

# ODPOWIEDZIALNOŚĆ PRAWNA UCZESTNIKÓW RYNKU KAPITAŁOWEGO NA PRZYKŁADZIE MANIPULACJI GIEŁDOWYCH.

## 1. WSTĘP

Wbrew pozorom pojęcie „odpowiedzialności prawnej” w polskim systemie prawa nie jest jednoznacznie zdefiniowane. Główne gałęzie prawa takie jak prawo cywilne, karne, administracyjne, konstruują na swój własny użytek definicje wskazując jedynie na określone cechy odpowiedzialności. W związku z tym, że każda z tych gałęzi charakteryzuje się specyficznym rodzajem odpowiedzialności a nie jest możliwe podanie uniwersalnej definicji, przyjmijmy na tym etapie definicję *sensu largo* podaną przez słownik języka polskiego, który wskazuje, że odpowiedzialnością jest: „*obowiązek moralny lub prawny odpowiadania za swoje lub czyjeś czyny lub przyjęcie na siebie obowiązku zadbania o kogoś lub o coś*”.

W dalszej części pracy pokrótce opiszę każdą z wskazanych przeze mnie odpowiedzialności w świetle uczestników rynku kapitałowego.

Zatem należałoby zastanowić się kim są ów uczestnicy. W doktrynie przyjmuje się, że uczestnikiem rynku kapitałowego jest wyodrębniony organizacyjnie podmiot, który posiada osobowość prawną i jednocześnie ma wpływ na ten rynek. Wpływ ten może polegać na dokonywaniu nadzoru, kontroli prawnej(KNF, GPW, KDPW), wprowadzeniu instrumentu finansowego(emitenci), bądź na składaniu zleceń(inwestorzy, maklerzy). Każda z tych grup w specyficzny dla siebie sposób wpływa na rynek – kształtując go w określone ramy. W związku z powyższym do uczestników rynku kapitałowego można zaliczyć:

1. Komisję Nadzoru Finansowego jako naczelną organ administracji państwowej uprawnioną do sprawowania nadzoru nad podmiotami prowadzącymi działalność na rynku kapitałowym.
2. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A jako centralna instytucja, której zadaniem jest prowadzenie i nadzorowanie systemu depozytowo-rozliczeniowego w zakresie obrotu instrumentami finansowymi w Polsce

3. Giełde Papierów Wartościowych S.A która organizuje regulowany obrót akcjami na rynku podstawowym (urzędowym) oraz równoległym (nieurzędowym).
4. Centralną Tabelę Ofert MTS CeTO jako podmiot nadzorujący i organizujący pozagiełdowy rynek obrotu papierami wartościowymi.
5. firmy inwestycyjne czyli domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską, zagraniczne firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczne osoby prawne z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadzące na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską
6. domy maklerskie czyli instytucje finansowe świadczące usługi maklerskie za pośrednictwem maklerów oraz doradców inwestycyjnych.
7. maklerów czyli osoby fizyczne, wpisane na listę prowadzoną przez KNF, wykonujące czynności maklerskie polegające m.in. na przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych składanych przez inwestorów.
8. doradców inwestycyjnych czyli osoby fizyczne, wpisane na listę doradców inwestycyjnych prowadzoną przez KNF, upoważnione do zarządzania portfelami instrumentów finansowych na zlecenie oraz świadczenia usług doradztwa w zakresie inwestycji na rynku kapitałowym
9. towarzystwa funduszy inwestycyjnych czyli instytucje finansowe działające w formie spółek akcyjnych, których przedmiotem działalności jest tworzenie funduszy inwestycyjnych i zarządzanie nimi.
10. emitentów papierów wartościowych czyli podmioty dokonujące emisji papierów wartościowych (akcji i obligacji) we własnym imieniu.
11. inwestorów czyli osoby fizyczne, osoby prawne na rzecz których dom maklerski świadczy usługi składania zleceń w obrocie na rynku regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu.

W polskim porządku prawnym wzajemne relacje między uczestnikami rynku kapitałowego określone są w trzech podstawowych aktach prawnych tj. ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, ustawie o ofercie publicznej i w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Niektóre z tych ustaw zawierają przepisy odnoszące się do odpowiedzialności administracyjnej, karnej jak i cywilnej.

Ja natomiast w dalszej części pracy skupię się na analizie manipulacji na rynku giełdowym przez pryzmat ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, której zastosowanie może skutkować powstaniem odpowiedzialności karnej i administracyjnej.

