

## TRHOVÁ TRANSPARENTNOSŤ A SÚVISIACE PROBLÉMY

### 1. Korelácia medzi trhovou informáciou a stupňom regulácie trhu (efektivita trhu)

Podľa Poloučka trhový mechanizmus a fungovanie trhov, ktoré zahŕňajú finančné sprostredkovanie, sú výrazne závislé práve od informácií. Súčasné vnímanie informačnej (a)symetrie kladie dôraz na skutočnosť, že na trhoch uzatvárajú kontrakty subjekty, ktorých informácie sa významne líšia. Dôvodom je existencia súkromných informácií, ktoré sú známe len tým, ktorí k nim majú prístup. Okrem toho existujú situácie, keď nemôžeme pozorovať správanie niektorých ľudí. Pri uzatváraní zmlúv sa väčšinou využívajú len verejné informácie a tí, ktorí majú aj súkromné informácie, môžu tieto zneužiť vo svoj prospech na úkor ostatných účastníkov rozhodovacieho procesu alebo subjektov uzatvárajúcich s nimi zmluvy.<sup>65</sup> Spoločným predpokladom verejnoprávnej ochrany kapitálového trhu je preto zachovanie čo najširšej možnej informačnej symetrie medzi všetkými subjektmi kapitálového trhu (publicita), ako aj informovanosť orgánu regulácie a dohľadu. Tento predpoklad je v každom okamihu existencie kapitálového trhu neustálou výzvou a mal by byť permanentným úsilím pre všetkých účastníkov kapitálového trhu.

Aby bol trh efektívny, musí sa aktivita jeho účastníkov prispôsobovať novým informáciám systematicky a rýchlo, čo sa následne prejavuje v cenách finančných nástrojov obchodovaných na trhu a spôsobuje, že ich cena (resp. vývoj kurzu) nie je neprirozená. Úroveň informovanosti, podľa názoru autora, ustanovuje mieru tzv. efektívnosti jednotlivých trhov s finančnými nástrojmi na kapitálovom trhu a potrebu prípadnej ďalšej regulácie, čím **determinuje stupeň regulácie v tej-ktorej oblasti kapitálového trhu**.<sup>66</sup> Stupeň regulácie však

---

<sup>65</sup> POLOUČEK, S. a kol. *Peniaze, banky, finančné trhy*. Bratislava : Iura Edition, 2010, s. 46 a 47.

<sup>66</sup> Napríklad pre oblasť kolektívneho investovania, ako je nakladanie s majetkom v podielovom fonde, pravidlá ponuky podielových listov podielových fondov alebo pre oblasť obchodovania na regulovanom trhu (informačné povinnosti emitenta registrovaných finančných nástrojov).

## 1.2 Determinanty vymedzenia dôverných informácií (terminologická analýza)

Definovanie pojmu dôvernej informácie podľa MAD, resp. národnej úpravy vychádza zo štyroch základných prvkov:

- **precíznosť** informácie;
- **neverejnnosť** informácie;
- priama alebo nepriama súvislosť<sup>142</sup> s jedným emitentom alebo niekoľkými emitentmi, alebo s jedným finančným nástrojom alebo niekoľkými finančnými nástrojmi (**relácia informácie k rozhodujúcej skutočnosti týkajúcej sa vymedzených subjektov/objektov týchto subjektov**);
- po zverejnení by pravdepodobne významne ovplyvnila kurz/cenu finančných nástrojov alebo súvisiacich derivátov, pre ktoré tvoria podkladové aktívum (**signifikantný kurzotvorný potenciál**).

Všetky znaky musia byť naplnené kumulatívne.

*Precízna informácia* je informácia, ktorá naznačuje súbor okolností alebo udalostí, ktoré nastali alebo o ktorých možno dôvodne predpokladať, že nastanú, a ktoré sú dostatočne konkrétne, aby umožnili vyvodenie záveru *ex ante* o možnom kurzotvornom vplyve súboru okolností alebo udalostí, a teda o ich užitočnosti (princíp materiality). Nejde o informáciu vychádzajúcu výlučne z domnienky alebo očakávania. Užitočnosť informácie spočíva v tom, že investor privilegovaný získaním tejto informácie jej využitím získa pre seba alebo pre tretiu osobu neoprávnenú výhodu spočívajúcu v malom, prípadne žiadnom riziku transakcie a s tým spojený majetkový prospech<sup>143</sup>, a to v porovnaní s ostatnými investormi s prístupom výlučne k verejným informáciám. Ide o informáciu, ktorá nemusí byť definitívna (konečná), obsahovo vyčerpávajúca, resp. sa nemusí týkať

<sup>142</sup> Nepriama súvislosť vyplýva z implicitného vyvodzovania relevantnej informácie.

