

# Manipulace trhu cenných papírů

Kurs investičního nástroje se řídí poptávkou a nabídkou, kterou dále ovlivňují očekávání aktérů trhu o budoucím vývoji kursu. Vývoj kursu však může být některými osobami nekalým způsobem ovlivněn, zmanipulován – ať již manipulací týkající se přímo obchodovaných nástrojů nebo ovlivněním chování účastníků. Společným jmenovatelem všech uvedených manipulativních postupů je vytvoření jakési umělé ceny (artificial price). Podobné nekalé zásahy zakazuje u nás § 126 odst. 1 ZKapT.

## I. Obecná kategorizace

Jednotlivé manipulativní techniky lze dělit podle různých kritérií. Základní členění lze provést podle charakteru manipulace, a to na manipulativní techniky informační - **information-based** a obchodní - **trade-based**. Prvně jmenované spočívají v tom, že cena instrumentu je ovlivněna šířením klamavých nebo nepravdivých informací, tj. jejím výsledkem je vliv na mínění účastníků trhu. Naproti tomu obchodní techniky manipulace ovlivňují trh ve větším rozsahu a kromě mínění účastníků tak ovlivňují trh bezprostředně. Tak je tomu u techniky označované pojmem „dumping and dumping“ (napumpovat a zahodit). Naproti tomu není zpravidla manipulací trhu tzv. **action-based manipulation**, kdy sice dochází k faktické a nepřírozené změně vnitřní hodnoty investičního nástroje, ovšem tato hodnota není falšována. Obvykle jde o přímé zásahy do provozu emitenta s cílem snížit kurs akcií a dosáhnout tak zisku, např. na základě prodejných opce. Přesnější kategorizace bude provedena dále.

## II. Rozdíly mezi manipulací trhu a využitím vnitřních informací (insider trading)

Oba dva fenomény jsou si sice velmi blízké (ostatně to potvrzuje i řešení v jedné evropské směrnici), ovšem v žádném případě se nepřekrývají. Rozdíly mezi manipulací trhu a využitím vnitřní informace jsou následující: zatímco zasvěcená osoba získá a využívá vnitřní informaci, manipulant vysílá falešné informace, kterými zkreslí kurs investičního nástroje. Manipulant je tedy informační „outsider“.

Zasvěcená osoba využívá rozdíl mezi současným „nesprávným“ a budoucím „správným“ kursem; manipulant naproti tomu takový rozdíl teprve svým jednáním vytváří. Již z tohoto víceméně aktivního prvku je patrné, že manipulace s kursem představuje závažnější formu zneužití; to potvrzuje i vyšší pokuta, která hrozí manipulantovi.

## III. Dosavadní úprava

Dosavadní právní úprava manipulace na kapitálovém trhu (kursu cenných papírů) byla obsažena v § 47 odst. 1 písm. b) ZCenP. Ten zakazoval obchodníkovi s cennými papíry, aby činil úkony směřující k manipulaci s cenami cenných papírů. Kromě toho st. § 17a odst. 2 zák. č. 248/1992Sb., o investičních společnostech a fondech zahrnuje mezi odbornou péčí osob, které jednájí jménem investiční společnosti nebo fondu zákaz manipulovat s cenou na veřejných trzích, popř. šířit nepravdivé či zavádějící informace. Až do účinnosti zákona o kapitálovém trhu

(256/2004Sb.) nedisponovalo naše právo obecným zákazem manipulace kursem investičních nástrojů. Deficitem minulé úpravy byla i skutečnost, že zákaz manipulace byl do právního řádu nesystémově vřazen v rámci odborné péče (obchodníka či osob jednajících jménem investiční společnosti či fondu).