## **2. RODZAJE ODPOWIEDZIALNOŚCI PRAWNEJ**

Nauka prawa cywilnego tworzy na swój własny użytek dwa główne typy odpowiedzialności: *ex delicto* i *ex contractu*. Przesłankami odpowiedzialności *ex delicto* jest powstanie szkody wynikającej z popełnienia czynu niedozwolonego (może to być zarówno działanie jak i zaniechanie) przez sprawcę i związek przyczynowy między szkodą a czynem niedozwolonym. Obowiązek działania lub zaniechania może wynikać nie tylko z umowy ale także z ustaw i innych aktów prawnych skutecznych *erga omnes*. Natomiast źródłem odpowiedzialności *ex contractu* przeważnie jest umowa, która nie została wykonana w sposób prawidłowy (niewykonanie umowy bądź nienależyte wykonanie umowy). Przesłankami są: szkoda, nienależyte wykonanie umowy bądź nie wykonanie umowy i związek przyczynowy między nieprawidłowym wykonaniem umowy a szkodą.

Inną charakterystyką cechuje się odpowiedzialność karna. Doktryna wskazuje, że jest to ponoszenie konsekwencji za czyny zawinione określone jako przestępstwo w przepisach prawa. Zatem w myśl zasady *nullum crime sine lege scripta* można być pociągniętym do odpowiedzialności karnej tylko i wyłącznie wtedy gdy czyn wypełnia znamiona przestępstwa określone w ustawie. W przeciwieństwie do odpowiedzialności cywilnej szkoda nie jest istotna, wystarcza samo wypełnienie znamion przestępstwa.

Kolejnym rodzajem odpowiedzialności jest odpowiedzialność administracyjna. Zbliża się ona do odpowiedzialności karnej, natomiast w przeciwieństwie do niej pełni inne funkcje i cele. Przede wszystkim cechuje się tym, że powstaje z chwilą naruszenia obowiązku wynikającego z przepisów prawa powszechnie obowiązującego, nie ma co do zasady za przedmiot ustalenie poniesienia uszczerbku przez konkretny podmiot i jest ona niezależna od zawinienia.

### **3. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ADMINISTRACYJNA W USTAWIE O OBROCI INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI.**

Na podstawie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi możemy podzielić odpowiedzialność administracyjną od strony podmiotowej (skierowana wobec konkretnych podmiotów) i przedmiotowej (za określony czyn).

Od strony podmiotowej możemy wyszczególnić odpowiedzialność:

- akcjonariuszy i udziałowców domów maklerskich oraz osób, które pośrednio nabyły ich akcje lub udziały (art. 108 u.o.i.f),
- odpowiedzialność maklerów i doradców inwestycyjnych (art. 130 u.o.i.f),
- odpowiedzialność spółek prowadzących giełdy lub rynek pozagiełdowy (art. 165, art. 166, art. 214 ust.2, art. 215 ust. 2 u.o.i.f),
- odpowiedzialność firm inwestycyjnych (art. 167, 169, art. 99 ust.1 i art. 114 ust.1 w zw. z art. 99 ust. 1, art. 132 ust. 1 pkt 3, art. 136 ust. 5, art. 137 u.o.i.f)

Od strony przedmiotowej możemy wskazać:

- odpowiedzialność związana z dostępem do informacji poufnych tzw. insider trading – (art. 174, 175 u.o.i.f)
- odpowiedzialność za naruszenie obowiązków wynikających z obrotu znacznymi pakietami akcji oraz za nabycie przez osoby nieuprawnione akcji spółki prowadzącej rynek giełdowy lub pozagiełdowy (art. 171, 173 ust.3 u.o.i.f)
- odpowiedzialność w związku z manipulacją instrumentami finansowymi i sporządzaniem rekomendacji (art. 172 u.o.i.f).

W związku z tym, że szczegółowy opis wszystkich w/w deliktów administracyjnych kilkunastokrotnie przekroczyłby limit objętości prezentowanej pracy, chciałbym skupić się tylko na jednym z w/w elementów, mianowicie: manipulacji instrumentami finansowymi.

