

7. 5. 2019

Veźměte, prosíme, na vědomí, že text článku odpovídá platné právní úpravě ke dni publikace.

# K některým znakům „manipulace trhem cenných papírů“

Definice manipulace trhem se v současné nachází v čl. 12 nařízení MAR[1]. Již na první pohled je definice „manipulace trhem“ dlouhá a obsahuje spoustu nejednoznačných a obecných formulací. Jelikož je kontinentální právo postavené na ex ante regulaci, která sice na jednu stranu přispívá k předvídatelnosti práva, na druhou stranu se ale nemůže rovnat flexibilitě „common law“ a protože taktiky, které obchodníci používají se s vývojem ekonomiky a technologie velice rychle mění a vyvíjí se, je potřeba obecná definice, která bude držet krok s tímto vývojem.

**Jinak by brzo postrádala účinnost. A právě vysvětlit a rozvést některé pojmy a znaky manipulace trhem bude cílem tohoto krátkého příspěvku.**

## Nesprávné a zavádějící signály

Jedním z příkladů manipulace trhem cenných papírů je chování, které dává, nebo je způsobilé dávat nesprávné nebo zavádějící signály.

Jedná se o nepravdivé signály, či informace, které zásadně ovlivňují chování účastníků na kapitálovém trhu a jejich zkreslení vede k mylné představě o finančním nástroji, což následně může vyústit ve značné ztráty investorů. Jde o informace o poptávce, nabídce, pokynech, trendech, nebo likviditě trhu. [2]

Zmíněné signály (informace) mohou být dostupné ze samotného trhu, tedy způsobené obchodováním, popř. pokyny (i sérií pokynů) k obchodování. V tom případě se jedná o tzv. market-based manipulaci. Do této skupiny lze zařadit praktiky jako „painting the tape[3]“, „wash sales“[4] nebo „cancel if close to the market/market spoofing[5]“.



**Moreno Vlk & Asociados**

**ADVOKÁTNÍ KANCELÁŘE / ABOGADOS / ATTORNEYS AT LAW  
PRAHA - MADRID - BRATISLAVA**

Dále lze nesprávné a zavádějící signály vydávat pomocí šíření informací prostřednictvím médií, včetně internetu nebo jakýmkoli jinými prostředky. Bod 48 recitálu nařízení MAR přitom uvádí, že „vzhledem k nárůstu využívání internetových stránek, blogů a sociálních sítí“ se považuje šíření informací prostřednictvím internetu, včetně sociálních sítí nebo anonymních blogů za rovnocenné tradičním komunikačním kanálům (např. novinám). V tomto případě se jedná o tzv. information-based manipulaci. Jako příklad lze uvést případ Motejlek, rozhodnutí České národní banky sp. zn.

Sp/2015/414/573, kde ČNB uvedla, že „i příspěvky na sociálních sítích způsobilé zkreslit představu účastníků kapitálového trhu o hodnotě finančního nástroje a ve svém důsledku i potenciálně ovlivnit kurz“.

## **Zavinění**

Jak je patrné z čl. 15 nařízení MAR, není důležité, aby bylo manipulující jednání úspěšné, stačí pouze pokus o manipulaci. To potvrdila i Česká národní banka ve svém rozhodnutí sp.zn. Sp/2015/414/573 *„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 jednáním, které naplnilo skutkovou podstatu manipulace s trhem, a vývojem kurzu, resp. zda vývoj kurzu konkrétního investičního nástroje koreloval s protiprávním jednáním“*. Stejným způsobem není důležité zkoumat, zda byla někomu zakázaným jednáním způsobena škoda.[6]

V případech přiřaditelných pod čl. 12 odst. 1 písm. c) dokonce ani není nutný úmysl trh jakkoliv manipulovat. Stačí pouhá nedbalost při šíření nepravdivé nebo zavádějící informace - ustanovení používá formulaci „ví nebo by měla vědět“.

## **Manipulující osoba**

Dle sdělení ČNB ze dne 28. 11. 2018 je manipulující osobou *„také osoba, která sice manipulaci neprovádí, ale někoho jiného jako svůj nástroj k manipulaci přiměje. Manipulující osobou je i ten, kdo vědomě vytváří nesprávně různé odhady, hodnocení, názory a prognózy nebo nevynakládá odbornou péči přiměřenou svému postavení, aby jejich nesprávnost odhalil. Manipulující osobou je také osoba, která sice manipulující informaci nevytvořila, ale dále ji vědomě či lehkomyšlně šíří, resp. vědomě nebo lehkomyšlně jedná na jejím základě. Osoby, které při manipulaci pomáhají, jsou také manipulujícími osobami.“*

Manipulující osobou tak může být např. novinář, který se omylem dopustil chyby v překladu, která zapříčinila zkrslení představy účastníku trhu o finančním nástroji[7]. Odhady, hodnocení, názory nebo prognózy také mohou být považované za šíření nepravdivé nebo zavádějící informace, i pokud jsou postaveny na správných skutečnostech, ale tyto skutečnosti se nesprávně interpretují.[8] Odpovědný za manipulaci může být i obchodník s cennými papíry, který prováděl pokyny zákazníků směřující k narušení průhlednosti trhu, a kterého dle ČNB *„neomlouvá, že neznal úmysly svých zákazníků - podle § 47b odst. 1 písm. d) zákona o cenných papírech je povinen vyžadovat od zákazníka informaci o záměrech, které chce dosáhnout prostřednictvím požadované služby.“*[9]

