

Dr Urszula Banaszczyk-Soroka
Mgr Patrycja Zawadzka
Uniwersytet Wrocławski

Ochrona rynku kapitałowego przed manipulacją w zjednoczonej Europie

Wyznacznikiem pozycji danego instrumentu finansowego na rynku kapitałowym jest jego cena. Kształtuje się ona pod wpływem gry sił popytu i podaży, które są wypadkową informacji napływających do inwestora. Informacja i sposób jej pozyskania na rynku kapitałowym mają zasadnicze znaczenie dla podejmowania decyzji inwestycyjnych, a nadzorowany rynek kapitałowy jest nadal postrzegany przez inwestorów jako elitarny, obciążony dużym ryzykiem i podatny na działania nieuczciwe, w tym manipulację. Wykorzystanie informacji poufnych oraz manipulacja uniemożliwiają pełną i należytą przejrzystość rynku, która jest warunkiem podstawowym wymiany handlowej dla wszystkich podmiotów aktywnych gospodarczo na zintegrowanych rynkach finansowych. Ochrona rynku przed niepożądanymi zjawiskami znalazła swój wyraz w prawodawstwie wspólnotowym oraz wewnętrznych aktach prawnych każdego z państw członkowskich Unii Europejskiej¹. Wyznaczają one zasadnicze standardy zachowań uczestników rynku: emitentów, inwestorów oraz pracowników instytucji rynku kapitałowego.

Manipulacją generalnie nazywamy niezgodne z prawem zachowania insiderów², inwestorów, dziennikarzy czy innych osób, które mogą wprowadzić w błąd inwestorów czy spowodować nienaturalne ustalenie się ceny instrumentu finansowego. "Manipulacja na rynku" oznacza zawieranie transakcji lub składanie zleceń, które dają, lub dawałyby, fałszywe lub wprowadzające w błąd sygnały dotyczące podaży, popytu lub ceny instrumentów

¹ Podstawowymi regulacjami w tym zakresie są m.in.: dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (zwana dyrektywą „Market Abuse”; Dz. Urz. UE L 96 z 12.04.2003, s. 16 ze zm.) oraz dyrektywa Komisji 2004/72/WE z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach (Dz. Urz. UE L 162 z 30.04.2004, s. 70), a wśród polskich regulacji prawnych: ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (zwana dalej ustawą o obrocie; Dz. U. Nr 183, poz. 1538 ze zm.), ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 159, poz. 1539 ze zm.), ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. Nr 183, poz. 1537 ze zm.; zwana dalej u.n.r.k.), ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. Nr 157, poz. 1119 ze zm.).

² Insiderzy pierwotni to osoby, które z racji swojego stanowiska w spółce lub wykonywanej funkcji mają dostęp do informacji niejawnych i są zobligowane do zachowania uzyskanych wiadomości w tajemnicy. Są oni najbliższymi związanymi z emitentem lub wprowadzającym (członkowie zarządu, rady nadzorczej, audytorzy itd.). Insiderzy wtórni to osoby, które za pośrednictwem insiderów pierwotnych, bądź też w inny sposób (nielegalnie, podsłuch, kradzież dokumentów itd.), weszły w posiadanie informacji poufnej (rodzina, dziennikarze, maklerzy i inni).

finansowych, lub zapewniają – przez osobę lub osoby działające w porozumieniu – cenę jednego lub kilku instrumentów finansowych na nienormalnym lub sztucznym poziomie, jeżeli – w obu powyższych przypadkach – osoba uczestnicząca w takich transakcjach lub składająca zlecenia nie wykaże, że przyczyny takiego działania są zgodne z prawem oraz że te transakcje lub zlecenia są zgodne z przyjętymi praktykami rynkowymi na danym rynku regulowanym³. Za działania określane jako manipulacja zostało także uznane zawieranie transakcji lub składanie zleceń przy użyciu fikcyjnych procedur lub innych form oszustw lub podstępów oraz rozpowszechnianie informacji poprzez media, także Internet, lub innymi sposobami, które dają, lub mogłyby dawać, fałszywe lub wprowadzające w błąd sygnały w odniesieniu do instrumentów finansowych, w tym upowszechnianie plotek oraz informacji fałszywych i wprowadzających w błąd, jeżeli osoba upowszechniająca wiedziała lub powinna była wiedzieć, że informacje te są fałszywe lub wprowadzające w błąd.