Zgodnie z art. 172 u.o.i.f – manipulację stanowi:

- rozpowszechnianie za pomocą środków masowego przekazu lub w inny sposób fałszywych lub nierzetelnych informacji albo pogłosek, które wprowadzają lub mogą wprowadzić w błąd w zakresie instrumentów finansowych przez osobę (oprócz dziennikarzy), która wiedziała lub przy dołożeniu należytej staranności mogła się dowiedzieć, że są to informacje nieprawdziwe lub wprowadzające w błąd
- uzyskiwanie korzyści majątkowej z wpływu opinii dotyczących instrumentów finansowych (w środkach masowego przekazu w sposób okazjonalny lub regularny), na cenę posiadanych instrumentów finansowych, jeśli nie został publicznie ujawniony w sposób pełny i rzetelny występujący konflikt interesu

W przypadku gdy KNF stwierdzi zaistnienie manipulacji na rynku, może ona nałożyć karę do 200 000 zł lub karę pieniężną wysokości dziesięciokrotności uzyskanej korzyści majątkowej albo obie te kary łącznie.

Natomiast zgodnie z art. 173 u.o.i.f :

- każdy kto dokonuje lub zleca dokonanie stabilizacji ceny instrumentów finansowych z naruszeniem zasad określonych w prospekcie emisyjnym lub z naruszeniem przepisów o skupowaniu akcji własnych (art. 39 ust.3 pkt 1) KNF w drodze decyzji, nakłada karę pieniężną do wysokości 1 mln zł. (ust.1)
- każdy kto nabywa akcje własne z naruszeniem przepisów art. 39 ust.3 pkt 1 Komisja może nałożyć karę pieniężną do wysokości 1 mln zł (ust.2)
- firmy inwestycyjne, agenci firm inwestycyjnych, towarowe domy maklerskie, zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność maklerską w zakresie obrotu towarami giełdowymi które nie poinformują KNF o: każdej podejranej i uzasadnionej transakcji której celem może być manipulacja na rynku – (ust.4) każdym uzasadnionym podejrzeniu bezprawnego ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnej (ust. 5) KNF może nałożyć karę do wysokości 1 mln zł

#### **4. ODPOWIEDZIALNOŚĆ KARNA ZA MANIPULACJE NA RYNKU WG. USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI.**

W ustawie o obrocie instrumentami finansowymi możemy również wyszczególnić odpowiedzialność karną za manipulację. Zgodnie z art. 183 wskazanej ustawy: każdy kto dokonuje manipulacji tj.:

- składa zlecenia lub zawiera transakcje wprowadzające lub mogące wprowadzić w błąd co do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego
- składa zlecenia lub zawiera transakcje powodujących nienaturalne lub sztuczne ustalenie się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych
- składa zlecenia lub zawiera transakcje, z zamiarem wywołania innych skutków prawnych niż te, dla osiągnięcia których faktycznie jest dokonywana dana czynność prawna
- rozpowszechnia za pomocą środków masowego przekazu lub w inny sposób fałszywe lub nierzetelne informacji albo pogłoski, które wprowadzają lub mogą wprowadzić w błąd w zakresie instrumentów finansowych:

podlegają grzywnie do 5 mln zł albo karze pozbawienia wolności od 3 msc do lat 5 albo obu tym karom łącznie.

Przestępstwo dokonania manipulacji nie jest jedynym czynem niedozwolonym w prezentowanej ustawie. Innymi czynami za które grozi odpowiedzialność karna jest:

- prowadzenie działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi bez zezwolenia lub upoważnienia (art. 178) za które grozi kara grzywny do 5 mln zł np. wykonywanie zawodu maklera lub doradcy bez wymaganego zezwolenia, prowadzenie przedsiębiorstwa maklerskiego lub doradczego bez zezwolenia, wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu
- ujawnienie tajemnicy zawodowej(art. 147) lub jej wykorzystanie. Przestępstwo to zagrożone jest kara grzywny do 1 mln zł albo karą pozbawienia wolności do lat 3 albo obu tym karom łącznie (art. 179)
- ujawnienie informacji poufnej(art. 154). Przestępstwo to zagrożone jest karą grzywny do 2 mln zł albo karze pozbawienia wolności do lat 3 albo obu tym

karom łącznie(art.180); dotyczy przede wszystkim członków zarządu, rady nadzorczej, akcjonariuszy spółki

- wykorzystanie informacji poufnej zagrożone jest karą grzywny do 5 mln zł albo karze pozbawienia wolności od 3 msc do lat 5 albo obu tym karom łącznie(art. 181). Natomiast gdy informacje taką wykorzysta członek zarządu, rady nadzorczej, prokurent to podlega on karze grzywny do 5 mln zł albo karze pozbawienia wolności od 6 msc do lat 8 albo obu tym karom łącznie
- uniemożliwianie lub utrudnianie działań kontrolnych i nadzorczych przez KNF(art. 184). Przystępstwo to dotyczy każdego kto utrudnia dokonywanie takich działań i zagrożone jest karą aresztu, ograniczenia wolności albo karą grzywny.

