

Studia PRAWNICZE

Zeszyt 1 (193) 2013
Warszawa 2013

Anna Błachnio-Parzych ■

SANKCJA KARNA A SANKCJA ADMINISTRACYJNA JAKO ŚRODEK PRZECIWDZIAŁANIA MANIPULACJI INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI W WYBRANYCH KRAJACH EUROPEJSKICH¹

I. Wprowadzenie

Inspiracją do zbadania charakteru sankcji, jakie prawodawcy innych krajów przewidzieli w odpowiedzi na naruszenie zakazu manipulacji instrumentami finansowymi, była, generalizując, negatywna ocena decyzji w tym przedmiocie podjętej przez polskiego prawodawcę, dokonana w monografii „Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi”². W pracy tej zawarty był wprawdzie rozdział odnoszący się do regulacji prawnych obowiązujących w Wielkiej Brytanii, Niemczech oraz Stanach Zjednoczonych, czyli krajach posiadających wysoko rozwinięte rynki kapitałowe, jednak rozważania te służyły przede wszystkim pokazaniu różnych sposobów definiowania manipulacji. Natomiast dla oceny charakteru sankcji, która grozi sprawcy manipulacji, taka perspektywa była zbyt skromna.

¹ Studium powstało dzięki stypendium uzyskanemu w lipcu 2012 r. w Instytucie Maxa Plancka dla Prawa Karnego Zagranicznego i Międzynarodowego (*Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Strafrecht*) we Fryburgu Bryzgowijskim (Niemcy).

² A. Błachnio-Parzych, *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Warszawa 2011.

Dokonując wyboru krajów, których regulacje miały być pod tym względem poddane analizie, konieczne było wzięcie pod uwagę, że kraje członkowskie UE zobowiązane zostały do implementacji dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku)³, zwanej Dyrektywą Market Abuse. Mając to na uwadze, przyjęłam, że dla oceny decyzji polskiego prawodawcy znaczenie ma zestawienie jej z decyzjami prawodawców, na których ciążyły te same zobowiązania. Z drugiej strony, dzięki konieczności implementacji tej dyrektywy, istnieje także wspólna perspektywa, dla oceny przyjętego w tych krajach sposobu zwalczania manipulacji. Zgodnie z art. 14 ust. 1 Dyrektywy Market Abuse „Bez uszczerbku dla prawa Państw Członkowskich do nakładania sankcji karnych, Państwa Członkowskie zapewniają, zgodnie ze swoim prawem krajowym, możliwość podjęcia właściwych środków administracyjnych lub nałożenia sankcji administracyjnych na osoby odpowiedzialne za niestosowanie przepisów przyjętych w ramach wprowadzania w życie niniejszej dyrektywy. Państwa Członkowskie zapewniają, że środki te będą skuteczne, proporcjonalne i odstrasżające.” Z przepisu tego wynika, iż prawodawca unijny, gdy chodzi o wybór sankcji o charakterze represyjnym, główny nacisk kładzie na sankcje administracyjne, a nie karne. Wprawdzie nadmieniam, że czyni to nie chcąc naruszać praw państw członkowskich do podejmowania decyzji o nakładaniu sankcji karnych, ale główna jego uwaga w tym przepisie skupiona została na środkach oraz sankcjach administracyjnych. Decydując o tym, jaki charakter ma mieć sankcja grożąca z tytułu naruszenia zakazu manipulacji oraz jaki ma być jej ciężar, prawodawca krajowy powinien wziąć pod uwagę jej skuteczność, proporcjonalność oraz możliwość odstraszenia od naruszania tego zakazu.

W konsekwencji powiązanie z naruszeniem zakazu manipulacji sankcji karnej lub administracyjnej stanowi wyraz określonego postrzegania w tych krajach manipulacji. Dzięki temu można również sformułować wnioski co do postrzegania przez prawodawców prawa karnego jako środka mogącego służyć zwalczaniu nadużyć na rynku kapitałowym, ewentualnie zakresu, w jakim może ono pełnić taką rolę. Warto również zwrócić uwagę na problemy, które powstają w niektórych krajach europejskich w związku z przyjęciem takiej strategii zwalczania manipulacji, która opiera się na wykorzystaniu obu wspomnianych reżimów odpowiedzialności.

Regulacje, które będą przedmiotem mojego zainteresowania, stanowią zatem efekt implementacji Dyrektywy Market Abuse. Dlatego zanim przejdę do ich omówienia, podkreślić należy założenia, jakie towarzyszyły przyjęciu tej dy-

³ Dz.Urz. UE L nr 96, 12.04.2003 ze zm.

rektywy. Stanowiła ona odpowiedź na sformułowany przez Komisję Europejską postulat przygotowania warunków dla wprowadzenia jednolitego rynku usług finansowych. Trafnie przyjęto, że warunkiem jego sprawnego funkcjonowania jest zaufanie, jakim obdarzają go uczestnicy rynku⁴. Nadużycia na rynku, zwłaszcza tak groźne, jak manipulacja instrumentami finansowymi, czy *insider trading* (ujawnienie, wykorzystanie informacji poufnej), prowadzą natomiast do naruszenia integralności tych rynków i utraty publicznego zaufania do tych instytucji.

Za potrzebą wprowadzenia tej dyrektywy przemawiało również pojawienie się nowych instrumentów finansowych oraz rozwój środków technicznych, w tym Internetu. Przyspieszyły one rozwój rynku, ale także zwiększyły ryzyko wystąpienia nadużyć rynkowych, umożliwiały działania o charakterze transgranicznym. Jednocześnie regulacje prawne obowiązujące wówczas w krajach członkowskich bardzo różniły się między sobą, przede wszystkim, gdy chodzi o zakres zachowań określanych mianem manipulacji, jak i charakter odpowiedzialności grożącej z tytułu dopuszczenia się takiego nadużycia. W konsekwencji owe różnice regulacji prawnych dotyczących granic dopuszczalnej aktywności na rynku powodowały niepewność uczestników rynku i mogły być wykorzystywane przez sprawców nadużyć.

Dyrektywa Market Abuse stanowić miała środek służący wzmocnieniu przejrzystości i integralności rynku usług finansowych. Centralnym pojęciem użytym w tej dyrektywie jest „nadużycie rynkowe”, które obejmuje zarówno manipulację instrumentami finansowymi, jak i *insider trading*. W związku z tematem artykułu w dalszych rozważaniach odnosić się będę jedynie do tych postanowień dyrektywy, które związane są z ochroną przed manipulacją. Przepis art. 1 ust. 2 dyrektywy określa, na czym polega manipulacja, natomiast jej art. 5 zobowiązuje państwa członkowskie do wprowadzenia zakazu manipulacji na rynku. Zawarto w niej także najważniejsze z perspektywy zakresu jej stosowania pojęcia, w szczególności pojęcie instrumentu finansowego, jak również zachowania, które nie są objęte zakazem manipulacji. Natomiast we wspomnianym już wcześniej art. 14 ust. 1 Dyrektywa Market Abuse zobowiązała państwa członkowskie do zapewnienia w prawie krajowym skutecznych, proporcjonalnych i odstrasżających środków zwalczania manipulacji.

⁴ Pkt 2 Preambuły do Dyrektywy *Market Abuse*.

II. Sankcje grożące z tytułu manipulacji instrumentami finansowymi w Polsce

Dyrektywa Market Abuse została implementowana do polskiego porządku prawnego nowelizacją z dnia 12 marca 2004 r.⁵ do ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁶. Wprowadziła ona do 97 i 177 wspomnianej ustawy zasadnicze zmiany dotyczące przeciwdziałania manipulacji. W niedługim czasie po jej uchwaleniu powstała konieczność dalszych zmian Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi wynikająca z implementacji kolejnych dyrektyw unijnych. W związku z tym 29 lipca 2005 r. Sejm uchwalił trzy nowe ustawy obejmujące swoim zakresem materię uregulowaną dotychczas w Prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Były to: ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁷, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi⁸ (zwana dalej uoif) oraz ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁹. Podział na trzy akty prawne uzasadniany był przez stronę rządową, będącą autorem projektów tych ustaw, potrzebą dostosowania prawa rynku kapitałowego do struktury prawa wspólnotowego dotyczącego tego przedmiotu.