W odniesieniu do dziennikarzy działających w ramach swoich obowiązków zawodowych takie rozpowszechnianie informacji ocenia się uwzględniając zasady regulujące wykonywanie tego zawodu, chyba że osoby te osiągają bezpośrednio lub pośrednio korzyści lub zyski z upowszechniania przedmiotowych informacji. Jako przypadki manipulacji prawo wspólnotowe w szczególności klasyfikuje: zachowanie osoby lub osób działających w porozumieniu mające na celu zapewnienie pozycji dominującej nad podażą lub popytem na instrument finansowy, które powoduje ustalenie, bezpośrednio lub pośrednio, cen nabycia lub zbycia lub stwarza inne nieuczciwe warunki transakcji; nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zamknięciu rynku wywołujące efekt wprowadzenia w błąd inwestorów kierujących się ceną zamknięcia; osiąganie korzyści z okazjonalnego lub regularnego dostępu do mediów tradycyjnych lub elektronicznych poprzez wyrażanie opinii o instrumencie finansowym (lub pośrednio o jego emitencie) przy uprzednim zajęciu stanowiska wobec tego instrumentu finansowego i korzystanie w następstwie z wpływu, jaki ma wyrażona opinia na cenę tego instrumentu bez jednoczesnego ujawnienia tego konfliktu interesów we właściwy i skuteczny sposób⁴.

Należy podkreślić, że w niektórych okolicznościach, chociaż realizowana transakcja ma znamiona manipulacji, to ze względu na swój charakter podlega wyłączeniu z zakresu tego pojęcia, a tym samym wyłączona jest jej karalność⁵.

³ Art. 1 ust. 2 *in princ.* dyrektywy 2003/6.

⁴ Art. 1 ust. 2 *in fine* dyrektywy 2003/6.

⁵ Nie jest manipulacją sytuacja, gdy spółka dokonuje w trybie i na warunkach określonych w przepisach UE (rozporządzenie Komisji WE nr 2273/2003 z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wyjątków dla programów skupu akcji własnych i stabilizacji

Zakres pojęcia „manipulacja” nie jest precyzyjnie określony – w prawodawstwie wspólnotowym jedynie zostały wskazane pewne obszary zachowań, które mogą stanowić manipulację. Określenie takich działań w sposób ogólny jest logiczne, biorąc pod uwagę inwencje osób umiejętnie poruszających się na rynku kapitałowym, starających się wynajdywać luki organizacyjne, prawne czy wprost nadużywając pozycji na rynku. Zgodnie z dyrektywą 2003/6/WE definicje manipulacji na rynku w prawodawstwach wewnętrznych państw członkowskich UE powinny dostosowywane w celu włączenia nowych rodzajów działalności stanowiących w praktyce manipulację na rynku.

Manipulacja może dokonać się w drodze czynności faktycznej (określonych zachowań) jak i prawnej lub ich kombinacji, a istotnym elementem oceny czy dana czynność ma charakter manipulacji cenowej jest intencja podmiotu lub podmiotów dokonujących tych czynności⁶. Środkiem do przeprowadzenia manipulacji mogą być składane zlecenia i transakcje (oddziaływanie na instrument finansowy), które – mimo, iż są legalne – rodzą te same skutki, co wprowadzenie w błąd lub sztuczne ustalenie ceny. **Manipulacja instrumentem finansowym na unijnym rynku regulowanym, a także w alternatywnym systemie obrotu, jest zakazana.**

Każde państwo członkowskie UE jest zobligowane do wyznaczenia jednego właściwego **organu administracji w celu zapewnienia stosowania przepisów** w zakresie przeciwdziałania manipulacji na rynku, przyjętych zgodnie z dyrektywą 2003/6/WE, oraz **ustalenia skutecznych procedur i przeprowadzania uzgodnień konsultacyjnych z**

instrumentów finansowych; Dz. Urz. WE L 336 z 23.12.2003): **skupu akcji własnych lub stabilizacji ceny**. Nie są też manipulacją transakcje służące realizowaniu przez Narodowy Bank Polski, Europejski System Banków Centralnych oraz osoby uprawnione reprezentujące właściwe organy państwowe **zadań z zakresu polityki pieniężnej lub dewizowej albo zarządzanie długiem publicznym**.