## **5. MANIPULACJE GIEŁDOWE NA PRZYKŁADZIE PRAKTYK ŚLEDCZEJ FBI.**

W związku z tym, że polski rynek giełdowy w porównaniu do rynków zagranicznych jest stosunkowo młodą instytucją, chciałbym przybliżyć różnego rodzaju przestępstwa jakie miały miejsce w USA na przestrzeni ostatnich 30 lat. Tamtejsza literatura opisuje manipulacje takie jak:

- STOWARZYSZENIE WSPÓLNEGO OBROTU(POOL, DAISY CHAIN): są to nielegalne układy między grupą oszustów giełdowych przeważnie inwestorów którzy wytwarzają taka sytuacje w której wspólne operacje spowodują pożądany ruch cen kontrolowany przez uczestników porozumienia
- JAZDA NA GAPEĆ- polega na złożeniu zlecenia zakupu akcji przez klienta który zamierza za nie zapłacić dopiero po wzroście cen. Przeważnie przestępstwo to polega na tym, że inwestor nakłania i oszukuje maklera zasłaniając się złą sytuacją finansową po to aby ten trzymał akcje na własnym rachunku. Przystępstwo polega na wykorzystaniu dozwolonej zwłoki przy uregulowaniu należności za zakupione akcje – od daty zakupu akcji do daty rozliczenia może upłynąć nawet 5 dni roboczych. Zatem klient –oszust licząc na to że cena akcji wzrośnie zleci ich sprzedaż w związku z tym w rezultacie otrzyma wyłącznie kwotę stanowiącą zysk z przeprowadzonej operacji.

- **PUDEŁKOWANIE (BOX JOB)** polega na chowaniu akcji czyli sztucznym ograniczaniu podaży. Usunięcie z rynku znacznej części akcji określonej spółki destabilizuje podaż a następnie inwestor po odpowiednim wywołaniu zainteresowania akcjami i po wzroście ich cen, „zaparkowane” akcje uwalnia na rynek.
- **MANIPULOWANIE INFORMACJĄ (INSIDER TRADING)** polega na podawaniu do publicznej wiadomości informacji fałszywych (zarówno pozytywnych jak i negatywnych) o danej spółce przez co informacja ta zmienia sztucznie wartość waloru inwestycyjnego
- **MALOWANIE WSTĘGI** - przestępstwo polegające na tym, że kilku maklerów winduje ceny po to by jeden z nich skupił je i następnie odsprzedawał za cenę którą jego wspólnicy powoli podbijają. Organizatorzy oszustwa obserwują ceny i w momencie braku możliwości jej podwyższenia dokonują wyprzedaży i inkasują zysk
- **CZYSTY HANDEL (WASH SALES)**- oszuści wybierają akcje spółki o niskim wolumenie obrotów. Dwaj inwestorzy wchodzą w porozumienie i odsprzedają sobie nawzajem ten sam pakiet akcji po coraz wyższej cenie. Powstaje sztuczna tendencja wzrostowa, która zachęca innych inwestorów do nabycia tych właśnie papierów wartościowych. Gdy cena akcji osiąga poziom planowany przez członków porozumienia sprzedają oni cały pakiet posiadanych akcji i inkasują zysk
- **FAŁSZYWE ZGŁOSZENIA** manipulacja ta polega na składaniu fałszywych oświadczeń w dokumentach przekazywanych urzędom poprzez poświadczanie nieprawdy, pomijanie istotnych danych np. w prospektach emisyjnych, sprawozdaniach rocznych, kwartalnych, pełnomocnictwach
- **SPRZEDAŻ WEWNĘTRZNA** przestępstwo to polega na tym, że Inwestor posiadający znaczne udziały w innych spółkach stosuje presję na określone spółki w sposób formalny, nieformalny w celu skłonienia do wykupu własnych akcji. Jeżeli plany się powiodą następuje zwiększenie popytu na akcje związane z podwyżką ceny. Inni inwestorzy również wykupują akcje co prowadzi do drugiego wzrostu cen. W rezultacie nie doszło do zmiany właściciela gdyż ten ostatni



kupował swoje akcje. Korzyści finansowe przypadają oszustowi kosztem innych inwestorów