Regulacje dotyczące zwalczania manipulacji zawarte zostały w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Przepis art. 39 ust. 1 uoif zakazuje manipulacji, natomiast w kolejnych ośmiu punktach art. 39 ust. 2 uoif określone zostały typy zachowań stanowiących manipulację. Jeśli chodzi o reżim odpowiedzialności grożącej z tytułu naruszenia tego zakazu, to polski prawodawca przewidział zarówno odpowiedzialność karną, jak i administracyjną. Zgodnie z art. 183 ust. 1 uoif sprawca manipulacji, o której mowa w art. 39 ust. 2 pkt 1-3, pkt 4 lit.a lub pkt 5-7 uoif podlega karze grzywny do 5.000.000 zł albo karze pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5, albo obu tym karom łącznie. Naruszenie wymienionych w art. 183 ust. 1 uoif przepisów dotyczących określonych rodzajów manipulacji stanowi przestępstwo. Na podstawie art. 183 ust. 2 uoif odpowiedzialność karna grozi również osobie, która wchodzi w porozumienie z inną osobą mającą na celu manipulację, o której mowa w wymienionych wcześ-

⁵ Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. Nr 64, poz. 594).

⁶ Dz. U. Nr 118, poz. 754 ze zm.

⁷ Dz. U. Nr 183, poz. 1539 ze zm.

⁸ Dz. U. Nr 183, poz. 1538 ze zm.

⁹ Dz. U. Nr 183, poz. 1537 ze zm.

niej przepisach. W przepisie tym przewidziana została łagodniejsza sankcja niż w art. 183 ust. 1 uoif, gdyż jest to kara grzywny do 2.000.000 zł.

Natomiast zgodnie z art. 171 ust. 1 uoif na osobę, która dopuści się manipulacji, o której mowa w art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. b lub pkt 8 uoif (przepisy te dotyczą manipulacji polegającej na rozpowszechnianiu informacji) Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć karę pieniężną w wysokości do 200.000 zł lub karę pieniężną do wysokości dziesięciokrotności uzyskanej korzyści majątkowej albo obie te kary łącznie. Podobnie, jak w przypadku manipulacji, która karana jest jako przestępstwo, także w odniesieniu do zachowań wymienionych w art. 172 ust. 1 uoif przewidziana została odpowiedzialność za wejście w porozumienie mające na celu dokonanie manipulacji (art. 172 ust. 2 uoif).

Prezentacja tych regulacji prowadzi do wniosku, że polski prawodawca głównym środkiem zwalczania manipulacji uczynił prawo karne. Jedyne w odniesieniu do dwóch rodzajów zachowań opisanych w art. 39 ust. 2 uoif przewidział odpowiedzialność administracyjną. A zatem pomimo tego, że z art. 14 Dyrektywy Market Abuse nie wynika obowiązek powiązania z naruszeniem zakazu manipulacji sankcji karnych, to one stały się dominującym środkiem walki z manipulacją. Abstrahując od trafności bądź nietrafności tej decyzji, lektura uzasadnienia do projektu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie dowodzi tego, by podejmując taką decyzję, prawodawca rozważył, że w odniesieniu do wymienionych wcześniej rodzajów zachowań sankcja karna jest środkiem skutecznym, proporcjonalnym i odstrasającym¹⁰.

III. Sankcje grożące z tytułu manipulacji instrumentami finansowymi w wybranych krajach europejskich

Wybór krajów europejskich, których regulacje poddane zostały analizie z perspektywy sankcji grożących z tytułu naruszenia zakazu manipulacji podyktowany został następującymi kryteriami. Przede wszystkim konieczne było przedstawienie tych krajów członkowskich, które posiadają wysoko rozwinięte rynki kapitałowe, a mianowicie: Wielkiej Brytanii, Niemczech, Francji i Austrii. W związku z tym, że punktem odniesienia dla rozważań dotyczących sankcji grożących z tytułu manipulacji są rozwiązania przyjęte przez polskiego prawodawcę, konieczne było uzupełnienie tego obrazu o prezentację przepisów stanowiących implementację Dyrektywy Market Abuse w krajach, które łączy

¹⁰ Uzasadnienie do projektu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3982/\\$file/3982.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3982/$file/3982.pdf) (dostęp 14.03.2013 r.).

z Polską nie tylko bliskość geograficzna, ale również podobieństwo doświadczeń związanych z koniecznością zmierzenia się z potrzebą zmian politycznych, społecznych i gospodarczych, które miały miejsce w latach 90-tych. XX w. Dlatego przedstawione zostały również regulacje obowiązujące w: Bułgarii, Czechach, na Litwie i Słowenii. Obok wysokości kar pieniężnych określonych w walucie danego kraju, podane one zostały, dla łatwiejszego porównania, również w PLN, według średniego kursu Narodowego Banku Polskiego z dnia 21 czerwca 2013 r.

Regulacje obowiązujące w wymienionych krajach europejskich przedstawione zostaną w grupach, dla wyróżnienia których znaczenie miał dokonany przez ich prawodawców wybór reżimu odpowiedzialności. Pierwszą grupę stanowią te kraje, których prawodawcy ograniczyli się do jednego reżimu odpowiedzialności. Będzie to reżim odpowiedzialności administracyjnej, gdyż w żadnym z tych krajów nie zdecydowano się na powiązanie z naruszeniem zakazu manipulacji wyłącznie odpowiedzialności karnej. Drugą grupę stanowią kraje, w których funkcjonuje jednocześnie reżim odpowiedzialności administracyjnej i karnej.

III.1. Sankcja administracyjna jako wyłączna sankcja z tytułu naruszenia zakazu manipulacji

Do pierwszej, wyróżnionej spośród badanych krajów, grupy należą: Austria, Bułgaria, Czechy i Słowenia. W prawie austriackim źródłem przepisów dotyczących ochrony przed manipulacją instrumentami finansowymi jest przede wszystkim austriacka ustawa giełdowa z dnia 8 listopada 1989 r. (*Gesamte Rechtsvorschrift für Börsengesetz*, zwana dalej *BörseG*)¹¹. Organem nadzoru nad rynkiem kapitałowym jest *Finanzmarktaufsicht*, zwana w skrócie FMA. W prawie bułgarskim źródłem przepisów dotyczących zwalczania manipulacji jest ustawa z dnia 17 października 2006 r. o środkach przeciwdziałania nadużyciom rynkowym dotyczącym instrumentów finansowych (*Закон срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти*, zwana dalej ustawą bułgarską)¹². Aktem prawnym regulującym w Czechach obrót instrumentami finansowymi oraz związane z nim problemy przeciwdziałania nadużyciom rynkowym, takim jak manipulacja, jest ustawa o funkcjonowaniu rynku kapitałowego (*Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*, zwana dalej ZPKT)¹³. Organem pełniącym

¹¹ Opublikowana w *Bundesgesetzblatt* Nr 555/1989 ze zmianami.

¹² Opublikowana w *Държавен вестник* nr 84 z dnia 17 października 2006 ze zmianami.

¹³ Opublikowana w *Sbírka zákonů* nr 256/2004 ze zmianami.

nadzór nad rynkiem kapitałowym w Czechach jest Czeski Bank Narodowy. Natomiast w prawie słoweńskim przepisy dotyczące zwalczania manipulacji instrumentami finansowymi przewidziane zostały w ustawie z dnia 27 lipca 2007 r. o instrumentach finansowych (*Zakon o trgu finančnih instrumentov*, zwana dalej ZTFI)¹⁴.

W Austrii, Bułgarii i Słowenii zachowania stanowiące manipulację opisane zostały w podobny sposób. W kolejnych punktach art. 48 a ust. 1 BörseG jako manipulacja określone zostały zachowania wymienione w art. 1 ust. 2 a-c Dyrektywy Market Abuse, czyli manipulacja (manipulacja cenowa, transakcje fikcyjne, manipulacja poprzez rozpowszechnianie informacji). Podobnie opisana została manipulacja w art. 6 ust. 1 ustawy bułgarskiej oraz art. 374 ZTFI.

Inaczej natomiast została opisana manipulacja w prawie czeskim. Ustawodawca tego kraju sformułował w art. 126 ust. 1 ZTFI ogólny opis manipulacji składający się z dwóch rodzajów zachowań, które nie korespondują z opisami zawartymi w art. 1 ust. 2 a-c Dyrektywy Market Abuse w tak ścisły sposób, jak ma to miejsce w regulacji austriackiej, bułgarskiej i słoweńskiej¹⁵. Natomiast w art. 126 ust. 2 ZTFI wymienił zachowania, które powinny być uważane za manipulację, a które nawiązują do opisu zachowań określonych w art. 1 ust. 2 a-c Dyrektywy Market Abuse.

