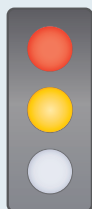


**CEL DYREKTYWY:** Wprowadzenie w UE minimalnych zasad stosowania sankcji karnych za wykorzystywanie poufnych informacji w transakcjach finansowych oraz za manipulacje na rynku.

**STRONY ZAANGAŻOWANE:** Wszyscy uczestnicy rynku, organy nadzorujące.



- ZA:**
- Zakaz – wraz z wprowadzeniem odpowiednich środków odstraszających – wykorzystywania informacji poufnych pomoże zmniejszyć koszt pozyskiwania kapitału oraz będzie miało pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy i zatrudnienie
- PRZECIW:**
- Komisja nie udowodniła, że wprowadzenie w UE minimalnych zasad stosowania sankcji karnych jest „niezbędne” – choć jest to prawny warunek harmonizacji przepisów.
  - Zastosowanie niejasnej terminologii powoduje znaczącą niepewność prawną przy stosowaniu przepisów karnych w przypadkach manipulacji na rynku, co może utrudniać wycenę aktywów.

## TREŚĆ

### Tytuł

Wniosek z 20 października 2011 r. w sprawie **Dyrektywy** Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie sankcji karnych za wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje na rynku. Sygnatura COM(2011) 654.

### Treść

#### › Tło i główne postanowienia

- Dyrektywa zawiera minimalne zasady stosowania sankcji karnych za najpoważniejsze przestępstwa polegające na nadużyciach na rynku, mianowicie wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje (art. 1 (1)).
- Dyrektywa stanowi uzupełnienie przedstawionego równocześnie Rozporządzenia w sprawie wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku [COM(2011) 651] (dalej zwanego Rozporządzeniem), które zastąpić ma Dyrektywę 2003/6/EC oraz, między innymi, wypełnić luki w przepisach dotyczących nowych rynków, platform i instrumentów OTC (Wyjaśnienie, s. 3).

#### › Zakres dyrektywy

- Dyrektywa dotyczy wszystkich „instrumentów finansowych” na rynku pierwotnym (emisja) i wtórnym (handel), które:
  - są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (np. giełdzie papierów wartościowych); lub
  - podlegają obrotowi w wielostronnych (MTF) lub zorganizowanych (OTF) systemach handlu (art. 2 (1) lit. a i b Rozporządzenia)
- Dyrektywa dotyczy wszelkich zachowań lub transakcji związanych z instrumentami finansowymi, nawet jeśli konkretne zachowanie w rzeczywistości ma miejsce nie na rynku regulowanym, platformie MTF czy OTF, a bezpośrednio pomiędzy stronami (transakcje pozagiełdowe, OTC). (art. 2 (1) lit. c Rozporządzenia).
- Do „instrumentów finansowych” zalicza się [art. 2 (1) w połączeniu z art. 2 (1) nr 8 proponowanego Rozporządzenia MiFiR [COM(2011) 652] w połączeniu z Załącznikiem I sekcja C proponowanej Dyrektywy MiFiD [COM(2011) 656]]:
  - podlegające obrotowi („zbywalne”) papiery wartościowe, takie jak akcje, obligacje (m.in. rządowe), bony skarbowe, bony krótkoterminowe lub certyfikaty depozytowe;
  - jednostki uczestnictwa/certyfikaty inwestycyjne w funduszach inwestycyjnych oraz alternatywnych funduszach inwestycyjnych („przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania w papiery zbywalne” – UCITS);
  - umowy finansowe, których wartość oparta jest na wartościach podstawowych, takich jak ceny akcji, ceny towarów lub kursy wymiany („instrumenty pochodne”);
  - zobowiązania powiązane i skonwertowane na aktywa zbywalne („produkty strukturyzowane”, „sekurytyzacje”);
  - pozwolenia na emisję.
- Wyłączony spod dyrektywy jest handel akcjami własnymi w ramach programów wykupu, programów na rzecz stabilizacji instrumentów finansowych, działań związanych z polityką monetarną oraz zarządzaniem długiem publicznym (art. 1 (2)).
- Działania Komisji Europejskiej, Państw Członkowskich i innych podmiotów państwowych „w ramach realizacji unijnej polityki klimatycznej” są również wyłączone spod działania dyrektywy (art. 1 (2)).

