s trhem a úpravy jejího zákazu, včetně historie právní úpravy manipulace s trhem v EU, a se současným procesem k přijímání finančněprávních aktů (tzv. Lamfalussyho proces). Následně práce představuje nařízení MAR, které obsahuje aktuální ustanovení proti manipulaci s trhem, a srovnává ho s jeho dřívější úpravou. Práce dále rozebírá kategorie a znaky manipulace s trhem dle MAR a výjimky ze zákazu manipulace. Zejména je rozebrána manipulace založená na použití nesprávných a zavádějících signálů nebo signálů zajišťující cenu na umělé úrovni, manipulace používající fiktivních prostředků nebo klamavého nebo lstivého jednání, manipulace založená na informacích a manipulace založená na referenční hodnotě. Z výjimek zákazu práce uvádí uznávané tržní postupy, programy zpětného odkupu a stabilizace a zveřejňování informací ve sdělovacích prostředcích. Jelikož je třeba manipulaci předcházet, je v práci obsažena kapitola i o prevenci a odhalování manipulace s trhem. Poté jsou představeny základní formy manipulace s finančním trhem, tj. wash trading, matched orders, momentum ignition, marking the close a marking the open, cornering, squeezing, spoofing, layering, pinging, pump and dump, bear raids, front running a algoritnické a vysokofrekvenční obchodování. Následuje kapitola o sankcionování manipulace s trhem, jehož úprava se dělí mezi MAR a směrnici MAD, která harmonizuje trestněprávní stránku sankcí na evropské úrovni. V poslední části se práce zabývá rozborem a srovnáním úpravy manipulace s trhem v právních rádech zemí nepatřící do EU, konkrétně USA, Velké Británie a Malajsie.

Klíčová slova: Manipulace s trhem, finanční trh, znaky a formy manipulace s trhem, nařízení MAR, směrnice MAD, ESMA.

Legal regulation of financial market manipulation

Abstract

This thesis deals with the legal regulation of financial market manipulation and is divided into 11 chapters. First, the thesis defines the concepts and framework of the financial market and the theoretical background to the regulation of market manipulation. Further, the thesis introduces to the reader the historical development of market manipulation and the regulation of its prohibition, including the history of market manipulation legislation in the EU, and the current process for the adoption of financial legislation (the Lamfalussy process). The thesis then introduces the MAR Regulation, which contains the current provisions against market manipulation and compares it with its earlier legislation. Then the thesis discusses the categories and features of market manipulation under MAR and the exceptions to the prohibition of manipulation. In particular, the manipulation based on the use of false or misleading signals or signals securing price at an artificial level, manipulation using fictitious devices or other forms of deception or contrivance, manipulation based on information and manipulation based on a benchmark are discussed. Among the exceptions to the prohibition, the thesis lists accepted market practices, buyback and stabilization programs, and disclosure in the media. As manipulation needs to be prevented, the thesis also includes a chapter on prevention and detection of market manipulation. Then the basic forms of financial market manipulation are introduced in the thesis, i.e. wash trading, matched orders, momentum ignition, marking the close and marking the open, cornering, squeezing, spoofing, layering, pinging, pump and dump, bear raids, front running and algorithmic and high frequency trading. This is followed by a chapter on the sanctioning of market manipulation, the regulation of which is divided between MAR and the MAD, which harmonises the criminal aspect of sanctions at European level. In the last part, the thesis analyses and compares the regulation of market manipulation in the legal systems of non-EU countries, namely the US, the UK and Malaysia.

Key words: Market manipulation, financial market, features and forms of market manipulation, MAR, MAD, ESMA.