Przechodząc do sankcji grożącej z tytułu popełnienia manipulacji, to w prawie austriackim, zgodnie z art. 48c BörseG, zagrożona jest ona karą pieniężną w wysokości do 75.000 EUR (324.750 PLN). FMA orzeka również o przepadku zysków wynikających z takiego zachowania. Przepis ten jednak nie znajduje zastosowania, jeśli zachowanie to wypełnia jednocześnie znamiona przestępstwa.

Zgodnie z art. 40 ust. 1 pkt 3 ustawy bułgarskiej manipulacja zagrożona jest karą od 20.000 BGN (44.200 PLN) do 50.000 BGN (110.500 PLN), jeśli czyn ten nie stanowi przestępstwa. W razie powtarzającego się deliktu, jego popełnienie zagrożone jest karą od 50.000 BGN (110.500 PLN) do 100.000 BGN (221.000 PLN). Na podstawie art. 39 ust. 4 analizowanej ustawy środki nabyte w wyniku jednego z wymienionych w tej ustawie deliktów mogą być skonfiskowane na rzecz Skarbu Państwa, w zakresie, w jakim nie mogą być przekazane osobom poszkodowanym. Dla odpowiedzialności z tytułu manipulacji istotny

¹⁴ Opublikowana w *Uradni list Republike Slovenije* nr 67/2007 ze zmianami.

¹⁵ Zgodnie z art. 126 ust. 1 ZTFI manipulacja rynkowa oznacza zachowanie, które mogłoby:

a) zniekształcić („*zkreslit*”) wyobrażenie („*představu*”) uczestników rynku o wartości, podaży lub popycie w odniesieniu do instrumentu finansowego;

b) w inny sposób zniekształcić cenę instrumentu finansowego.

jest również art. 40 ust. 4 analizowanej ustawy, zgodnie z którym odpowiedzialność poniesie także osoba, która pomaga, zachęca do popełnienia manipulacji lub ukrywa fakt popełnienia tego czynu. Rozmiar kary zależeć ma od charakteru i rozmiaru jej zaangażowania.

W prawie czeskim na osobę fizyczną lub osobę prawną naruszającą zakaz manipulacji może być nałożona kara pieniężna w wysokości do 20.000.000 CZK (3.400.000 PLN) – art. 179–180 ZPKT. Deliktem administracyjnym zagrożonym równie surową karą jest także naruszenie obowiązków notyfikacyjnych dotyczących podejrzenia manipulacji. Na osobę fizyczną lub prawną, która naruszy obowiązek, o którym mowa w art. 126 ust. 5 ZPKT, czyli nie dokona notyfikacji podejrzenia lub nie zachowa tego faktu w tajemnicy, może być nałożona kara w tej samej wysokości, co z tytułu manipulacji, czyli 20.000.000 CZK (3.400.000 PLN).

Natomiast prawodawca słoweński zdecydował w art. 566 ust. 3 ZTFI, że osobie fizycznej dopuszczającej się manipulacji grozi kara pieniężna w wysokości od 130 EUR (562,9 PLN) do 1.200 EUR (5.196 PLN). Na podstawie art. 566 ust. 1 pkt 3 ZTFI na podmiot zbiorowy dopuszczający się manipulacji lub w jakikolwiek sposób uczestniczący w manipulacji może być nałożona kara pieniężna w wysokości od 25.000 EUR (108.250 PLN) do 125.000 EUR (541.250 PLN). Natomiast kara pieniężna w wysokości od 800 EUR (3.464 PLN) do 4.100 EUR (17.753 PLN) może być nałożona na osobę odpowiedzialną za takie zachowanie w strukturze podmiotu zbiorowego. Jeśli jednak mamy do czynienia ze szczególnie rażącym naruszeniem prawa, wzięwszy pod uwagę spowodowaną nim szkodę lub wielkość osiągniętego zysku lub gdy zachowaniu sprawcy towarzyszyła chęć osiągnięcia zysku, na sprawców manipulacji może być nałożona wyższa kara pieniężna. Odnośnie do osób fizycznych jej wysokość wynosi od 400 EUR (1.732 PLN) do 3.600 EUR (15.588 PLN), podmiotów zbiorowych od 41.000 EUR (177.530 PLN) do 370.000 EUR (1.602.100 PLN), a osób odpowiedzialnych w ramach podmiotów zbiorowych 2.500 EUR (10.825 PLN) do 12.000 EUR (51.960 PLN).

Podsumowując, na uwagę zasługuje zróżnicowanie, w niektórych z omawianych krajów, wysokości sankcji administracyjnej w postaci kary pieniężnej w zależności od tego, czy odpowiedzialna jest osoba fizyczna, czy – używając terminologii przyjętej w prawie polskim – podmiot zbiorowy. W krajach tych nie jest możliwy zbieg odpowiedzialności administracyjnej i karnej z tytułu manipulacji, gdyż jest ona karana jedynie jako delikt administracyjny. Możliwa jest jednak sytuacja, gdy zachowanie wypełniające znamiona deliktu administracyjnego określonego jako manipulacja, wypełniać będzie jednocześnie znamiona typu przestępstwa, które nie jest przestępstwem manipulacji, np. jedne-

go z przestępstw przeciwko ochronie informacji. W niektórych z omawianych krajów (np. w Austrii) wprowadzono regulacje wykluczające taki zbieg, poprzez wyłączenie w takiej sytuacji odpowiedzialności administracyjnej za manipulację. Sprawca ponosi wówczas odpowiedzialność jedynie za przestępstwo.

III.2. Sankcja administracyjna i sankcja karna jako konsekwencje naruszenia zakazu manipulacji

Analiza regulacji tych krajów, w których systemach prawnych przewidziana została zarówno odpowiedzialność karna, jak i administracyjna z tytułu naruszenia zakazu manipulacji prowadzi do wniosku, że występują w nich dwie różne strategie zwalczania manipulacji. Pierwsza zakłada szeroki zakres odpowiedzialności, która ma charakter odpowiedzialności administracyjnej. Sprawców niektórych zachowań wypełniających znamiona czynów zagrożonych sankcją administracyjną, spotkać może jednak odpowiedzialność karna. W tym przypadku jednak opis zachowania wzbogacony został przez prawodawcę krajowego o wymagające wykazania takie elementy tego zachowania, które świadczą o jego większej naganności lub szkodliwości. Takie podejście do zwalczania manipulacji przewidziane zostało w systemie prawnym brytyjskim, francuskim, litewskim i niemieckim.

Drugie rozwiązanie polega na funkcjonowaniu obok siebie reżimu odpowiedzialności administracyjnej i karnej z tytułu naruszenia zakazu manipulacji. Sprowadza się ono do powiązania z niektórymi zachowaniami określonymi mianem manipulacji wyłącznie sankcji administracyjnej, a z innymi wyłącznie sankcji karnej. Do krajów tych należy Polska.

Mając na uwadze, że regulacje w zakresie zwalczania manipulacji obowiązujące w Polsce zostały już wcześniej omówione, w dalszej części zaprezentowane zostaną regulacje krajów, w których reżimy odpowiedzialności administracyjnej i karnej z tytułu manipulacji pokrywają się w pewnym zakresie.

Na marginesie zaznaczyć należy, że analizując regulacje obowiązujące w tej grupie państw, konieczne było zwrócenie większej uwagi na sposób opisu manipulacji karanej jako przestępstwo, gdyż opis zachowań, z którymi wiąże się sankcja administracyjna, podobnie jak ma to miejsce w regulacjach krajów, w których prawodawcy zdecydowali się na zwalczanie manipulacji wyłącznie przy pomocy reżimu odpowiedzialności administracyjnej, stanowi niemal powtórzenie art. 1 ust. 2 pkt a-c Dyrektywy Market Abuse.

III.2.1. Sankcja administracyjna

Przepisy służące zwalczaniu manipulacji prawodawca brytyjski zawarł w ustawie *Financial Services and Markets Act 2000* (zwanej dalej FSMA)¹⁶, która została znowelizowana w dniu 1 lipca 2005 r. w celu implementacji Dyrektywy Market Abuse. Ostatnia ważna nowelizacja tej ustawy dokonana została ustawą *Financial Services Act 2012*¹⁷.