Skup akcji własnych w celu ich umorzenia (*buy-back*) polega na realizacji uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy (wza), w której upoważniono zarząd do skupu wyznaczonej w maksymalnej liczbie akcji oraz czasu jego prowadzenia. W trakcie trwania skupu spółka na bieżąco informuje inwestorów o zawartych transakcjach. Dopuszczalny dzienny limit udziału w wolumenie obrotu wynosi 25% na sesji (w sytuacjach niskiej płynności do 50%). W trakcie skupu nie wolno dokonywać sprzedaży akcji oraz ich nabywać ich w tzw. „okresach zamkniętych”. Cena skupu nie może przekroczyć aktualnej ceny rynkowej. Celem tej operacji jest aprecjacja kursu. W 2001 r. taką operację przeprowadzał zarząd spółki Lentex S.A.. Walne zgromadzenie akcjonariuszy (WZA) przeznaczyło na ten cel 1 576 tys. zł oznaczając maksymalną cenę nie wyższą niż 18,50 zł. Operacja skupu trwała 6 miesięcy. (Źródło: www.bankier.pl/wiadomości). Natomiast w listopadzie 2005 r. Agora S.A. zakończyła realizację wykupu akcji własnych, w ramach którego spółka nabyła 1 779 990 akcji własnych o wartości nominalnej 1 zł. Stanowiło to 3,14 % kapitału zakładowego spółki. Całość wydatków na realizację programu wyniosła 120 mln zł. Średnia jednostkowa cena nabycia wyniosła 67,28 zł. Umorzenia dokonano na WZA w czerwcu 2006 roku. (Źródło: www.agora.pl/agora-pl/).

Stabilizacja ceny oznacza podtrzymanie ceny rynkowej waloru na poziomie ceny emisyjnej przez zamknięty, krótki okres czasu (maksymalnie 30 dni od pierwszego notowania). Konieczność stabilizacji może wystąpić, gdy na rynku, od dnia pierwszego notowania przeważają zlecenia sprzedaży. Podaż jest większa niż popyt, co może doprowadzić do ustalenia się kursu zdecydowanie poniżej ceny emisyjnej. Zlecenia kupna składane są po cenie nie wyższej niż emisyjna.

⁶ A. Chłopecki, [w:] *System prawa prywatnego*. Tom 19. *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 1019.

uczestnikami rynku kapitałowego dotyczących możliwych zmian w ustawodawstwach krajowych. Uzgodnienia te mogą obejmować komitety konsultacyjne w ramach właściwych organów, których skład osobowy powinien odzwierciedlać możliwie najdokładniej zróżnicowanie uczestników rynku, którymi są emitenci, dostawcy usług finansowych lub konsumenci.

W celu ochrony rynku kapitałowego przed manipulacją państwa członkowskie UE mają obowiązek zapewnienia, aby emitenci instrumentów finansowych podawali możliwie szybko **do wiadomości publicznej informacje wewnętrzne bezpośrednio ich dotyczące** (w szczególności na swoich stronach internetowych). Emitent może, na własną odpowiedzialność, opóźnić podanie do wiadomości publicznej informacji wewnętrznych, aby nie naruszyć swych prawnie uzasadnionych interesów, pod warunkiem że takie zaniechanie nie wprowadzi w błąd oraz że emitent nada im status informacji poufnej⁷. Instytucje publiczne rozpowszechniające zaś dane statystyczne, mogące mieć znaczący wpływ na rynki finansowe, rozpowszechniają te informacje w sposób rzetelny i przejrzysty.

Osloną rynku przed składanymi z naruszeniem prawa zleceniami jest **notyfikacja podejrzanych transakcji**. Nadzorowane przez Komisję podmioty rynku kapitałowego: firmy inwestycyjne, agenci firm inwestycyjnych, podmioty przyjmujące zlecenie oraz przekazujące je do firm inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych lub jednostek uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania, są zobowiązane do niezwłocznego i poufnego przekazywania organowi nadzoru informacji o każdym uzasadnionym podejrzeniu manipulacji. Obowiązek nadzorowania składanych zleceń pod kątem wykluczania praktyk manipulacyjnych rozciągnięty jest również na banki krajowe, oddziały instytucji kredytowych oraz organizatorów obrotu rynku regulowanego (giełdowego i pozagiełdowego).