#### › Informacje poufne

„Informacje poufne” to (art. 2 (2) w połączeniu z art. 6 (1) lit. a–e Rozporządzenia):

- dokładne informacje, które nie zostały podane do wiadomości publicznej, dotyczące:
  - instrumentów finansowych lub ich emitentów, w tym wszelkie informacje związane z oczekującym zleceniem klienta, które zostały ujawnione osobie, której powierzono realizację transakcji finansowej lub
  - towarowych instrumentów pochodnych oraz związanych z nimi kontraktów towarowych na rynku spotowym (przewidywanymi dostawą towaru natychmiast po zawarciu umowy), które, gdyby zostały podane publicznie, mogłyby mieć znaczący wpływ

Analiza z dnia 9 stycznia 2012 r.

na wycenę wymienionych instrumentów oraz na związane z nimi kontrakty towarowe na rynku spotowym lub towarzyszących im finansowych instrumentów pochodnych,

- inne informacje na temat instrumentów finansowych lub ich emitentów, które nie są „ogólnie” dostępne dla społeczeństwa, a które „rozsądny inwestor” mógłby uznać za istotne przy podejmowaniu decyzji.

#### › Przepięczone wykorzystywanie informacji poufnych

- Państwa Członkowskie musz uznać następujące zachowania – jeśli zostały popełnione świadomie – za przestępcstwa kryminalne:
  - wykorzystywanie informacji poufnych przy nabywaniu lub zbywaniu instrumentów finansowych na rachunek własny lub stron trzecich, w tym również do korygowania lub anulowania zleceń, jeśli zostały one złożone przed otrzymaniem informacji poufnej (art. 3 lit. a).
  - ujawnianie informacji poufnych stronom trzecim (art. 3 lit b).
- Karalne jest również:
  - zachęcanie, pomaganie lub podżeganie do popełnienia wspomnianych przestępcstw (art. 5 par. 1 w połączeniu z art. 3),
  - usiłowanie wykorzystania (ale nie ujawnienia) informacji poufnych (art. 5 par. 2 w połączeniu z art. 3 lit. a).
- Sankcje muszą być „skuteczne, proporcjonalne i odstraszujące” (art. 6).

#### › Przepięczone manipulacje na rynku

- Państwa Członkowskie musz uznać następujące zachowania – jeśli zostały popełnione świadomie – za przestępcstwa kryminalne:
  - przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd sygnałów dotyczących podaży, popytu lub cen instrumentów finansowych lub związanych z nimi kontraktów towarowych na rynku spotowym (art. 4 lit. a);
  - kształtowanie cen instrumentów finansowych lub związanych z nimi kontraktów towarowych na rynku spotowym w taki sposób, by uzyskać ceny na „anormalnym lub sztucznym poziomie” (art. 4 lit b);
  - wszelką działalność na rynkach finansowych „która wykorzystuje fikcyjne mechanizmy lub inne formy oszustwa lub podstępu”, by wpłwuwać na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi kontraktów towarowych na rynku spotowym (art. 4 lit. c).
  - rozpowszechnianie informacji, wywołujących fałszywe i wprowadzające w błąd sygnały co do instrumentów finansowych lub związanych z nimi kontraktów towarowych na rynku spotowym, jeśli osoby rozpowszechniające takie informacje uzyskują dzięki temu zyski lub korzyści albo przysparzają zysków lub korzyści innej osobie (art. 4 lit. d).
- Równocześnie karalne jest:
  - zachęcanie, pomaganie lub podżeganie do popełnienia wspomnianych wyżej przestępcstw (art. 5 (1) w połączeniu z art. 4).
  - usiłowanie popełnienia jakiegokolwiek z wymienionych przestępcstw z wyjątkiem rozpowszechniania informacji (art. 5 (2) w połączeniu art. 4 lit. a–c).
- Sankcje karne muszą być „skuteczne, proporcjonalne i odstraszujące” (art. 6).