Jeśli chodzi o reżim administracyjny, to kluczowe dla jego analizy jest określenie, co oznacza sformułowanie „nadużycie rynkowe”. Na pojęcie nadużycia rynkowego składają się: wykorzystanie informacji poufnej (art. 118 ust. 2 FSMA), ujawnienie informacji poufnej (art. 118 ust. 3 FSMA), niewłaściwe wykorzystanie („misuse”) informacji poufnej (art. 118 ust. 4 FSMA), transakcje manipulacyjne (art. 118 ust. 5 FSMA), użycie środków o charakterze manipulacyjnym (art. 118 ust. 6 FSMA), rozpowszechnianie informacji służących przekazaniu fałszywego lub wprowadzającego w błąd wrażenia (art. 118 ust. 7 FSMA), zniekształcenie obrazu rynku (art. 118 ust. 8 FSMA). „Nadużycie rynkowe” jest zatem pojęciem szerokim (jedynie regulacje zawarte w art. 118 ust. 5–8 FSMA dotyczą manipulacji), które odpowiada tożsamemu pojęciu na gruncie art. 1 ust. 2 pkt a-c Dyrektywy Market Abuse.

Na osobę dopuszczającą się jednego z wymienionych wcześniej nadużyć rynkowych może być nałożona przez FCA kara finansowa w wysokości, którą organ ten uzna za odpowiednią (art. 123 ust. 1a FSMA). Zgodnie z art. 123 ust. 3 FSMA, organ nadzoru może zamiast nałożenia kary na podstawie art. 123 ust. 1 FSMA, opublikować oświadczenie stwierdzające, że dana osoba dopuściła się nadużycia rynkowego. Jeśli jednak organ zamierza nałożyć karę, wydaje decyzję. Taka decyzja musi określać wysokość kary, a jeśli organ zdecyduje się na publikację oświadczenia, określać jego treść.

Jeśli chodzi o wymiar kary finansowej, to mimo że przepisy FSMA nie przewidują jej maksymalnej wysokości, organ nadzoru opiera się przy tym na wydanym przez siebie akcie zawierającym reguły dotyczące określenia wysokości nałożonej kary. Formułując reguły postępowania w tym zakresie, organ bierze pod uwagę, jaki wpływ nadużycie miało na rynek i jaki był stopień tego wpływu. Zgodnie z art. 124 ust. 2 FSMA znaczenie ma również to, do jakiego stopnia zachowanie to było zamierzone lub stanowiło wynik nieostrożności oraz okoliczność, że podmiot, na który ma być nałożona kara, jest osobą fizyczną. W akcie tym określone są również okoliczności brane pod uwagę przy ocenie, czy okre-

¹⁶ Opublikowana w UK Public General Acts 2000 rozdział 8, ze zmianami.

¹⁷ Opublikowana w UK Public General Acts 2012 rozdział 21.

ślony podmiot pozostawał w uzasadnionym przekonaniu, iż jego zachowanie nie stanowi nadużycia rynkowego oraz czy przedsięwziął należyte środki ostrożności, aby uniknąć nadużycia rynkowego (art. 124 ust. 3 FSMA)¹⁸.

W prawie francuskim, Księga VI Regulacji Ogólnych AMF (*Règlement général de l'Autorité des marchés financiers*)¹⁹ poświęcona została nadużyciom rynkowym, czyli zachowaniom stanowiącym insider trading oraz manipulację. W przepisach art. 631–1 i 632–1 wspomnianej ustawy zawarto opis zachowań stanowiących manipulację odpowiadający art. 1 ust. 2 pkt a-c Dyrektywy Market Abuse.

Jeśli chodzi natomiast o konsekwencje zachowań niezgodnych z wymienionymi przepisami, to w efekcie postępowania stwierdzającego dopuszczenie się jednego z nich AMF może zastosować środki przewidziane w przepisach Kodeksu pieniężnego i finansowego (*Code monétaire et financier* – zwanego dalej COMOFI)²⁰. Są to:

- nakaz powstrzymania się od praktyk, które są sprzeczne z prawem oraz regulami zawodowymi, których celem jest ochrona inwestorów przed *insider trading*, manipulacją cenową oraz rozpowszechnianiem fałszywych informacji, bądź praktykami, które zagrażają ochronie inwestorów lub właściwemu funkcjonowaniu rynku (decyzja o nałożeniu tej sankcji może zostać opublikowana, art. L 621 – 14-1 COMOFI);
- sankcje mające charakter dyscyplinarny, które nakładane są na podmioty świadczące usługi na rynku, ostrzeżenie, nagana lub czasowy: bądź stały zakaz świadczenia określonych usług (decyzja o nałożeniu tych sankcji może zostać opublikowana, art. L 621-15-3 COMOFI);
- sankcje pieniężne (art. L 621-15 – 3 COMOFI).

AMF może również wnioskować do sędziego o wydanie nakazu czasowego zawieszenia wykonywania zawodowej działalności, jak również o ustanowienie zarządu nad funduszami, papierami wartościowymi lub prawami należącymi do danej osoby, bez względu na to, w czym znajdują się one posiadaniu (art. L 621 – 13 COMOFI). Poza tym AMF może wnieść do sądu o wydanie nakazu określonego postępowania zgodnego z prawem i powstrzymania się od zachowań stanowiących nieprawidłowości albo wyeliminowanie efektów takich zachowań. Nakazowi takiemu towarzyszy nałożenie kary pieniężnej za każdy dzień niezastosowania się do nakazu (art. L 621-14-2 COMOFI).

¹⁸ FSA Handbook, zob. <http://fsahandbook.info/FSA/index.jsp> (dostęp 14.03.2013 r.).

¹⁹ Zatwierdzone dekretem z dnia 12 listopada 2004 r., opublikowane w *Journal officiel* z dnia 24 listopada 2004, ze zmianami.

²⁰ <http://www.legifrance.gouv.fr> (dostęp 14.03.2013 r.).

Przewidziana została także sankcja mająca charakter środka zapobiegawczego. Polega ona na natychmiastowym zawieszeniu w działalności zawodowej do czasu rozstrzygnięcia postępowania prowadzonego przez AMF (art. L 621-15 COMOFI). Jeśli chodzi natomiast o sankcję o charakterze pieniężnym, to AMF może nałożyć karę pieniężną w wysokości do 1.500.000 EUR albo do dziesięciokrotności zysków osiągniętych w wyniku naruszenia zakazu manipulacji (art. L 621-15-3 COMOFI). Dostrzegając, że istnieje podejrzenie, iż zachowanie, którego dotyczy prowadzone postępowanie wypełnia znamiona przestępstwa, AMF zawiadamia o tym prokuratora (art. L 621 – 15- 1 COMOFI).

W prawie litewskim ustawą stanowiącą źródło przepisów regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego jest ustawa z dnia 18 stycznia 2007 r. nr X-1024 o rynku instrumentami finansowymi (*Lietuvos Respublikos Finansiniu Priemoniu Rinku Istatymas*, zwana dalej FPR)²¹. Zakazowi manipulacji został poświęcony art. 63 tej ustawy. Wyróżnione w nim zostały trzy rodzaje zachowań których opis stanowi niemal powtórzenie przepisów Dyrektywy Market Abuse.

Odpowiedzialność z tytułu naruszenia obowiązków zawartych w art. 63 FPR (w tym zakazu manipulacji) ma charakter odpowiedzialności administracyjnej. Na sprawcę manipulacji organ nadzoru może nałożyć sankcje w postaci: wydania ostrzeżenia dotyczącego nieprawidłowości lub sprzeczności z prawem zachowań i określenie czasu, w którym powinny być one wyeliminowane; nałożenia kary pieniężnej; wskazania czasowego przedstawiciela organu nadzoru, który będzie sprawował nadzór nad działalnością danego podmiotu; nałożenia obowiązku zmiany w firmie brokerskiej osoby zarządzającej; zawieszenia ważności licencji dotyczącej jednej, kilku lub wszystkich usług finansowych (przy czym czas owego zawieszenia trwać może maksymalnie do 5 dni, w tym czasie organ nadzoru podejmuje decyzję o tym, czy licencja w przedmiocie tych usług zostanie przywrócona); uchylecia licencji na jedną, kilka lub wszystkie usługi finansowe. Na osoby fizyczne mogą natomiast zostać nałożone kary przewidziane w Kodeksie deliktów administracyjnych²². Maksymalna wysokość kary pieniężnej, którą można nałożyć na osobę fizyczną, to 60.000 LTL (75.000 PLN).