Wykonywanie tego zadania sprowadza się do bieżącego monitorowania składanych zleceń. Jest to obowiązek bardzo skomplikowany zarówno od strony formalnej jak i organizacyjnej. Hipotetycznie każde zlecenie może bowiem nosić znamiona manipulacji. Dlatego wprowadzono w UE regulacje prawne, które wspomagają podmioty raportujące oceniać i wykrywać zlecenia, które mogą posiadać znamiona manipulacji. Wśród tych kryteriów możemy wymienić:

1. udział (jak znaczący) zlecenia lub transakcji w dziennym obrocie instrumentem finansowym na danym rynku regulowanym (czy powodują one istotną zmianę ceny tego instrumentu),

⁷ Art. 6 ust. 2 dyrektywy 2003/6.

2. na ile te zlecenia i transakcje (wymienione powyżej) powodują istotne zmiany ceny tego instrumentu, instrumentu pochodnego od tego instrumentu lub określonego prawa będącego podstawą wystawienia instrumentu finansowego, które jest dopuszczone do obrotu na danym rynku regulowanym,
3. czy dane transakcje wpływają na zmianę faktycznego stanu posiadania określonego instrumentu finansowego dopuszczonego do obrotu na danym rynku regulowanym,
4. na ile zmieniający się w krótkich odstępach czasu udział zleceń lub transakcji w ofertach kupna lub kupnie przekłada się na udział w ofertach sprzedaży lub sprzedaż lub odwrotnie, które to transakcje mają znaczący udział w dziennym obrocie określonym instrumentem finansowym na danym rynku regulowanym, powoduje w sposób bezpośredni lub pośredni istotną zmianę ceny tego instrumentu finansowego,
5. na ile składanie w krótkich odstępach czasu zleceń lub zawieranie w ten sam sposób transakcji wywołuje krótkotrwałą zmianę ceny, która następnie wraca do poziomu sprzed jej zmiany,
6. na ile dane zlecenia odwołane przed ich realizacją powodują zmiany w zakresie najlepszych, pod względem ceny, ofert kupna lub sprzedaży albo pozostałych ofert kupna lub sprzedaży instrumentu finansowego dopuszczonego do obrotu na danym rynku regulowanym,
7. na ile zlecenia składane w okresie, który stanowi podstawę do określenia ceny rozliczeniowej, ceny wykonania, ceny odniesienia lub ceny wartości danego instrumentu finansowego, lub w czasie poprzedzającym ten okres albo transakcje zawierane w tym samym czasie, wpływają na cenę danego instrumentu finansowego, na podstawie której ustala się cenę rozliczeniową, cenę wykonania, cenę odniesienia lub dokonuje wyceny⁸.

Równoległe z obserwacją wpływu zleceń i zawieranych transakcji na cenę instrumentu trzeba dokonywać oceny, czy inwestorzy nie są wprowadzani w błąd lub czy nie jest wyzyskiwany błąd inwestorów co do ceny instrumentów finansowych. W tym obszarze zachowań instytucje rynku kapitałowego śledzą napływające z rynku informacje, które poprzedzają lub następują po składanych zleceniach czy realizowanych transakcjach. Chodzi o ustalenie czy informacje te były fałszywe, stroniczne, mogły wprowadzić w błąd lub wprost prowadziły do uzyskania korzyści majątkowych przez osoby je rozpowszechniające lub osoby z nimi powiązane.

⁸ Zob. Art. 41 ust 1 ustawy o obrocie.

Wskazanie powodów uzasadniających podejrzenie uzupełniane jest całym szeregiem informacji szczegółowych odnoszących się do samego zlecenia lub transakcji (kto, kiedy, po jakiej cenie, jaki wolumen, jaki instrument, na którym rynku) do identyfikacji osób je składających lub realizujących oraz osób mających związek z tymi działaniami (w tym wskazanie pracowników mogących mieć związek z podejrzaną transakcją)⁹.

Napływające informacje notyfikujące wątpliwe zlecenia czy transakcje od podmiotów nadzorowanych oraz bieżąca obserwacja rynku przez organ nadzoru pozwalają ocenić czy istnieją uzasadnione podstawy do zakwalifikowania zgłoszonych podejrzeń do kategorii przestępstwa. Zgodnie z prawem polskim, jeżeli zdaniem Komisji Nadzoru Finansowego istnieje związek pomiędzy transakcją, która została dokonana lub ma być dokonana a ujawnieniem, wykorzystaniem informacji poufnych, fałszywymi rekomendacjami czy inną formą manipulacji Przewodniczący Komisji może domagać się blokady: rachunku papierów wartościowych, innego rachunku na którym zapisywane są instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi lub rachunku pieniężnego służącego do obsługi rachunków instrumentów finansowych.