#### › Odpowiedzialność osób prawnych

- Państwa Członkowskie muszą rozszerzyć odpowiedzialność osób prawnych – ma być ona egzekwowana nie tylko na gruncie prawa administracyjnego, ale również („gdy to możliwe”) na gruncie krajowego prawa karnego – w przypadku wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku (preambuła pkt. 14).
- Warunkiem powyższego jest to, by dane przestępcstwo kryminalne zostało popełnione z korzyścią dla osoby prawnej przez osobę fizyczną, która – mając szczególne upoważnienia – piastowała kierownicze stanowisko w strukturach osoby prawnej (art. 7 (1) lit. a–c).
- Osoby prawne muszą również ponosić odpowiedzialność w przypadku, gdy osoba piastująca kierownicze stanowisko zaniecha odpowiedzialnego nadzoru lub kontroli nad podwładnym, który w efekcie będzie mógł wykorzystać informacje poufne lub dokonać manipulacji na rynku z korzyścią dla danej osoby prawnej (art. 7 (2)).
- Sankcje karne muszą być „skuteczne, proporcjonalne i odstraszujące” (art. 6).
- Odpowiedzialność osób prawnych nie wyklucza wszczęcia postępowania karnego przeciw osobom fizycznym za popełnione przez nie przestępcstwa kryminalne (art. 7 (3)).

#### › Wdrożenie i stosowanie

- Państwa Członkowskie muszą wdrożyć dyrektywę w ciągu dwóch lat po jej wejściu w życie (art. 10 (1) podparagraf 1 w połączeniu z art. 11).
- Państwa Członkowskie muszą rozpocząć stosowanie niniejszych przepisów przed zakończeniem przeznaczonego na to okresu. Jeśli dyrektywa wejdzie w życie później, musz rozpocząć jej stosowanie w odpowiednio późniejszym terminie (art. 10 (1) podparagraf 2).

### Zmiany w porównaniu ze stanem obecnym

Obowiązująca obecnie dyrektywa w sprawie manipulacji na rynku (2003/6/EC) jedynie zaleca Państwom Członkowskim, by w przypadku manipulacji na rynku stosowały odpowiednie środki administracyjne lub postępowaly według procedur administracyjnych. W przyszłości stosowane ma być prawo karne.

### Uwagi Komisji w sprawie zasady pomocniczości

Zdaniem Komisji, fakt, że w poszczególnych krajach zasady stosowania sankcji za manipulacje na rynku są różnicowane, może doprowadzić do unikania sankcji przez przestępców, poprzez przenoszenie się do Państw Członkowskich, w których kary są mniej surowe. Takie zjawisko osłabia odstraszujący efekt sankcji karnych obowiązujących w poszczególnych krajach oraz utrudnia egzekwowanie unijnego prawa w zakresie zwalczania wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku. Wprowadzenie minimalnych zasad stosowania sankcji karnych może „pomóc w odniesieniu się do tego problemu”.

Analiza z dnia 9 stycznia 2012 r.

## Tło polityczne

W 2003 r. przyjęta została dyrektywa dotycząca wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku [2003/6/EC]. Zdefiniowała ona te pojęcia oraz określiła, które zachowania muszą być zakazane przez Państwa Członkowskie i ścigane na gruncie prawa administracyjnego. W komunikacie „Wzmocnienie systemów sankcji w branży usług finansowych” [COM(2010) 716] z grudnia 2010 r. Komisja zapowiedziała przeanalizowanie, czy i w których branżach harmonizacja prawa karnego Państw Członkowskich może przyczynić się do skutecznego wdrożenia unijnych przepisów dotyczących sektora finansów. W efekcie, we wrześniu 2011 r. opublikowano komunikat „W kierunku unijnej polityki kryminalnej: Zapewnienie skutecznej realizacji polityki UE poprzez prawo karne” [COM(2011) 573], w którym zarysowano podejście zapisane w zaproponowanych właśnie aktach prawnych.

