

ČUNDERLÍK, M. 2015. *Trhová transparentnosť a zneužívanie kapitálového trhu v korelácii poskytovania investičných služieb, výkonu investičných činností a organizovania regulovaného trhu*. Bratislava: Vydavateľstvo Wolters Kluwer. 254 s.

Dušan Holub¹

V roku 2015 sa na našom knižnom trhu v ponuke právnickej literatúry objavila vedecká monografia s názvom: *Trhová transparentnosť a zneužívanie kapitálového trhu v korelácii poskytovania investičných služieb, výkonu investičných činností a organizovania regulovaného trhu* autora doc. JUDr. Ľubomíra Čunderlíka, PhD., člena Katedry finančného práva Právnickej fakulty UK v Bratislave. Autor vo svojej monografii nadviazal na svoju doterajšiu vedeckú a publikačnú činnosť zameranú na oblasť právnej úpravy finančného trhu.

Recenzovaná monografia predstavuje súhrnné vedecké spracovanie a komplexné zhodnotenie doteraz nedostatočne spracovanej problematiky súčasnej právnej regulácie informačného správania sa vybraných trhových subjektov kapitálového trhu a jednotlivých foriem zneužívania kapitálového trhu v európskom a národnom rámci. Motiváciou na spracovanie tejto témy je podľa vlastných slov autora dlhodobý vedeckovýskumný ako aj osobný záujem o túto oblasť.

Základnou hypotézou autora pri spracovaní tejto témy je myšlienka, že pre fungovanie efektívneho regulovaného kapitálového trhu a zachovanie jeho dôveryhodnosti je nutné:

- a) aby jeho účastníci boli rovnocenne, bez akéhokoľvek zvýhodnenia informovania o všetkých trhovopodstatných skutočnostiach, ktoré môžu mať vplyv na ich investičné správanie,
- b) aby sa predchádzalo získavaniu neoprávneného majetkového či iného prospechu v dôsledku trhovodiskriminačného správania niektorých subjektov, či už zneužívaním ich prístupu k neverejným informáciám (dispozície s dôvernými informáciami), alebo manipuláciou s trhom.

Odpoveďou autora na túto hypotézu je zhodnotenie informačnej povinnosti na regulovanom trhu, miery regulácie zneužívania trhu a efektivity sankčného mechanizmu pri uplatňovaní postihu za zneužívanie trhu a jeho najbližší vývoj na úrovni EÚ.

Monografia je rozdelená do šiestich samostatných kapitol. Jednotlivé kapitoly tvoria ucelený tematický rámec, v ktorom sa nachádza teoretická časť s relevantnou argumentáciou, prepojená s priebežnými hodnotiacimi závermi autora.

V prvej kapitole s názvom „Vybrané aspekty verejnoprávnej regulácie kapitálového trhu“ autor dospieva k záveru, že podstatná časť právnej úpravy kapitálového trhu je v záujme ochrany finančnej stability klientov a udržania dôveryhodnosti trhu determinovaná verejnoprávnou ingerenciou štátu do podnikania vybraných subjektov kapitálového trhu. Po identifikácii obsahovej náplne investičného bankovníctva autor defi-

¹ JUDr. Dušan Holub, PhD.; Ekonomická univerzita v Bratislave, Obchodná fakulta, Katedra obchodného práva, Dolnozemskaá cesta 1, 852 35 Bratislava; E-mail: holub@euba.sk

nuje regulovaný trh ako miesto stretávania sa ponuky a dopytu po investičných tituloch a v súvislosti s regulovaným trhom analyzuje právne povinnosti vo vzťahu k trhovo významným informáciám, ktorých plnenie spája s tzv. regulovaným emitentom. Ďalej autor v tejto kapitole analyzuje alternatívny obchodný systém MTF, ktorý porovnáva s Burzou cenných papierov v Bratislave, a na základe jeho praktického využitia emitentov konštatuje nezaujímajúcu prax o tento systém.

V druhej kapitole s názvom „Trhová transparentnosť a súvisiace problémy“ autor analyzuje význam informácie na kapitálovom trhu, ktorá je rozhodujúcim faktorom, pre ktorý sa investor rozhoduje vstúpiť na kapitálový trh. Autor v tejto kapitole konštatuje, že efektívnosť trhu je priamoúmerná rozsahu poskytovaných informácií o investičných tituloch a hospodárskej situácii ich emitentov. Ďalej autor predkladá komplexnú klasifikáciu existujúcich informačných povinností a druhov informácií, ktoré sa viažu k regulovanému trhu. V závere tejto kapitoly autor poukazuje na problémy informačnej disciplíny na trhu, ktoré spočívajú najmä v súkromnoprávnom vynucovaní jej dodržiavania.