Czasowe, do 48 godzin, **zablokowanie rachunku** oznacza zakaz dysponowania zgromadzonymi aktywami (środkami pieniężnymi i instrumentami finansowymi), przez inwestora i podmiot nadzorowany. Blokada rachunku następuje natychmiast po otrzymaniu pisemnej dyspozycji od organu nadzoru. Równoległe organ ten dokonuje **powiadomienia prokuratury o podejrzeniu popełnienia przestępstwa** załączając wszystkie materiały i dokumenty jakimi dysponuje w raportowanej sprawie. Od tego momentu inicjatywę przejmuje prokuratura, która może przedłużyć inwestorowi zakaz dostępu do posiadanych aktywów¹⁰.

Państwa członkowskie w wewnętrznych ustawodawstwach mają obowiązek zapewnić, aby rynkowe podmioty gospodarcze przyjmowały **wewnętrzne przepisy mające na celu zapobieganie manipulacjom rynkowym oraz ich wykrywanie**. Podstawową kwestią jest zidentyfikowanie tajemnicy zawodowej i informacji poufnej, ich opisanie oraz wprowadzenie w życie sposobów ich ochrony. Najczęściej zestawienia te przybierają formę wewnętrznych instrukcji, regulaminów, kodeksów, które nazwano „chińskimi murami”¹¹. Uwzględniają one

⁹ Art. 41-42 ustawy o obrocie.

¹⁰ Wydanie dyspozycji zablokowania rachunku może nastąpić w związku z obowiązkami nałożonymi na insiderów pierwotnych i osoby z nimi powiązane jeżeli Komisja doszuka się sytuacji dokonywania manipulacji kursem, wykorzystywania, ujawniania informacji poufnych.

¹¹ Do zbioru „chińskich murów” zaliczamy także zasady i regulacje dotyczące etyki zawodowej maklerów. Ich celem jest ograniczenie nierzetelnych i naruszających interes inwestorów zachowań związanych z wykorzystywaniem informacji poufnych. Możemy tu wymienić Kodeks dobrej praktyki przedsiębiorstw

zarówno fizyczne formy zabezpieczenia samego lokalu, siedziby podmiotu i jego poszczególnych części, dostęp do systemu informatycznego oraz wewnętrzne uregulowania organizacyjne i logistyczne odnoszące się do dostępu do informacji. Elementem „chińskich murów” jest opracowany i wdrożony regulamin zawierający zakres wykonywanych czynności, zobowiązanie osoby do przestrzegania tajemnicy zawodowej i informacji poufnej oraz zestaw narzędzi restrykcyjnych możliwych do zastosowania w przypadku ich naruszenia. Państwa członkowskie wymagają bowiem, aby emitenci lub osoby działające w ich imieniu lub na ich rachunek sporządzali **listę osób** pracujących dla nich (na podstawie umowy o pracę lub na umowy o podobnym charakterze, np. umowy zlecenia), **mających dostęp do informacji wewnętrznych**. Emitenci i osoby działające w ich imieniu lub na ich rachunek są zobowiązane do regularnego uaktualniania takiej listy i przekazywania jej właściwemu organowi na jego wniosek. Trudno wymienić wszystkie zapisy zawarte w wyżej wymienionych dokumentach. Warto wskazać na niektóre z nich:

1. Określenie kto, na jakich zasadach, w jakim zakresie ma dostęp do określonych typów informacji oraz komu, kto i jak może je przekazać (po której stronie „muru” znajdują się poszczególni pracownicy). Na emitentów, wprowadzających oraz kierowników instytucji rynku kapitałowego nałożono obowiązek sporządzenia listy osób fizycznych posiadających dostęp do informacji poufnych i zawodowych. W Polsce listy muszą być aktualizowane na bieżąco, przechowywane przez okres 5 lat i dostępne do wglądu KNF na jej żądanie. Każda osoba umieszczona na liście powinna być poinformowana o administracyjnych i karnych konsekwencjach związanych z bezprawnym ujawnieniem lub wykorzystaniem informacji poufnych oraz ich nieodpowiednim zabezpieczeniem¹².