<sup>143</sup> Podľa slovníka bankových a finančných služieb sa taká majetková výhoda označuje ako „*smart money (bolestné)*“, ktorá je ziskom na úkor ostatných investorov obdržaným skúsenými profesionálnymi obchodníkmi s cennými papiermi, ktorí majú prístup k interným informáciám. ROSENBERG, J. M. *Slovník bankovních a finančních služeb*. 3. díl. Praha : Victoria Publishing, 1992, s. 105. V kontexte insider dealingu podľa názoru autora možno týmto termínom označiť aj majetkový prospech širšej investorskej verejnosti.

## 2.2 Vybrané manipulatívne techniky

Identifikácia konkrétnych manipulatívnych techník vychádza zo štúdia literatúry a odkazuje na také konania, ktorých znaky sú zahrnuté medzi skutočnosťami, na ktoré sa prihliadne pri kvalifikácii manipulácie s trhom (indikátory manipulácie). Predmetom nasledovnej stručnej analýzy<sup>231</sup> budú niektoré najbežnejšie techniky, ktoré sa vyskytujú na kapitálových trhoch a na ktoré je dôležité upozorniť napriek slovenským materiálnym podmienkam fungovania kapitálového trhu.

V súvislosti so šírením falošných alebo zavádzajúcich informácií je zaujímavé skúmať manipulatívne podávanie odporúčaní na nákup určitého finančného nástroja, ktoré môže na prvý pohľad viesť – v súlade s vnútornou diferenciáciou manipulácie – k subsumovaniu pod šírenie falošných alebo zavádzajúcich informácií. Podávanie odporúčaní možno realizovať prostredníctvom médií ako je internet (formou zasielania e-mailových správ – spamu alebo prezentáciou na webových stránkach)<sup>232</sup> alebo inými médiami. Napriek tomu, že šírenie falošných alebo zavádzajúcich informácií je koncipované ako prenos prostriedkami zverejnenia aj akýmkoľvek inými prostriedkami ako sú prostriedky zverejnenia, Siems uvádza, že ide o transakciu zahŕňajúcu podvodné konanie, ktorá je konkretizovaná prostredníctvom príkladu [v zmysle § 131a ods. 2 písm. c) ZCP ide o využitie príležitostného alebo pravidelného prístupu k prostriedkom zverejnenia na vyjadrenie názoru o finančnom nástroji, alebo o jeho emitentovi a následné dosiahnutie zisku, alebo iného prospechu z vplyvu vyjadrenia tohto názoru na vývoj ceny, ak osoba vyjadrujúca názor nezverejnila konflikt záujmov spočívajúci vo svojej obchodnej aktivite týkajúcej

---

2014, ktorou je zákon č. 307/2014 Z. z. o niektorých opatreniach súvisiacich s oznamovaním protispoločenskej činnosti s účinnosťou od 1. januára 2015. Predpokladom ochrany je skutočnosť, že sa vykoná v dobrej viere, pričom v pochybnostiach platí, že konanie je konaním bona fide, ak sa nepreukáže opak (ustanovenie § 2 ods. 2 zákona).

<sup>231</sup> Spracované podľa AVGOULEAS, E. *The Mechanics and Regulation of Market Abuse (A Legal and Economic Analysis)*. New York : Oxford University Press Inc., 2005, s. 119 a nasl.

<sup>232</sup> MAD medzi médiá zaraďuje aj internet [článok 1 ods. 2 písm. c)].

## OCHRANA PRED ZNEUŽÍVANÍM TRHU A POVOLENÉ VÝNIMKY Z JEJ ROZSAHU

### 1. Rozsah ochrany pred zneužívaním trhu

**Európskym právom definovaná regulácia** zneužitia trhu poskytuje ochranu vo vzťahu k finančným nástrojom<sup>246</sup> obchodovaným na regulovanom trhu alebo pre ktoré bola podaná čo len žiadosť o prijatie na regulovaný trh aspoň v jednom členskom štáte EHP bez ohľadu na to, či sa transakcie s finančným nástrojom skutočne vykonávajú. Z uvedeného vyplýva, že nielen verejné, ale aj privátne obchodovanie alebo obchodovanie na alternatívnej obchodnej platforme spadá pod právnu reglementáciu zneužitia trhu, ak je finančný nástroj pripustený, resp. prebieha proces pripustenia na regulovaný trh. V nadväznosti na to sa regulácia zneužívania trhu týka nielen emitentov na regulovanom trhu, ale aj emitentov, ktorí požiadali o vstup na tento trh, čo má význam z hľadiska posudzovania ich správania pri umiestňovaní finančných nástrojov na regulovanom trhu (najmä riziko ich predvstupového manipulatívneho správania).