Tretiu, najrozsiahlejšiu kapitolu s názvom „Analýza aktuálneho právneho stavu zneužívania trhu v európskom a národnom kontexte“ rozdelil autor do troch častí: právnu analýzu dôverných informácií, právnu analýzu manipulácie s trhom a právnu analýzu regulácie poskytovania investičných odporúčaní. V prvej časti autor výstižne konštatuje holý fakt, že praktiky investičného bankovníctva a finančných agentov v súčasnosti prebiehajú svojou rozmanitosťou a vynaliezavosťou teoreticko-vedné rozpracovanie tejto oblasti. Autor v tejto časti formuluje argumenty pre reguláciu insider dealingu, ktorý delí na dve kategórie, venuje sa otázke dôverných informácií, formulovaniu deliktov v tejto oblasti a prevenčnému pôsobeniu niektorých organizačných opatrení, ktoré sa vyskytujú v praxi. V rámci právnej analýzy manipulácie s trhom formuluje jeho charakteristické právne črty a manipulatívne praktiky. V tretej časti tejto kapitoly analyzuje pravidlá vypracúvania a šírenia verejne prezentovaných investičných odporúčaní.

Vo štvrtnej kapitole s názvom „Ochrana pred zneužívaním trhu a povolené výnimky z jej rozsahu“ skúma autor problematiku zneužitia trhu a trhovou transparentnosť v súvislosti s problematikou investičných služieb a investičných činností realizovaných na regulovanom trhu. V rámci tejto kapitoly autor inovatívne delí výnimky z pôsobnosti regulácie zneužitia trhu na tzv. všeobecné a osobitné výnimky. Opodstatnenie ich existencie vidím autor v odstránení bariér pre efektívny výkon činností vykonávaných tak verejnými autoritami vo verejnom záujme (správa verejného dlhu, výkon menovej alebo devízovej politiky), ako aj súkromným sektorom v záujme ochrany záujmov investora a emitenta (buy-back programy, stabilizácia finančných nástrojov).

V piatej kapitole s názvom „Sankčný mechanizmus pre zneužívanie trhu“ autor analyzuje súčasný stav národného a európskeho verejnoprávneho postihu, ako aj novoprijaté, ešte neuplatňované európske nástroje harmonizácie a priamej aplikácie v členských štátoch v tejto oblasti. Autor v tejto súvislosti konštatuje, že európsky zákonodarca vyhodnocuje mieru účinnosti národných administratívno-právnych sankčných režimov členských štátov ako nedostatočnú, ale unifikáciou pristupuje k sprísneniu úpravy smerom k postihu pre pokus o manipuláciu s trhom a pre niektoré omisívne konania v insider dealingu. Autor pozitívne hodnotí snahu o harmonizáciu trestných sankcií s ustanovením minimálnej výmery trestov pre fyzické osoby, keďže v našej právnej úprave stále absentuje zavedenie skutkových podstát zneužitia trhu v porovnaní so zahraničím. Zároveň však zdôrazňuje, že paralelne s nástupom penalizácie je

dôležité hľadať perspektívy rozvoja domáceho kapitálového trhu, pretože inak sa európska iniciatíva bude javiť v našej úprave ako výsledok zahraničných negatívnych skúseností, nútene transponovaný do nášho právneho systému. Posledná šiesta kapitola s názvom „Prínos rozhodovacej praxe SD EÚ“ obsahuje prvé analytické spracovanie výstupov rozhodovacej praxe SD EÚ k danej problematike s použitím literatúry, ktoré vedie k autorovmu vyvodu zásad a správnej interpretácie niektorých sporných aspektov regulácie zneužitia trhu.

V rámci zhrnutia autor konštatuje skutočnosť, že európska a na jej základe prijatá súčasná slovenská právna úprava zneužitia trhu je v prostredí slovenského kapitálového trhu v zásade dostatočná, európsky vývoj však výrazne prekračuje aktuálne potreby nášho právneho prostredia. Nedostatky slovenskej právnej úpravy možno odstrániť čiastkovými zmenami a doplneniami za účelom zvýšenia prevenčného pôsobenia.

Na záver autor všeobecne zhodnocuje skôr uvedené okruhy a dospieva k potvrdeniu svojej hypotézy. Monografiu dopĺňa zoznam použitých skratiek, zoznam použitých prameňov a literatúry, vecný register vybraných pojmov a príloha, ktorá predstavuje prehľad všetkých, pre tému právne relevantných obchodných miest v EÚ, na ktoré má priamy dosah právna úprava zneužívania trhu a ktoré sú tomuto škodlivému konaniu najviac exponované. Vo svojom výskume autor reflektuje aj na vedeckú ekonomickú literatúru, pretože predmet jeho zamerania má predovšetkým ekonomickú povahu.

Vedecká monografia doc. JUDr. Ľubomíra Čunderlíka, PhD., je originálnym vedeckým spracovaním problematiky, ktorej naša súčasná právna veda doteraz nevenovala pozornosť. Odbornosť problematiky bola autorom uchopená a zvládnutá na vysokej úrovni. V monografii je zjavný osobný prínos autora, nejde len o kompiláciu dostupnej literatúry. Je to o precízne a podnetné dielo, ktoré môže okrem iného prispieť k prehodnoteniu aktuálneho právneho stavu v tejto oblasti.