2. Sporządzenie listy zakazanych zachowań i czynności, w tym określenie zasad, terminów i sposobów obserwacji składanych zleceń. W firmach inwestycyjnych inspektor nadzoru zobowiązany jest do prowadzenia dwóch list służących do obserwacji zachowań pracowników w zakresie składanych zleceń. **Lista obserwacyjna**, wewnętrzne i poufne zestawienie papierów wartościowych, na temat których firma inwestycyjna posiada niedostępne publicznie informacje, mogące mieć wpływ na cenę waloru (np. gdy firma inwestycyjna pośredniczy w nabyciu znacznych pakietów akcji, pełni rolę podmiotu

maklerskich opracowany przez środowisko firm inwestycyjnych czy Zasady etyki zawodowej maklerów i doradców przyjęte w środowisku maklerów i doradców inwestycyjnych.

¹² Art. 158 ustawy o obrocie. Zasady sporządzania listy osób posiadających dostęp do informacji poufnej przez emitentów i wprowadzających zostały zawarte w § 4 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 15 listopada 2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych (Dz. U. Nr 229, poz. 1950).

organizującego rynek – *market-maker*, oferującego lub członka konsorcjum i inne). Treść tej listy jest znana jedynie osobom wchodzącym w skład zarządu firmy inwestycyjnej i inspektorowi nadzoru, którzy mają uprawnienia do wnoszenia na nią konkretnych walorów i ich skreślenia. Pozwala ona, poprzez stałe monitorowanie transakcji pracowniczych i własnych transakcji firmy inwestycyjnej, na kontrolowanie przestrzegania obszarów poufności, jak również czy osoby mające dostęp do informacji poufnych ich nie wykorzystują. Lista obserwacyjna ma charakter zamknięty, co do czasu obserwacji do kilku kilkunastu dni w zależności od zdarzenia realizowanego na rynku kapitałowym przez firmę inwestycyjną. **Lista restrykcyjna** służy zapobieżeniu wykorzystania informacji poufnych przez samą firmę inwestycyjną i jej pracowników dla uzyskania korzyści materialnych z tytułu obrotu papierami wartościowymi. W określonych przedziałach czasowych pracowników obowiązuje zakaz lub ograniczenia co do inwestowania w zamieszczone na tej liście walory. Lista, oraz każde wprowadzenie i skreślenie papieru wartościowego, przekazywana jest do wiadomości wszystkim pracownikom. Na liście tej są papiery wartościowe w stosunku do których firma inwestycyjna przygotowuje rekomendacje, podpisała umowę o submisję, jest oferującym, jest podmiotem w grupie kapitałowej tego emitenta. Na listę restrykcyjną trafiają często papiery wartościowe z listy obserwacyjnej¹³.

Wobec osób z szeroko pojętego zarządzania **wprowadzono całkowity zakaz nabywania lub zbywania**, na rachunek własny lub osoby trzeciej, akcji spółki, praw pochodnych oraz innych instrumentów finansowych z nimi powiązanych, oraz dokonywania czynności prawnych powodujących lub mogących powodować rozporządzenie takimi instrumentami (np. dokonanie darowizny). Zakaz ten związany jest z tzw. „**okresem zamkniętym**”. Jest to czas liczony od momentu, w którym posiadający status insidera pierwotnego wszedł w posiadanie informacji poufnej do momentu przekazania tej informacji do wiadomości publicznej¹⁴.

Ze składaniem zleceń i zawieraniem transakcji akcjami lub prawami pochodnymi powiązanymi z tymi papierami wartościowymi, dopuszczonymi do obrotu lub będących przedmiotem ubiegania o dopuszczenie związany jest kolejny przymus rynku regulowanego. Skierowany on jest do osób mających w spółce stały dostęp do informacji poufnych oraz kompetencje w zakresie podejmowania decyzji wywierających wpływ na jej rozwój (zarząd,

¹³ Członków zarządu, rady nadzorczej i pracowników podmiotów nadzorowanych obowiązuje wewnętrzny regulamin określający zasady inwestowania na rynku kapitałowym na rachunek własny oraz osób, na których występują oni jako pełnomocnicy.