Je právne irelevantné či emitent, ktorého finančný nástroj je pripustený na regulovaný trh aspoň v jednom členskom štáte EHP, je registrovaný v štáte mimo EHP, alebo či páchatel' trhovej manipulácie má inú štátnu príslušnosť ako štátnu príslušnosť členského štátu EHP (to isté platí aj pre páchatela - právnickú osobu). Regulácia zároveň dopadá aj na finančný nástroj, ktorého hodnota je odvodená od finančného nástroja v procese uvádzania na regulovaný trh. Takýmto spôsobom ustanovený jednotný právny režim pre paralelné obchodovanie tak vytvára rovnaký právny štandard nevyhnutný pre zachovanie dôvery investorov v kapitálový trh, aby nedochádzalo k ich znevýhodňovaniu z titulu výlučnej aktivity na niektorom konkrétnom regulovanom trhu.

**Na národnej úrovni okrem toho platí**, že zákonodarca (normatívne) alebo národný organizátor iného ako regulovaného trhu môžu

---

<sup>246</sup> V našich podmienkach v zmysle § 5 ods. 1 ZCP (po transpozícii MiFID).

## SANKČNÝ MECHANIZMUS PRE ZNEUŽÍVANIE TRHU

### 1. Prostriedky verejnoprávneho postihu zneužívania trhu v intenciách európskej a národnej právnej úpravy

Z ustanovenia článku 11 MAD vyplynulo, aby bol v každom členskom štáte EHP v rámci transpozície určený jeden správny orgán príslušný na zabezpečenie dodržiavania ustanovení smernice. V súlade s článkom 12 ods. 1 v spojení s ods. 2 MAD musí byť príslušný orgán vybavený širokými kompetenciami dohľadu a vyšetrovacími právomocami. Podľa článku 10 MAD sa postih týmto orgánom uplatní pre: a) činnosti, ktoré sa týkajú finančných nástrojov, ktoré sú prijaté alebo pre ktoré bola podaná žiadosť o prijatie na regulovaný trh, ktorý sa nachádza v členskom štáte, b) činnosti vykonávané na jeho území, ktoré sa týkajú finančných nástrojov prijatých na regulovanom trhu v inom členskom štáte, alebo pre ktoré bola takáto žiadosť podaná. Priamo z dikcie MAD tak vyplýva pre orgány dohľadu členských štátov vzájomná kolízia miestnej príslušnosti na vyšetrovanie a následný sankčný mechanizmus pre situáciu tzv. multiple listingu (prihustenia na regulované trhy viacerých členských štátov), ako aj kolízia miestnej príslušnosti pre tieto orgány dohľadu a orgány dohľadu príslušné podľa miesta spáchania deliktu. Očividným zmyslom prekrývania miestnej príslušnosti a z neho dedukovaného pozitívneho kompetenčného konfliktu je vyzdvihnutie dôležitosti potreby potrestania konania zneužívajúceho kapitálový trh a vyhnutie sa negatívnemu kompetenčnému konfliktu. Vychádzajúc z toho potom článok 16 MAD vo viacerých svojich ustanoveniach ukladá uvedeným orgánom povinnosť vzájomnej spolupráce a pomoci pri vyšetrovaní vrátane výmeny informácií.<sup>277</sup> Navyše počíta s tým, aby orgán dohľadu jedného štátu požiadal orgán druhého štátu o vykonanie šetrenia na území tohto druhého členského štátu (ods. 4 tohto článku MAD).

---

<sup>277</sup> Zhodnoteniu dopadu európskej legislatívy v tejto oblasti sa venuje napr. publikácia RIDER, B., ALEXANDER, K., LINKLATER, L., BAZLEY, S. *Market Abuse and Insider Dealing*. 2nd Edition. West Sussex : Tottel Publishing Ltd, 2009, s. 264 – 266.