Obowiązujący w prawie niemieckim zakaz manipulacji, podobnie jak w innych omawianych krajach należących do Unii Europejskiej, stanowi efekt implementacji do porządku krajowego Dyrektywy Market Abuse. W jej wyniku, ustawą z dnia 28 października 2004 r. o poprawie ochrony praw inwestorów, wprowadzono zmiany m.in. do art. 20a ustawy z dnia 26 lipca 1994 r. o obro-

²¹ Opublikowana w Valstybės žinios 2007 nr 17-627, ze zmianami.

²² *Lietuvos Respublikos Administracinių Teisės Pažeidimų Kodeksas*, opublikowany w Valstybės žinios 1985, nr 1-1, ze zmianami.

cie papierami wartościowymi (*Gesetz über den Wertpapierhandel*, zwana dalej WpHG)²³.

Wymieniony przepis zawiera zakaz manipulacji i określa zachowania stanowiące manipulację. W kolejnych jednostkach redakcyjnych art. 20a ust. 1 WpHG wymieniono zachowania odpowiadające opisowi zachowań określonych w art. 1 ust. 2 a-c Dyrektywy Market Abuse²⁴. Na podstawie art. 20a ust. 5 WpHG Minister Finansów został upoważniony do określenia w wydanej przez siebie regulacji m.in. okoliczności świadczących o popełnieniu manipulacji, jak również zachowań, które w żadnym przypadku nie powinny stanowić naruszenia zakazów, o których mowa w art. 20a ust. 1 pkt 1 WpHG²⁵.

Odpowiedzialność z tytułu naruszenia tych zakazów uregulowana została w art. 38 i art. 39 WpHG. Zgodnie z art. 39 ust. 1 pkt 1 i pkt 2 WpHG deliktem administracyjnym jest naruszenie zakazu, o którym stanowi art. 20a ust. 1 pkt 2 oraz pkt 3 WpHG, z uwzględnieniem regulacji wynikających z rozporządzenia wydanego na podstawie art. 20a ust. 5 WpHG. Na podstawie art. 39 ust. 2 pkt 11 WpHG deliktem jest również celowe lub lekkomyślne naruszenie art. 20a ust. 1 pkt 1 WpHG, czyli tzw. manipulacja poprzez rozpowszechnianie informacji. Przepis ten nakazuje również uwzględnić przy tym regulacje wynikające z rozporządzenia wydanego na podstawie art. 20a ust. 5 WpHG. Zgodnie z art. 39 ust. 4 WpHG, popełnienie tych czynów zagrożone jest karą finansową w wysokości do miliona Euro.

III.2. 2. Sankcja karna

Jeśli chodzi o prawnokarne środki zwalczania manipulacji, to w prawie brytyjskim znamiona przestępstwa manipulacji określone zostały w art. 397 FSMA. Jego ust. 1 dotyczy manipulacji polegającej na rozpowszechnianiu informacji, a ust. 3 manipulacji poprzez transakcje.

Zgodnie z art. 397 ust. 1 FSMA przepis ten ma zastosowanie do osoby, która: a) wydaje oświadczenie, przyrzeczenie albo prognozę, o których wie, że są fałszywe albo wprowadzające w błąd; b) nieuczciwie ukrywa istotne

²³ Opublikowana w 1998 *Bundesgesetzblatt I*, s. 2708, ze zmianami.

²⁴ D. C. Zob. Donald, *Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex and MTS Platform*, *German Law Journal*, 2005, vol. 6, nr 3, s. 658; G. Dreyling, *Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation*, *Der Konzern* 2005, nr 1, s. 4.

²⁵ Rozporządzenie z dnia 1 marca 2005 r. dotyczące definicji manipulacji rynkowej (*Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation*, zwanym dalej jako MaKonV), opublikowane w 2005 *Bundesgesetzblatt I*, s. 515, ze zmianami.

okoliczności, które mają związek z wydawanym oświadczeniem, przyrzeczeniem czy prognozą czynioną przez tę osobę; c) lekkomyślnie wydaje oświadczenie, przyrzeczenie albo prognozę, która jest wprowadzająca w błąd, fałszywa, podstępna w istotnych jej szczegółach.

Odpowiedzialność karną ponosi z tytułu takiego zachowania ten, kto dopuszcza się jednego z takich zachowań w celu nakłonienia, bądź komu jest obojętne, czy to zachowanie nakłoni inną osobę do odpowiedzi na ofertę, złożenia oferty, powstrzymania się od takich zachowań albo do wykonania lub powstrzymania się od wykonania jakichkolwiek praw przyznanych jej w związku z inwestycją (w związku z posiadaniem określonego instrumentu finansowego). Użyte w art. 397 ust. 1 pkt c FSMA pojęcie „lekkomyślnie” oznacza oświadczenie złożone pochopnie, bez troski o to, czy istniał jakikolwiek fakt, na którym jest ono oparte²⁶. Gdy chodzi natomiast o element „nieuczciwości” wymagany w wykazaniu popełnienia czynu określonego w art. 397 ust. 1 pkt b FSMA, to w literaturze przywoływany jest wynikający z orzecznictwa tzw. test obiektywny odnoszący się do przeciętnych standardów postępowania rozsądnej i uczciwej osoby²⁷. Osoba, której postawiono zarzut popełnienia czynu określonego w art. 397 ust. 1a FSMA, może uwolnić się od odpowiedzialności poprzez wykazanie, że oświadczenie, przyrzeczenie, prognoza były dokonane w zgodzie z regułami stabilizacji cen lub kontroli reguł informacyjnych.

Natomiast art. 397 ust. 3 FSMA odnosi się przede wszystkim do manipulacji poprzez transakcje. Przepis ten stanowi, że odpowiedzialność ponosi ten, kto dokonuje czynu albo angażuje się w pewien sposób postępowania, tworzący fałszywe lub wprowadzające w błąd „wrażenie” dotyczące rynku, ceny albo wartości określonej inwestycji, wówczas gdy dopuszcza się takiego zachowania w celu stworzenia wspomnianego „wrażenia” i w ten sposób zachęca inną osobę m.in. do nabycia, sprzedaży albo do powstrzymania się od tych działań lub realizacji praw wynikających z danej inwestycji. Odpowiedzialność takiej osoby może być wyłączona m.in. wówczas, gdy pozostawała w usprawiedliwionym przekonaniu, że jej postępowanie nie będzie miało takiego charakteru bądź gdy zaangażowała się w to postępowanie w celu stabilizacji cen i do tego zgodnie z regułami określającymi stabilizację. Popełnienie wymienionych w art. 397 FSMA czynów zagrożone jest karą do 7 lat pozbawienia wolności, grzywną, albo tymi karami łącznie.

²⁶ E. Avgouleas, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*, Oxford University Press, 2005, s. 315.

²⁷ Ibidem.

W prawie francuskim podstawę ścigania manipulacji jako przestępstwa, stanowi art. L 465-2 COMOFI. Zgodnie z tym przepisem, przestępstwem jest dopuszczenie się bezpośrednio lub przy pomocy pośredników, zachowania mającego na celu utrudnienie normalnego funkcjonowania rynku regulowanego przez wprowadzenie innych w błąd lub usiłowanie takiego zachowania. Karana jako przestępstwo jest również manipulacja polegająca na publicznym rozpowszechnianiu w jakikolwiek sposób i przy użyciu jakichkolwiek środków, fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji dotyczących przyszłej albo obecnej sytuacji emitenta papierów wartościowych notowanych na rynku regulowanym lub wystawcy instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku, które mogłyby wpływać na ich cenę.

Z tytułu popełnienia przestępstwa określonego w art. L 465-2 COMOFI sprawcy grozi kara 2 lat pozbawienia wolności i grzywna 1.500.000 EUR, której wysokość może zostać podwyższona do dziesięciokrotności zysków, jakie przyniosło to zachowanie. Odnośnie do wysokości tej grzywny prawodawca wprowadził również regułę, że nie może być ona niższa niż zysk osiągnięty w wyniku takiego zachowania. Jeśliby zatem zysk ten był wyższy niż 1.500.000 EUR sąd nie może orzec grzywny na tym poziomie, ale co najmniej w wysokości zysku wynikającego z manipulacji.