¹⁴ W prawie polskim okres zamknięty przed przekazaniem raportu rocznego to dwa miesiące. W przypadku raportu półrocznego miesiąc, a kwartalnego – dwa tygodnie (art. 159 ust. 2 ustawy o obrocie).

rada nadzorcza, prokurenci, kierownicy). Są one zobligowane do przekazywania informacji, o każdej zawartej na własny rachunek transakcji, organowi nadzoru i emitentowi¹⁵. Konieczność raportowania, dla dalszego uszczelnienia rynku, została rozszerzona na osoby blisko związane z insiderami pierwotnymi. Lista jest długa i obejmuje między innymi małżonków, dzieci, krewnych pozostających w tym samym gospodarstwie domowym oraz podmioty, które są bezpośrednio lub pośrednio kontrolowane przez insidera lub osoby bliskie albo z działalności której czerpią zyski i inne.

Informacja o zawartej transakcji jest przekazywana w formie pisemnej, z zachowaniem poufności. Termin, w jakim należy ją przekazać zależy od sumy wartości transakcji. Oblicza się ją dodając transakcje nabycia lub zbycia dokonane przez osobę zobowiązaną i osoby blisko z nią związane. Jeżeli całkowita wartość transakcji osiągnie lub przekroczy 5 000 euro informacja powinna być przekazana w ciągu 5 dni roboczych od momentu pokonania wyznaczonej bariery pieniężnej. Jeżeli w ciągu roku kalendarzowego transakcje nie przekroczą 5 000 euro raport przekazywany jest najpóźniej do dnia 31 stycznia następnego roku¹⁶. Istotną rolę w zakresie ochrony rynku kapitałowego przed manipulacją odgrywają także okresowe kontrole prowadzone przez niezależnych biegłych rewidentów.

Obok wypracowanych zwyczajów, uzansów czy klauzul na rynku akceptowane są zachowania, które nazywane są **przyjętymi praktykami rynkowymi**. Są to zachowania, których zasadnie można oczekiwać na jednym lub wielu rynkach finansowych. Praktyki rynkowe akceptuje organ nadzoru. Zanim to jednak nastąpi przeprowadza ona konsultacje środowiskowe wśród podmiotów rynku kapitałowego oraz z organami nadzoru państwa członkowskiego w którym rynek regulowany posiada podobne cechy jak rynek w określonego państwa członkowskiego (organizacja, wielkość, rodzaje transakcji). Przyjęta praktyka rynkowa podawana jest do wiadomości publicznej oraz monitorowana i oceniana pod kątem jej wpływu na takie parametry rynku jak: warunki panujące na danym rynku, średnia cena na sesji lub cena zamknięcia czy wpływ określonej praktyki na płynność i efektywność działania rynku. Wysoka płynność rynku ogranicza stopień manipulacji

¹⁵ Informacja powinna zawierać następujące dane: imię i nazwisko osoby obowiązanej do przekazania informacji, a w przypadku gdy przekazywana informacja dotyczy transakcji nabycia lub zbycia dokonywanych przez osoby blisko związane z osobą powiązaną – również imię i nazwisko lub firmę (nazwę) osoby bliskiej związanej z osobą obowiązanej; wskazanie przyczyny przekazania informacji z określeniem więzi prawnej łączącej osobę obowiązaną do przekazania informacji do przekazania informacji z emitentem; wskazanie instrumentu finansowego emitenta, których dotyczy informacja; rodzaj transakcji (kupno lub sprzedaż) i tryb jej zawarcia; datę i miejsce zawarcia transakcji; cenę i wolumen transakcji; datę i miejsce sporządzenia informacji oraz opis osoby przekazującej informację. Do firmy organizującej obrót regulowany przekazywane są te same dane z wyłączeniem danych osobowych osoby blisko związanej z osobą zobowiązaną (§ 2 rozporządzenia z dnia 15 listopada 2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji).

¹⁶ § 2 rozporządzenia z dnia 15 listopada 2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji.

instrumentem finansowym za pośrednictwem zleceń czy transakcji, niska – sprzyja nieakceptowanym zachowaniom. Obok zasada uczciwego obrotu gwarantująca swobodną „grę” popytu i podaży organ nadzoru, przyjmując daną praktykę, bierze także pod uwagę takie elementy jak:

- jej przejrzystość i zrozumiałość,
- stopień uwzględnienia zasad obrotu (czy nie zostanie naruszony równy dostęp do informacji o obrocie i równy dostęp do obrotu),
- ryzyko jakie ona niesie dla prawidłowego działania rynków,
- czy przyjęte wcześniej praktyki rynkowe nie naruszyły przepisów zapobiegających nadużyciom (wykorzystanie doświadczeń wszystkich państw UE),
- charakterystykę danego rynku, rodzaje instrumentów będących w obrocie, rodzaje uczestników rynku (w tym udział inwestorów indywidualnych)¹⁷.