## 2.1 Zjednocovanie administratívnych sankčných režimov

Napriek tomu, že nariadenie je priamo účinné a aplikovateľné vo všetkých členských štátoch, problematickou zostáva oblasť uplatňovania sankčných režimov podľa požiadaviek nariadenia, keďže ich prijatie zostane v kompetencii členských štátov. Tie budú musieť do 3. júla 2016 oznámiť Európskej komisii a orgánu ESMA informácie o právnych predpisoch zavádzajúcich sankčný režim anticipovaný v nariadení. Vnútroštátne právo členských štátov EHP bude musieť byť zosúladené s ustanoveniami nariadenia do 3. júla 2016. Vychádzajúc z nedostatkov identifikovaných v oznámení Komisie Európskemu parlamentu, Rade, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a výboru regiónov z 8. decembra 2010 o posilňovaní sankčných režimov v odvetví finančných služieb, sa pri tvorbe MAR pristúpilo k minimálnemu štandardu vyvodzenia administratívnoprávneho postihu za zneužitie trhu. Správne trestanie aplikované v jednotlivých členských štátoch na úseku postihu za zneužitie trhu musí preto rešpektovať všetky nároky, ktoré na ne nariadenie kladie v článkoch 30 a 31. Ide o dve oblasti, ktoré sú predmetom minimálnej unifikácie:

- katalóg správnych sankcií a správnych opatrení;
- kritériá správneho uváženia.

Katalóg správnych sankcií a správnych opatrení sa zavádza pre porušenie zákazov a súvisiacich povinností vyplývajúcich z hmotno-právnej regulácie foriem zneužívania trhu, a nie z procesnej regulácie, spočívajúcej v neposkytnutí súčinnosti orgánu dohľadu dohľadným subjektom (poriadkový delikt). Katalóg obsahuje 10 správnych postihov<sup>322</sup>, z toho postihy finančného charakteru môžu členské štáty

<sup>322</sup> Konkrétne (vlastné spracovanie podľa článku 30 ods. 2 MAR): 1. pokyn na zastavenie a upustenie od opakovania protiprávneho konania, 2. vrátenie neoprávnených ziskov alebo strát, ktorým sa podarilo zabrániť, ak sú merateľné (tento sankčný nástroj umožňuje postih v relácii na kvantifikovateľný prospech tak komisívneho, ako aj omisívneho deliktu, poznámka autora), 3. verejné upozornenie, v ktorom sa uvádza osoba zodpovedná za porušenie a jeho povaha, 4. odňatie alebo pozastavenie platnosti povolenia na poskytovanie investičných služieb, 5. dočasný zákaz vykonávať riadiace funkcie u obchodníka s cennými papiermi pre fyzickú osobu, 6. u opakovaného porušenia zákazu insider dealingu alebo trhovej manipulácie trvalý zákaz vykonávať riadiace funkcie u obchodníka s cennými papiermi pre fyzickú osobu, 7. dočasný zákaz pre fyzickú osobu obchodovať na vlastný účet, 8. peňažné pokuty vo výške aspoň trojnásobku výšky neoprávnených ziskov alebo strát, ktorým sa podarilo zabrániť, ak sú merateľné (tento sankčný nástroj

„pridanej hodnoty“ druhej smernice v porovnaní s jej predchodcom vyplynula aj v dôsledku praktických skúseností na kapitálovom trhu, na ktoré musela reagovať aj rozhodovacia prax SD EÚ.<sup>337</sup>

### 1. Úroveň harmonizácie prvej smernice, povolená výnimka z definície dôvernej informácie, eurokonformita a zásada zákazu diskriminácie a všeobecnej aplikácie

K prvému konaniu o prejudiciálnej otázke pred SD EÚ vo veci výkladu ustanovení európskej právnej úpravy v tejto oblasti došlo pomerne neskoro. Išlo o konanie vo veci C-28/99338 o prejudiciálnej otázke podanej Recht bank van eerste aanleg te Gent (Belgické kráľovstvo) v trestnom konaní vedenom proti pánom Jean Verdonck, Ronald Everaert a proti pani Edith de Baedts. Belgický súd sa podaním z 27. januára 1999 obrátil na SD EÚ s tromi otázkami týkajúcimi sa výkladu článku 6 smernice 89/592/EHS. Toto konanie **bolo zásadné pre definovanie eurokonformných podmienok ustanovenia výnimiek z rozsahu definície dôvernej informácie v zmysle uvedenej smernice, ktorá predstavovala minimálnu štandardnú úroveň harmonizácie insider dealingu v európskom priestore.**