## Procedura legislacyjna

20 października 2011	Przyjęcie przez Komisję
termin nieustalony	Przyjęcie przez Parlament Europejski i Radę, publikacja w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej, wejście w życie

## Podmioty uczestniczące w procesie politycznym

Prowadząca Dyrekcja Generalna:	DG ds. Rynku Wewnętrznego
Komisje Parlamentu Europejskiego:	Komisja Gospodarcza i Monetarna (prowadząca), sprawozdawca: Arlene McCarthy (Postępowy Sojusz Socjalistów i Demokratów, Wielka Brytania), Komisja Prawna, Komisja ds. Swobód Obywatelskich, Komisja Sprawiedliwości i Spraw Wewnętrznych
Sposób decyzji w Radzie Unii Europejskiej	Kwalifikowana większość (aprobata większości Państw Członkowskich i co najmniej 255 z 345 głosów)

## Szczegóły legislacyjne

Podstawa prawna	Art. 83 (2) TFEU (tzw. kompetencje dołączone na gruncie prawa karnego)
Forma kompetencji prawnych	Kompetencje współdzielone (art. 4 (2) TFEU)
Procedura legislacyjna	art. 294 TFEU (zwykła procedura legislacyjna)

## OCENA

### Ocena wpływu na gospodarkę

Unijne sankcje karne za manipulacje na rynku powinny pomóc w skutecznym odstraszeniu. Jednak zgodnie z ekonomiczną „teorią skutecznego odstraszenia”, norma lub zobowiązanie umowne może i będzie celowo łamane, jeśli korzyści uzyskane wskutek takiego zachowania przewyższą koszty społeczne. Część ekonomistów przekonuje nawet, by ustawodawca zezwalał na „efektywne naruszenia kontraktu” poprzez nakładanie łagodnych sankcji.

Komisja tymczasem wzywa do ustanowienia szczególnie surowych sankcji za manipulacje na rynku, co ma je zupełnie wykorzenić. To pomysł słuszny co najwyżej w przypadku wykorzystywania informacji poufnych.

Wykorzystywanie informacji poufnych może przynieść rzeczywiste korzyści ekonomiczne, jeśli przyczyni się do tego, że informacja szybciej dotrze na rynek i wpłynie na ceny. To poprawi alokację deficytowych dóbr i zwiększy efektywność, która – mimo efektów dystrybucji – tworzy zyski dla całej gospodarki. Szkody towarzyszące wykorzystywaniu informacji poufnych są jednak większe niż korzyści. Chodzi w szczególności o to, że poszczególni zewnątrzni inwestorzy, nieposiadający poufnej wiedzy, nie będą mieli ochoty inwestować swego kapitału (lub zrobią to tylko w przypadku szans na wyjątkowo wysokie zyski), jeśli będą zmuszeni przyjąć, że osoba znająca poufne informacje ma zamiar wykorzystać swą wiedzę tylko dla własnych korzyści – i że zewnątrzni inwestorzy nie zostaną zapoznani z tymi informacjami w odpowiednim czasie. Trudno sobie wyobrazić, by osoba znająca poufne informacje mogła przedstawić wiarygodne przesłanki, że nie wykorzysta tej wiedzy. Zakaz wykorzystywania informacji poufnych jest więc korzystny dla samych ich posiadaczy, gdyż zwiększa skłonność zewnątrznych inwestorów do inwestowania. To sprawia, że inwestycje stają się tańsze, i ma pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy i poziom zatrudnienia.

Proponowane stosowanie prawa karnego w przypadkach manipulacji na rynku tworzy sytuację prawnej niepewności. Niezdefiniowanie pojęć, takich jak „rozpowszechnianie fałszywych lub wprowadzających w błąd sygnałów” lub „wykorzystywanie fałszywych pretekstów”, może być niepokojące dla uczestników rynku. Groźba sankcji karnych za tego rodzaju działania może zakłócić rozpowszechnianie istotnych informacji, a w konsekwencji nawet odpowiednią wycenę aktywów. Fakt, że to władze będą decydować, czy cena akcji „jest anormalna lub sztuczna” otwiera drzwi do politycznych manipulacji. Propozycja ta oparta jest na błędnym założeniu, że istnieją ceny „prawdziwe i właściwe”.