## **Běžný investor**

Pro posouzení zda konkrétní informace je, či není způsobilá vydávat nesprávné nebo zavádějící signály, nebo jinak ovlivnit kurz finančního nástroje, je dle Komise pro cenné papíry třeba zkoumat vliv na tzv. běžného (pravidelného) investora (uživatele trhu), tedy rozumnou osobu, která pravidelně obchoduje na trhu s předmětným druhem investičních instrumentů. KCP hovoří o „průměrném akcionáři“. Nerozhoduje přitom, zda se jedná o profesionála či laika, stěžejní je prvek pravidelnosti (jako výraz určité zkušenosti) a rozumnosti (ustupují tedy prvky iracionality v investičním rozhodování). Za relevantní je tak třeba považovat každou informaci, kterou by takový průměrný akcionář považoval za významnou pro rozhodnutí, zda uskutečnit obchod s investičním instrumentem na konkrétním trhu.[10]

V rozhodnutí bankovní rady České národní banky ze dne 8. prosince 2016, sp.zn. Sp/2015/414/573 pak ČNB rozvíjí definici rozumného investora, tak, že rozumný investor při svém rozhodování o

investici vychází zejména z objektivních údajů, tj. z oficiálních a ověřitelných údajů o dané společnosti, situaci na trhu a z dalších relevantních skutečností, resp. případně i z analýz zpracovaných odborníky v daném oboru na základě jasně doložených zdrojů. To však neznamená, že rozumný investor nebere v úvahu také subjektivní názory či sdělení třetích osob (např. prohlášení ekonomických analytiků, vyjádření členů řídicích nebo kontrolních orgánů emitenta kótovaného cenného papíru, komentáře učiněné s odkazem na rozhovory s členy těchto orgánů).



**Mgr. Libor Nerad,**  
advokát

**Denis Tichánek,**  
paralegal

[MORENO VLK & ASOCIADOS](#)  
[advokátní kancelář](#)

Sokolovská 32/22  
186 00 Praha 8

Tel.: +420 224 818 736

Fax: +420 224 818 736

e-mail: [paha@moreno-vlk.eu](mailto:paha@moreno-vlk.eu)

---

[1] nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu

[2] MOLONEY, Niamh. EU Securities and Financial Markets Regulation. 3 ed. Oxford University Press, 2014, s. 703-705..

[3] Jedná se o provádění transakcí mezi dohodnutými stranami za účelem vzbuzení dojmu o tom, že je s finančním nástrojem často obchodováno (např. případ uvedený v rozhodnutí Komise pro cenné papíry sp.zn. KCP/13/2003).

[4] Jedná se o provádění transakcí, aniž by při ní fakticky došlo ke změně skutečného vlastníka finančního nástroje. Např. případ Raiffeisenbank a Patria Finance; rozhodnutí České národní banky sp. zn. Sp/2009/165/573 a Sp/2009/188/573 ze dne 11. června 2010.

[5] Jedná se o falešný pokyn k obchodu velkého množství finančního nástroje, který ovlivňuje jeho cenu a v případě přiblížení uskutečnění obchodu je pokyn zrušen.

[6] Rozhodnutí KCP sp.zn. KCP/32/2001

[7] Srov. případ Mladé fronty, a. s.; rozhodnutí NSS 7 As 114/2014-35

[8] rozhodnutí bankovní rady České národní banky č.j. 2016/142310/CNB/110 ze dne 8. prosince 2016, sp.zn. Sp/2015/414/573

[9] Rozhodnutí KCP sp.zn. KCP/13/2003 (srov. s KCP/1/2005)

[10] Rozhodnutí KCP, sp. Zn. KCP/3/2003.

## Další články:

- [Nový zákon o veřejných dražbách, aukce a obálkové metody](#)
- [Revize zájezdové směrnice: co přináší, co hrozilo a co to znamená pro praxi](#)
- [Kupní smlouva o převodu nemovitosti bez uvedení výše kupní ceny](#)
- [Druhá „tlačítková novela“: povinné tlačítko pro odstoupení od smlouvy](#)
- [Souhlas s veřejným užíváním pozemku jako překážka nároku na bezdůvodné obohacení - nález Ústavního soudu sp. zn. I. ÚS 2541/25](#)
- [Kupní smlouva bez přesného určení kupní ceny](#)
- [Nová pravidla ICC pro rozhodčí řízení: Přehled klíčových změn účinných od 1. června 2026](#)
- [Byznys a paragrafy, díl 36.: Doložka o mlčenlivosti](#)
- [Detekce podezřelého obchodu v kontextu hazardních her](#)
- [Když model počítá správně, ale závěr je zavádějící: limity AI při oceňování podniků](#)
- [Nařízení prodeje jednotky jako ultima ratio ochrany práv ostatních vlastníků?](#)