#### IV. Evropské směrnice a nařízení + česká právní úprava (přehled)

##### EU:

- Směrnice 6/2003 o insider trading a manipulaci s trhem
- Prováděcí směrnice 2003/124 (zveřejnění vnitřní informace a pojmové vymezení manipulace trhem)
- Prováděcí směrnice 2003/125 (prezentace investičních doporučení a uveřejnění konfliktu zájmů)
- Prováděcí nařízení 2273/2003 (výjimky pro zpětné odkupy akcií a stabilizační programy)
- Směrnice 2004/72/ES ze dne 29. 4. 2004, kterou se provádí výše uvedená směrnice

##### ČR:

- ZKapT (§ 126)
- Vyhláška 355/2004Sb. (kterou se mj. stanoví způsob informování KCP o využívání vnitřních informací a manipulaci s trhem)
- Vyhláška KCP č. 536/2004Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu

#### V. Přehled nové úpravy

Manipulací s trhem se podle § 126 odst. 1 ZKapT jedná o jednání, které může zkreslit představu účastníků kapitálového trhu o **hodnotě, nabídce, poptávce** investičního nástroje přijatého k obchodování na regulovaném trhu členského státu EU, resp. **ostatní jednání, které může jinak zkreslit kurs** tohoto investičního nástroje. Jde o ohrožovací delikt, tj. ke skutečné manipulaci nemusí dojít.

Negativní vymezení: Manipulací není a) obchod nebo pokyn k němu, jestliže osoba podávající pokyn nebo osoba uskutečňující obchod prokáže (obrácené důkazní břemeno), že mají **řádný důvod k takovému pokynu nebo obchodu** a tento pokyn nebo obchod je v souladu s postupy obecně uznávanými naregulovaném trhu, b) jednání spočívající v rozšiřování nepravdivé, klamavé nebo zavádějící informace, o níž osoba, která ji rozšiřuje, **neví nebo nemůže vědět**, že je nepravdivá, klamavá nebo zavádějící, c) rozšiřování informace novinářem **při výkonu novinářské profese**, pokud novinář jedná v souladu s pravidly novinářské profese<sup>1</sup> a nezíská v souvislosti s rozšiřováním informace přímo nebo nepřímo jakýkoliv prospěch „nad rámec obvyklé odměny“, d) rozšiřování informace osobou provádějící **průzkum, který se týká trhu s investičními nástroji nebo emitentů**, nebo osobou, která **doporučuje investiční strategii**, pokud je taková informace nebo takové doporučení šířeno veřejně přístupnými prostředky a pokud takové osoby postupují při těchto činnostech korektně a uveřejní zároveň svůj případný konflikt zájmů, e) jednání při zpětném **odkupu vlastních investičních nástrojů nebo při cenové stabilizaci** investičního nástroje, nebo f) jednání **České národní banky, centrální banky jiného členského státu Evropské unie, Evropské centrální banky** nebo jiné oprávněné osoby při uskutečňování měnové nebo devizové politiky nebo při správě veřejného dluhu.

---

<sup>1</sup> Zák. č. 46/2000Sb. (tiskový zákon).

## VI. Kasuistika jednotlivých manipulačních praktik

### 1. Fiktivní obchody

- a) Wash sales (obchody beze změny benefičního vlastníka, nominee ownership x beneficia ownership)
- b) Improper matched orders, circular trading
- c) Painting the tape
- d) Advancing the bid

### 2. Operace vytvářející nouzi

- a) Market corners
- b) Squeezes

### 3. Obchody vykazující časová specifika

### 4. Manipulativní techniky zaměřené na informace

- a) Distribuce nepravdivých zpráv
- b) Zneužití investičního doporučení, scalping
- c) Nesplnění informační povinnosti

## VII. Odpovědnost

Osobě, která manipuluje s trhem, může být uložena pokuta až do výše 20 mil. Kč. Stejná pokuta hrozí osobě, která neoznámí podezření na tržní manipulaci (§ 126 odst. 5 ZKapT).

Může jít také o trestný čin podvodu (§ 250 TZ). Znakem této skutkové podstaty je obohacení a způsobení škody a způsobení škody jinému. Manipulace trhu je ovšem v zákoně o kapitálovém trhu budována již jako ohrožovací delikt.