- **HANDEL PO GODZINACH** polega na zawieraniu transakcji po zamknięciu giełdy w celu zrekompensowania strat poniesionych w czasie sesji (art. 6b z działu 7 kodeksu karnego U.S.C)
- **PRZEMIESZCZENIE TRANSAKCJI** przestępstwo które polega na tym, że legalna i korzystna transakcja nie zostaje zapisana na rachunku zleceniodawcy, lecz na korzyść klienta uprzywilejowanego, współnika maklera, innej osoby wybranej przez maklera
- **ZMIANA RĄK** manipulacja ta polega na złożeniu fikcyjnej transakcja po odpowiednim zmodyfikowaniu dokumentów z pominięciem licytacji na parkiecie. Polega na stworzeniu fikcyjnej straty lub zysku w celu uniknięcia opodatkowania. Np. jeżeli makler zarobił dużą kwotę podlegającą opodatkowaniu, to upozorowanie serii strat handlowych skutkuje wysokim zyskiem (oszustwo podatkowe) dzięki czemu makler nie płaci podatku od zysku gdyż pieniądze przekazane zostały podczas zmiany rąk na inny rachunek będący w dyspozycji tego samego maklera
- **TRANSAKCJE UKARTOWANE I ZAJEŻDZANIE**- są to porozumienie dwóch maklerów którzy ustalają zamierzone transakcje przed otwarciem giełdy. Makler nabywa towar który zostaje umieszczony na jego rachunku następnie aranżuje transakcje sprzedaży towaru po cenie wyższej. Drugi makler wypełnia zlecenia wielu klientów na kupno tych towarów
- **TRANSAKCJE Z WYPRZEDZENIEM (FRONT-RUNNING)**- przestępstwo to polega na tym, że makler na rachunku własnym, współnika dokonuje operacji wcześniej niż na rachunku właściwego klienta czyli kupuje dany walor na rynku (brak reakcji na rynku). Następnie makler realizuje duże zlecenie klienta , które będzie miało wpływ na dany walor co znacząco zmienia wartość waloru. Następnie makler sprzedaje swój walor klientowi za cenę wyższą.

## 6. PODSUMOWANIE

Wobec dokonanej analizy, możemy dojść do wniosku, że jeden i ten sam czyn(manipulacja) może stanowić zarówno delikt prawa administracyjnego jak i prawa karnego. Jedynym warunkiem jest wypełnienie znamion określonych w przepisach prawa administracyjnego(delikt) i prawa karnego(przestępstwo). Ponadto wobec faktu, że cel i rola tych odpowiedzialności jest inna, należy skłonić się ku możliwości ponoszenia odpowiedzialności z dwóch różnych podstaw prawnych.

Natomiast kwestią sporną w literaturze jest to czy za ten sam czyn podmiot może ponieść odpowiedzialność zarówno karną, administracyjną i cywilną. Na tak postawione pytanie moim zdaniem należy odpowiedzieć twierdząco. W związku z tym, że odpowiedzialność cywilnoprawna ma najszerszy zakres podmiotowy(dotyczy każdego kto przez swoje działanie lub zaniechanie powoduje szkodę) nie można wykluczyć, że podmiot dokonując manipulacji wypełni znamiona zarówno przestępstwa, deliktu administracyjnego jak i spowoduje szkodę.

## BIBLIOGRAFIA:

1. [www.wikipedia.pl](http://www.wikipedia.pl)
2. [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)
3. [www.uokik.gov.pl](http://www.uokik.gov.pl)
4. [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)
5. „Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi”, Andrzej Michór, Warszawa 2009
6. „Problemy z pogranicza prawa administracyjnego”, Studia Prawnicze 1967, nr 16, s.12, F.Longchamps
7. „Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego”, Urszula Banaszczak-Soroka, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008
8. ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. Nr 183, poz. 1538 z późn. zm
9. dyrektywa 2003/6/EC z dnia 12 kwietnia 2003 r. w sprawie informacji poufnych i manipulacji na rynku tzw. Market Abuse Directive