Przyjęte praktyki rynkowe stanowią swoistą formę wyłączenia odpowiedzialności przy składaniu zleceń i zawieraniu transakcji, które w przypadku braku formalnie zatwierdzonej praktyki można by uznać za manipulację.

Organ nadzoru może, w drodze uchwały, **zdecydować o przekazaniu do publicznej wiadomości informacji o zaistnieniu okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji**, chyba że ujawnienie takich informacji narazi rynek kapitałowy na poważne niebezpieczeństwo lub spowoduje poniesienie przez osoby, których informacje te dotyczą, niewspółmiernej szkody¹⁸.

Wnioski

Bezpieczeństwo rynku kapitałowego jest niezwykle ważne dla wszystkich jego uczestników. W trosce o inwestorów i emitentów podmioty stanowiące prawo oraz instytucje nadzorujące cały czas poszukują narzędzi chroniących rynek przed nieuczciwymi zachowaniami. Każde działanie podejmowane jest w trosce o to, by cena instrumentu finansowego kształtowana była przez popyt i podaż, które kształtuje rzetelna informacja napływająca od emitenta i otoczenia rynku. Nadużycia na rynku kapitałowym polegają na wykorzystywaniu poufnych informacji i manipulacjach na rynku. Ochrona przed nadużyciami ma wpływ nie tylko na publiczne zaufanie do rynków regulowanych oraz

¹⁷ Uchwała o przyjętej praktyce rynkowej przekazywana jest Komisji Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators* – CESR) wskazując wytyczne, które uwzględniono przy jej akceptacji. Prawo dopuszcza stosowanie nowych lub kształtujących się praktyk rynkowych bez akceptacji Komisji.

¹⁸ Por. art. 25 ust.1 pkt 3 u.n.r.k.

instrumentów finansowych, ale także na wzrost gospodarczy i integralność rynków finansowych w ramach Unii Europejskiej. Zagadnienie manipulacji na rynku kapitałowym wiąże się z problematyką tajemnicy zawodowej i informacji poufnych - wszystkie bowiem uniemożliwiają pełną i właściwą przejrzystość rynku, która jest podstawą wymiany handlowej na zintegrowanych rynkach finansowych.

Prawodawstwo wspólnotowe w sposób ogólny definiuje pojęcie manipulacji, a przestępstwa będące manipulacją są ciężko wykrywalne ze względu na obowiązującą w ramach instytucji prowadzących działalność na rynku kapitałowym tajemnicę zawodową i obowiązek zachowania informacji poufnej. Problematyczne jest zdobycie przez organy ścigania niezbitych dowodów, a wyłącznie w oparciu o domniemania nie można podjąć działań zmierzających do nałożenia kary. Ułatwieniem w tym zakresie jest zatem przyznawana organom nadzoru kompetencja do prowadzenia we własnym zakresie postępowań wyjaśniających, których ustalenia mogą być pomocne dla organów ścigania. Obok regulacji ustawowych znaczącą rolę odgrywają wewnętrzne regulacje prawne obowiązujące w ramach instytucji tworzących strukturę rynku kapitałowego, zwłaszcza tzw. „chińskie mury”. Aby rynek kapitałowy był właściwie chroniony niezbędne jest sprawne współdziałanie organów nadzoru, firm inwestycyjnych, podmiotów organizujących rynek regulowany oraz organów ścigania w celu ujawniania nieprawidłowości, a następnie nakładania sankcji. Należy podkreślić, że przy określaniu środków administracyjnych i sankcji państwa członkowskie UE powinny zwrócić szczególną uwagę na konieczność zapewnienia stopnia jednolitości regulacji w poszczególnych państwach. Szybkie i rzetelne ujawnianie informacji do wiadomości publicznej wzmacnia integralność rynku, podczas gdy wybiórcze ujawnianie wewnętrznych informacji przez emitentów może prowadzić do utraty zaufania inwestorów do integralności rynków finansowych.