Prawnokarna ochrona przed manipulacją ma w prawie litewskim ograniczony zakres. Zgodnie z art. 218 Kodeksu karnego (*Lietuvos Respublikos Baudžiamasis Kodeksas*)²⁸ przestępstwem jest manipulacja polegająca na zachowaniu, którego celem jest doprowadzenie do arbitralnego wzrostu lub spadku rynkowej ceny papierów wartościowych poprzez rozpowszechnianie fałszywych lub niezupełnych (niekompletnych) informacji dotyczących emitenta lub tych papierów wartościowych i spowodowanie w ten sposób znacznej szkody. Sprawcy grozi z tego tytułu kara ograniczenia wolności, grzywny lub pozbawienia wolności do lat 3.

W prawie litewskim przewidziano zatem także odpowiedzialność karną z tytułu manipulacji, ale dotyczy ona tylko jednego rodzaju zachowań definowanych jako manipulacja, a mianowicie manipulacji polegającej na rozpowszechnianiu informacji. Zachowania stanowiące tego rodzaju manipulację karane są również sankcją administracyjną. Prawodawca litewski wprowadził jednak odpowiedzialność karną jedynie w związku z zachowaniem podejmowanym w celu doprowadzenia do arbitralnego wzrostu lub spadku rynkowej ceny papierów wartościowych, którego konsekwencją będzie znaczna szkoda. Oznacza to, że zastosowanie prawa karnego do przeciwdziałania manipulacji ograniczono nie

²⁸ Opublikowany w Valstybės žinios_2000, nr 89-2741, ze zmianami.

tylko do jednego rodzaju zachowań manipulacyjnych, ale nawet w ramach tego rodzaju zachowań wprowadzono okoliczności, które zawężają zakres zastosowania sankcji karnych.

Natomiast prawodawca niemiecki w art. 38 ust. 2 WpHG uregulował odpowiedzialność karną z tytułu naruszenia zakazu manipulacji. Przepis ten stanowi, że każdy, kto celowo dopuszcza się naruszenia zakazów, o których mowa w art. 39 ust. 1 pkt 1, 2, art. 39 ust. 2 pkt 11 WpHG, i tym samym wywiera wpływ na krajową giełdę lub cenę rynkową instrumentu finansowego albo na cenę instrumentu finansowego notowanego na rynku regulowanym w innym kraju członkowskim Unii Europejskiej albo kraju, który jest stroną Porozumienia o Europejskim Obszarze Gospodarczym, podlega odpowiedzialności karnej. Czyn ten zagrożony jest karą pozbawienia wolności do lat 5 lub karą grzywny.

IV. Wnioski

Zaprezentowane regulacje prawne dowodzą, że Dyrektywa Market Abuse doprowadziła do ujednolicenia sposobu definiowania w prawodawstwie krajowym zachowań stanowiących manipulację. Nie jest on wprawdzie głównym przedmiotem analizy w niniejszym opracowaniu, ale zestawienie regulacji obowiązujących w innych krajach europejskich pozwala na sformułowanie oceny na ich tle obowiązujących w Polsce przepisów służących zwalczaniu manipulacji. Polski prawodawca sformułował w art. 39 ust. 2 uoif aż 8 jednostek redakcyjnych, w których opisał zachowania stanowiące manipulację. Przy czym zestawienie ich ze sposobem określenia manipulacji w innych państwach europejskich oraz w Dyrektywie MAD pokazuje, że obok jednostek redakcyjnych zawierających ogólną formułę (definicję) określonego rodzaju zachowań manipulacyjnych, w pozostałych punktach tego przepisu zawarte zostały przykłady zachowań mieszczących się w ogólnym opisie manipulacji.

W zaprezentowanych w niniejszym opracowaniu regulacjach najczęściej wyróżniane są trzy rodzaje zachowań stanowiących manipulację. Ogólnie określić można je jako: wprowadzające w błąd transakcje (kształtowanie sztucznej ceny); transakcje fikcyjne; rozpowszechnianie informacji. W regulacjach obowiązujących w omawianych krajach znaleźć można przepisy, które wskazują na przykłady zachowań stanowiących poszczególne rodzaje manipulacji. Taki sposób ujęcia relacji pomiędzy ogólnym opisem pewnego rodzaju zachowania a jego przykładem zapewnia większą przejrzystość regulacji i ułatwia jej wykładnię.

Przechodząc do głównego problemu będącego przedmiotem analizy w niniejszym opracowaniu, a mianowicie reżimu odpowiedzialności grożącej z ty-

tułu naruszenia zakazu manipulacji, to w związku z tym, iż art. 14 Dyrektywy Market Abuse pozostawiał prawodawcom krajowym wybór charakteru odpowiedzialności grożącej z tytułu naruszenia zakazu manipulacji, w tym zakresie pomiędzy krajami członkowskim UE istnieją znaczące różnice.

Regulacje obowiązujące w badanych krajach pozwoliły na wyróżnienie dwóch głównych strategii w zwalczaniu manipulacji. Pierwsza z nich polega na ograniczeniu się do jednego reżimu odpowiedzialności z tytułu naruszenia zakazu manipulacji. Prezentacja regulacji obowiązujących w 9 wybranych krajach pokazuje, że tym wyłącznym reżimem była odpowiedzialność administracyjna. Na takie rozwiązanie zdecydowali się prawodawcy: austriacki, bułgarski, czeski i słoweński. Uznali oni, że karanie manipulacji sankcją o charakterze administracyjnym jest wystarczające i dlatego ograniczyli się do ścigania tego rodzaju zachowań jako deliktów administracyjnych.

Druga strategia zwalczania manipulacji polega na posłużeniu się w tym celu zarówno sankcją o charakterze karnym, jak i administracyjnym. Kraje, w których z naruszeniem zakazu manipulacji powiązany jest zarówno reżim odpowiedzialności administracyjnej i karnej, można również podzielić na dwie grupy. Jeśli chodzi o Polskę, to te reżimy odpowiedzialności funkcjonują „obok siebie”. Odpowiedzialność karna oraz odpowiedzialność administracyjna powiązane są z naruszeniem zakazów odnoszących się do różnych rodzajów zachowań mieszczących się w zakresie pojęcia manipulacji. Innymi słowy, sankcją karną oraz sankcją administracyjną zagrożone jest naruszenie zakazów zachowań, które nie tylko zostały inaczej opisane przez prawodawcę, ale te opisy czynów odnoszą się do różnych kategorii zachowań stanowiących manipulację. Innymi słowami, kategorie zachowań, z którymi związana jest odpowiedzialność karna albo administracyjna, stanowią zbiory rozłączne.

Z kolei analiza regulacji prawnych obowiązujących w Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech i na Litwie prowadzi do wniosku, że mamy w tym przypadku do czynienia z sytuacją, gdy reżimy odpowiedzialności, karny i administracyjny, „zachodzą na siebie”. Na marginesie zauważyć należy, że na Litwie odpowiedzialność karna ograniczona została do manipulacji polegającej na rozpowszechnianiu określonych informacji. W tych krajach ze wszystkimi zachowaniami zdefiniowanymi w Dyrektywie Market Abuse jako manipulacja powiązana została odpowiedzialność o charakterze administracyjnym. Sankcja o takim charakterze stanowi zatem główny środek reakcji na naruszenie zakazu manipulacji. Natomiast sankcją karną zagrożone zostały zachowania, których opis, w stosunku do opisu zachowań stanowiących poszczególne rodzaje manipulacji zagrożone sankcją administracyjną, został określony w sposób wymagający udowodnienia pewnych jego specyficznych elementów. Mamy w tym przypadku do czynienia

z naruszeniem innej normy sankcjonowanej, gdyż prawodawcy powiązali odpowiedzialność karną z czynem inaczej opisanym. Od strony technicznej ma to postać sformułowania nowego opisu czynu (Wielka Brytania, Francja, Litwa) albo uzupełnienia o pewne elementy opisu czynu zagrożonego sankcją administracyjną (Niemcy). Bez względu jednak na technikę przyjętą przez prawodawców efekt ich pracy sprowadził się do wzbogacenia opisu czynu będącego przedmiotem odpowiedzialności karnej w stosunku do czynu, z którym związana była odpowiedzialność administracyjna, o takie elementy tego opisu (znamiona), które świadczą o większej jego naganności lub szkodliwości w stosunku do opisu czynu będącego podstawą odpowiedzialności administracyjnej. Tymi elementami są szczególnie cel zachowania sprawy oraz jego skutek.