Skutkový stav, ktorého sa konanie týkalo, bol nasledovný<sup>339</sup>: p. Verdonck, p. Everaert a p. de Baedts boli členmi správnej rady spoločnosti Ter Beke NV. Správna rada v tomto zložení vo viacerých postupných krokoch rozhodla o nadobudnutí spoločnosti Chilled Food Business (divízia spoločnosti Unilever Belgium NV), a to v dátumoch 22. augusta 1995, 10. októbra 1995 (preskúmanie možností nadobudnutia spoločnosti), 14. septembra 1995 (predloženie predbežnej ponuky),

personálny rozsah pojmu primárny insider, ktorý druhá smernica rozšírila o osobu, ktorá získala dôvernú informáciu v súvislosti so spáchaním trestného činu. Pozri SIEMS, M. M. The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis. In *Law and Financial Markets Review*. 2008, 2, 39 – 49, s. 3 a 6. Dostupné na: <http://ssrn.com/abstract=1066603>.

<sup>337</sup> Objektívna stránka konania primárnych insiderov alebo vymedzenie manipulácie trhu (aj keď iba demonštratívne) v druhej smernici.

<sup>338</sup> V uvedenej právnej veci nie je k dispozícii slovenská jazyková mutácia návrhov generálneho advokáta ani rozhodnutia SD EÚ. Autor z tohto dôvodu vychádza z vlastného prekladu nemeckej jazykovej verzie.

<sup>339</sup> Sumarizácia podľa rozhodnutia SD EÚ z 3. mája 2001 vo veci C-28/99.

### 3. Pojem dôvernej informácie, jej držiteľa a rozsah zákazu jej zneužitia v kontexte manipulatívneho konania

Zaujímavým sa z hľadiska pôsobnosti smernice 89/592/EHS stalo **posudzovanie konania označovaného ako trhovú manipulácia, ktoré sa právne upravilo až následne** v ďalšej smernici MAD. Išlo o prejudiciálne konanie vo veci C-391/04 začaté na návrh Symvoulio tis Epikrateias (grécka štátna rada), pričom návrh bol predložený v rámci sporu medzi Ypourgos Oikonomikon (ministerstvo financií) a Proïstamenos DOY Amfissas (daňový úrad v Amphissa) na jednej strane, a p. Georgakisom na druhej strane. Predmetom skúmania bolo, či sa články 1 až 4 smernice 89/592/EHS vzťahujú aj na konanie p. Georgakisa a iných s ním spojených hlavných akcionárov a členov správnej rady dotknutých spoločností. Skutkový stav bol v stručnosti nasledovný<sup>371</sup>:

Po kríze na burze v novembri 1996 bola zo strany gréckej štátnej správy vykonaná kontrola transakcií týkajúcich sa akcií spoločností Parnassos a Atemke. Pán Georgakis a jeho rodina (označovaní súhrnne ako „skupina Georgakis“) boli v auguste 1996 hlavnými akcionármi spoločnosti Parnassos. Táto spoločnosť a jej dcérska spoločnosť Syrios AVEE vlastnili väčšinu akcií Atemke. Väčšina členov skupiny Georgakis bola členmi správnej rady Parnassos a Atemke. Členovia tejto skupiny sa na základe odporúčania svojich finančných poradcov rozhodli spolu zvýšiť kurz akcií Parnassos v čase výskytu objektívnej tendencie jeho znižovania. V dôsledku toho pristúpili od mája do decembra 1996 k viacerým transakciám predaja, nákupu a spätného odkúpenia akcií Parnassos a Atemke, ktoré sa mali uskutočniť medzi nimi navzájom, spoločnosťou Parnassos a zahraničnou spoločnosťou Merrill Lynch Capital Markets plc. Transakcie vytýkané p. Georgakisovi spočívali najmä v predaji 92 000 akcií spoločnosti Parnassos a 11 100 akcií spoločnosti Atemke, účasti na nákupe akcií Parnassos v jednej z 26 transakcií a účasti na predaji časti zo 112 500 akcií Atemke. Počas týchto obchodov neboli žiadne akcie poskytnuté na voľný trh, a predaj a nákup všetkých akcií sa uskutočnil najmä medzi členmi skupiny Georgakis, pričom všetky obchody boli

<sup>371</sup> Sumarizácia podľa rozhodnutia SD EÚ z 10. mája 2007 vo veci C-391/04. Rozhodnutie SD EÚ a návrhy generálneho advokáta sú k dispozícii v slovenskej jazykovej mutácii.