Biorąc pod uwagę stopień rozwoju rynku kapitałowego, stwierdzić należy, że omawiane rozwiązanie, polegające na oparciu ochrony przed manipulacją jednocześnie na obu reżimach odpowiedzialności, przyjęte zostało w krajach wysoko rozwiniętych gospodarczo, wyjątkiem w tej grupie jest Litwa. Przyjęcie takiego rozwiązania prawnego może budzić jednak wątpliwości z perspektywy zasady *ne bis in idem*, czyli zakazu podwójnego karania za ten sam czyn. Możliwa formalnie jest sytuacja, gdy za to samo zachowanie określona osoba poniesie konsekwencje wynikające z reżimu odpowiedzialności administracyjnej i karnej. W odróżnieniu od innych sankcji administracyjnych przewidzianych z tytułu manipulacji, kara pieniężna określona w nadmienionym przepisie może być potraktowana, biorąc pod uwagę orzecznictwo Europejskiego Trybunału Prawa Człowieka, jako kara o charakterze represyjnym. Inne sankcje administracyjne, które wynikały z omówionych regulacji miały w większości przypadków charakter prewencyjny i naprawczy. Ich celem jest zapobieżenie występowania podobnego zachowania w przyszłości, np. poprzez eliminację określonej osoby z kręgu osób świadczących pewne usługi, czy restytucję stanu zgodnego z prawem, np. poprzez sądowy nakaz powstrzymania się od naruszających zakaz manipulacji praktyk. Przewidziane w omówionych regulacjach kary pieniężne, biorąc pod uwagę charakter czynu zagrożonego tą sankcją oraz jej cel i surowość, czyli kryteria wypracowane w orzecznictwie Europejskiego Trybunału Praw Człowieka na tle wykładni pojęcia „sprawa karna” występującego w art. 6 ust. 1 EKPCz²⁹, mogłyby być uznane

²⁹ Zob. wyrok ETPCz w sprawie Engel i inni przeciwko Holandii z dnia 8 czerwca 1976 r., skarga nr 5100/71. Zob. D. Szumiło-Kulczycka, *Prawo administracyjno-karne*, Kraków 2004, s. 22–29. Co do sposobu rozumienia pojęcia „sprawy karnej” w orzecznictwie ETPCz zob. A. Błachnio-Parzych, *Sankcja administracyjna a sankcja karna w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego oraz Europejskiego Trybunału Praw Człowieka*, (w:) *Sankcje administracyjne*, M. Stahl, R. Lewicka, M. Lewicki, (red.) Warszawa 2011, s. 666–672.

za świadczące o karnym charakterze odpowiedzialności formalnie uregulowanej jako administracyjna. Prowadziłoby to nie tylko do naruszenia zakazu podwójnego karania, w sytuacji, gdy sprawca poniósłby za ten sam czyn odpowiedzialność karną oraz zostałby ukarany karą pieniężną w postępowaniu administracyjnym, ale również świadczyło o konieczności zapewnienia w takim postępowaniu administracyjnym gwarancji procesowych właściwych dla „sprawy karnej” na gruncie art. 6 EKPCz. Postrzeganie tego problemu przez judykaturę oraz doktrynę tych krajów nie było celem niniejszego opracowania i wymagałoby podjęcia kolejnej pracy badawczej. Dlatego jedynie na marginesie podzielić należy się spostrzeżeniami dokonanymi przy okazji analizy charakteru odpowiedzialności grożącej z tytułu manipulacji. W krajach, w których wspomniane dwa reżimy odpowiedzialności „zachodzą” na siebie w pewnym zakresie, przyjęto rozwiązanie, które określić można jako rozwiązania funkcjonalne, służące eliminacji sytuacji, w których sprawca będzie pociągnięty do odpowiedzialności za ten sam czyn w ramach tych dwóch reżimów odpowiedzialności, bądź eliminacji wynikających z tego konsekwencji.

W Wielkiej Brytanii organowi nadzoru nad rynkiem kapitałowym przyznane zostały uprawnienia dotyczące prowadzenia postępowania karnego m.in. w zakresie przestępstwa manipulacji określonego w art. 397 FSMA. Ten sam organ decyduje zatem, czy ścigać dane zachowanie jako przestępstwo manipulacji, czy jako nadużycie rynkowe, czy egzekwować odpowiedzialność w oparciu o te dwa reżimy odpowiedzialności. W literaturze wskazuje się, że FCA bierze przy tym pod uwagę stopień naruszenia prawa, powagę naruszonych zakazów lub nakazów, efekty naruszenia prawa. Znaczenie ma również to, czy zachowanie jest związane z „nieuczciwością” („*dishonesty*”)³⁰, co należy rozumieć jako natężenie złej woli sprawcy. Co istotne, z perspektywy zarysowanego problemu, jeżeli zachodzi możliwość ścigania danego zachowania jako przestępstwa, FCA bierze pod uwagę, czy podjęcie kroków zmierzających do egzekucji odpowiedzialności z tytułu nadużycia rynkowego nie przesądziłoby w nieuczciwy sposób o ocenie tego zachowania i nie uniemożliwiłoby jego obronę. Poza tym FCA obowiązana jest rozważyć, czy w związku z zakresem postępowania karnego i uprawnień sądu karnego celowe jest prowadzenie postępowania z tytułu nadużycia rynkowego³¹.

³⁰ B. Rider, K. Alexander, L. Linklater, S. Bazley, *Market Abuse and Insider Dealing*, 2nd edition, Haywards Heath 2009, s. 231.

³¹ Ibidem. Warto również podkreślić, że brytyjskie Ministerstwo Skarbu uprawnione jest do opracowania przewodnika („*guidance*”), aby pomóc właściwym organom w podejmowaniu decyzji co do podjęcia określonych kroków w sytuacji, gdy w związku z danym zachowaniem zachodzi możliwość zastosowania art. 123 FSMA (czyli przepisu

Natomiast w odniesieniu do Francji, warto zwrócić uwagę na decyzję z dnia 28 lipca 1989 r. francuskiej Rady Konstytucyjnej (Nr 89-260 DC)³². Wprawdzie stwierdziła ona, że zakaz *ne bis in idem* nie ma zastosowania w przypadku zbiegu odpowiedzialności karnej i administracyjnej, ale problem ten nadal budzi wiele kontrowersji³³. Co istotne, z perspektywy minimalizacji negatywnych konsekwencji wynikających z podwójnego ukarania za ten sam czyn, Rada Konstytucyjna zastrzegła w tej decyzji, że suma orzeczonych kar pieniężnych w ramach tych dwóch reżimów odpowiedzialności nie może przekroczyć maksymalnej kary przewidzianej za tego rodzaju zachowanie, bez względu na rodzaj reżimu odpowiedzialności. Zwrócenia uwagi wymaga także okoliczność, że postępowanie prowadzone przed francuskim organem nadzoru nad rynkiem kapitałowym, czyli *Autorité des marchés financiers* – AMF, postrzegane jest jako wypełniające wymogi określone w art. 6 Europejskiej Konwencji o Ochronie Praw Człowieka³⁴. Świadczyć ma o tym struktura tego organu. Jego komórka rozstrzygająca o odpowiedzialności administracyjnej ma pozycję specjalnego sądu, który ma zagwarantowaną niezależność. Poza tym w postępowaniu przed AMF obowiązują reguły odpowiadające standardowi rzetelnego procesu (oddzielenie funkcji ścigania od funkcji sądenia, prawo do obrony, kontradyktoryjność)³⁵.

Na tle rozwiązań prawnych przyjętych w omawianych krajach członkowskich UE rozwiązania przyjęte przez prawodawcę polskiego prezentują się jako wyjątkowo represyjne. Przyjął on bowiem priorytetowe znaczenie prawa karnego w zwalczaniu manipulacji. Spośród zachowań stanowiących manipulację opisanych w art. 39 ust. 2 uoif, tylko w przypadku zachowań określonych w pkt 4b i 8 tego przepisu (przepisy te dotyczą manipulacji polegającej na rozpowszechnianiu informacji) przewidziano odpowiedzialność administracyjną. W pozostałych przypadkach mamy do czynienia ze ściganiem manipulacji jako przestępstwa. Zaznaczyć przy tym należy, że tę ocenę opieram na założeniu, że sankcja karna stanowi najsurowszy środek reakcji z uwagi na stopień społecznego potępienia, który jest z nią związany. Pomimo tego ogólnego założenia, należy mieć jednak świadomość, że w określonych okolicznościach, pomimo decyzji prawodawcy o zagrożeniu manipulacji sankcją administracyjną, rozwiązanie to będzie bardziej represyjne niż zagrożenie jej karą kryminalną. Świadczyć

określającego możliwość nałożenia kar o charakterze administracyjnym) bądź podjęcia kroków związanych ze ściganiem przestępstwa określonego w art. 397 *Criminal Justice Act*.

³² Zob. I. Seredyńska, *Insider Dealing and Criminal Law. Dangerous Liaisons*, Springer – Verlag, Berlin Heidelberg 2012, s. 109–111.

³³ Ibidem.

³⁴ S. Bénouville, D. Lecat, *European Market Abuse News*, Spring 2012, s. 2.

³⁵ Ibidem.

o tym będzie zarówno wysokość kar grożących z tytułu manipulacji, opis zachowania stanowiącego manipulację, jak i poziom gwarancji przewidzianych w postępowaniu administracyjnym, który decydować będzie o możliwościach obrony przed stawianym zarzutem.

Prawodawcy 4 spośród 9 badanych krajów (Austrii, Bułgarii, Czech i Słowenii) nie przewidzieli odpowiedzialności karnej z tytułu manipulacji. Natomiast w prawie brytyjskim, francuskim, litewskim oraz niemieckim przewidziany został obok administracyjnego, także karny reżim zwalczania manipulacji. Podkreślić jednak należy, że prezentacja regulacji obowiązujących w tych krajach świadczy o tym, iż ma on charakter wyjątkowy. Głównym instrumentem zwalczania manipulacji jest prawo administracyjne. Owa wyjątkowość wynika z opisu zachowania stanowiącego manipulację. Jest on w Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech i na Litwie uzupełniony elementami, które muszą być wykazane w zachowaniu sprawcy, i bywa, że nie dotyczy wszystkich rodzajów manipulacji (Litwa – odpowiedzialność karna powiązana jest jedynie z manipulacją polegającą na rozpowszechnianiu określonych informacji, której opis wzbogacony został o określony zamiar sprawcy oraz skutek). A zatem w badanych krajach, w których funkcjonuje jednocześnie reżim odpowiedzialności administracyjnej i karnej z tytułu manipulacji, prawodawcy zachowali powściągliwość, ingerując przy użyciu prawa karnego w stosunki z zakresu szeroko pojętego obrotu gospodarczego. Mimo sięgnięcia po sankcję karną, jako środek zwalczania manipulacji, głównym środkiem reakcji na manipulację uczyniono w tych krajach sankcję administracyjną.

Mając powyższe na uwadze, decyzję prawodawcy polskiego o dominującym znaczeniu w tym zakresie reakcji prawnokarnej uznać należy za bardzo represyjną. Ocena kryminalizacji manipulacji instrumentami finansowymi z perspektywy celowości, proporcjonalności oraz subsydiarności prawa karnego jako środka reakcji dokonana została we wspomnianej na wstępie monografii, dlatego nie ma potrzeby powtarzania zawartych w niej wniosków³⁶. Analiza regulacji prawnych obowiązujących w wybranych krajach europejskich stanowi podstawę do refleksji dotyczących stosunku prawodawcy polskiego do prawa karnego, ale w konsekwencji także do społeczeństwa. Pozwala na to wspólna płaszczyzna, którą jest Dyrektywa Market Abuse. Przepisy poddane analizie w niniejszym opracowaniu były bowiem efektem implementacji tej samej Dyrektywy, która w art. 14 zobowiązywała prawodawców krajowych do wyboru sankcji skutecznych, proporcjonalnych i odstrasżających. Dlatego jeśli spojrzeć na prawo kar-

³⁶ A. Błachnio-Parzych, *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Warszawa 2011, s. 274–323.

ne jako na jeden z możliwych środków kontroli prawnej społeczeństwa z perspektywy przestrzegania zakazów lub nakazów pożądanego zachowania, to stwierdzenie, że spośród sankcji stanowiących możliwą reakcję na manipulację oraz wyróżnionych na tle badanych regulacji strategii zwalczania manipulacji (zastosowanie jednego bądź jednocześnie obu reżimów odpowiedzialności represyjnej), prawodawca polski wybrał najbardziej represyjne, najdalej ingerujące w stosunki społeczne rozwiązanie, prowadzi do wniosku o dokonaniu przez prawodawcę bardzo pesymistycznej diagnozy co do możliwości oddziaływania na to społeczeństwo przy pomocy innych środków niż prawo karne. Podkreślić przy tym należy, że w niniejszym opracowaniu przedstawione zostały zarówno regulacje krajów o wysoko rozwiniętym rynku kapitałowym, do grona których aspikuje, gdy chodzi o rozwój rynku kapitałowego, Polska, jak również krajów, które z Polską wiąże bliskość kulturowa, historyczna, konieczność przeprowadzenia w latach 90. ubiegłego wieku gruntownych zmian politycznych, społecznych i gospodarczych. Te okoliczności, jak również brak odzwierciedlenia w uzasadnieniu do nadmienionego wcześniej projektu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi odniesienia do takiej oceny społeczeństwa, sprawia, że decyzja polskiego prawodawcy świadczy raczej o braku jego refleksji nad konsekwencjami zbyt częstego sięgania po prawo karne jako środek reakcji, do których między innymi należy jego deprecjacja.

Bibliografia:

1. Avgouleas E., *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*, Oxford University Press, 2005;
2. Bénouville S., Lecat D., *European Market Abuse News*, Spring 2012;
3. Błachnio-Parzych A., *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Warszawa 2011;
4. Błachnio-Parzych A., *Sankcja administracyjna a sankcja karna w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego oraz Europejskiego Trybunału Praw Człowieka*, w: *Sankcje administracyjne*, pod red. M. Stahl, R. Lewicka, M. Lewicki, Warszawa 2011;
5. Donald D.C., *Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex and MTS Platform*, *German Law Journal*, 2005, vol. 6, nr 3;
6. Dreyling G., *Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation*, *Der Konzern* 2005, nr 1;
7. Falkner R., Gerty J., *Regulation of Market Misconduct in the United Kingdom*, *Journal of Investment Compliance*, vol. 6, no. 4, 2005;
8. Rider B., Alexander K., Linklater L., Bazley S., *Market Abuse and Insider Dealing*, 2nd edition, Haywards Heath 2009;
9. Seredyńska I., *Insider Dealing and Criminal Law. Dangerous Liaisons*, Springer – Verlag, Berlin Heidelberg 2012;
10. Szumiło-Kulczycka D., *Prawo administracyjno-karne*, Kraków 2004.

THE CRIMINAL SANCTION AND THE ADMINISTRATIVE SANCTION AS MEASURES TO COMBAT MARKET MANIPULATION IN SELECTED EU COUNTRIES

The purpose of this study is primarily to present regulations in the selected EU countries regarding the sanctions to combat market manipulation. From the perspective it is possible to evaluate decision on the nature of the sanction made by the Polish legislator. The EU countries which regulations have been selected to examine were: Austria, Bulgaria, the Czech Republic, France, Germany, Lithuania, the United Kingdom and Slovenia.

The analysis of the regulation enables to distinguish a group of countries which legislators have opted for one regime of liability for market manipulation – it was the regime of the administrative responsibility. The second group consists of countries which legislators have opted simultaneously for two regimes of the responsibility: the administrative and the criminal liability. Even in this group of countries the administrative sanctions constitute the main measures to combat market manipulation. Therefore the decision of the Polish legislator to criminalize the majority of the kinds of behavior which constitute market manipulation has to be assessed as very punitive. In contrast to the presented the EU countries regulations, in Poland the criminal sanction is the main measure to combat market manipulation.