### Ocena prawna

#### Kompetencje

Art. 83 TFEU przekazuje Unii Europejskiej kompetencje w zakresie harmonizacji prawa karnego materialnego Państw Członkowskich. Po pierwsze, Unia może określać – w drodze zwykłej procedury legislacyjnej – minimalne zasady postępowania w przypadku przestępstw kryminalnych oraz sankcje za ciężkie przestępstwa o wymiarze transgranicznym (art. 83 (1) TFEU). Po drugie, UE ma tzw. dołączone kompetencje kryminalne (art. 83 (2) TFEU), zgodnie z którymi może określać na mocy dyrektywy minimalne wymogi

Analiza z dnia 9 stycznia 2012 r.

dotyczące prawa karnego w dziedzinach, w których harmonizacja już została przeprowadzona. W omawianym tu przypadku, taka harmonizacja dokonała się na poziomie administracyjnym, w dyrektywie dotyczącej wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku (2003/6/EC).

Wprowadzenie minimalnych wymogów dotyczących prawa karnego musi być jednak „niezbędne” dla skutecznego wdrożenia polityki UE (art. 83 (2) zdanie 1 TFEU). Komisja słowo „niezbędne” rozumie jednak jako „konieczne” i w związku z tym kieruje się w stronę zasady proporcjonalności (art. 5 (4) TEC). Ponieważ użyte w traktacie znaczenie terminu „niezbędne” ma specyficzną naturę, rozpatrywanie zgodności z zasadą proporcjonalności musi podlegać kryteriom węższym niż zwykle. Jak dotąd nie ustalono bowiem, jak rozumieć należy słowo „niezbędny”. Według Niemieckiego Sądu Konstytucyjnego, musi być „widocznie dowiedzione, że istnieją poważne niedociągnięcia w zakresie egzekucji, którym można zapobiec tylko groźbą sankcji” (Decyzja Lizbońska, BverfG, 2 BvE 2/08 z 30 czerwca 2009 r., nr 362). W dodatku istnieje pogląd, że harmonizacja powinna mieć miejsce tylko wtedy, gdy jest „jedynym obiecującym rozwiązaniem, które pozostało” (Callies/Ruffert, art. 83 TFEU nr 24).

Chociaż sankcje karne oznaczają „społeczną dezaprobatę o jakościowo innym charakterze” niż sankcje administracyjne lub wynikające z prawa cywilnego (Wyjaśnienie, s. 3), przez co efekt odstraszący jest mocniejszy, nie oznacza to jeszcze, że ogólnounijne zalecenia dotyczące prawa karnego rzeczywiście mają „niezbędny” charakter. Szczególnie wątpliwe jest to, czy w ogóle mamy tu do czynienia z „niemożnością wyegzekwowania”, której zaradzić można jedynie groźbą kary, oraz czy wykorzystywanie prawa karnego jest „jedynym obiecującym rozwiązaniem, które pozostało”. Nie znamy przecież liczby niezidentyfikowanych zakłóceń rynku, która w dużym stopniu zależy od intensywności postępowań administracyjnych. Na tę kwestię harmonizacja prawa karnego nie będzie jednak miała wpływu. Komisja nie uzasadniła „niezbędności” unijnej harmonizacji prawa karnego.

#### Pomocniczość

Zróznicowanie prawa karnego Państw Członkowskich stwarza zagrożenie transgranicznymi zakłóceniami funkcjonowania rynku, których ściganie jest nieskuteczne. Może to prowadzić do wzrostu liczby manipulacji na rynkach Państwach Członkowskich, w których sankcje nie obowiązują lub są bardzo ograniczone. Ogólnounijne minimalne wymogi w zakresie stosowania prawa karnego mogą pomóc zmniejszyć to ryzyko. Z uwagi na możliwość przenoszenia procedury zakłócania funkcjonowania rynku, dotyczyć to będzie wszystkich różniących się od siebie sankcji.

#### Proporcjonalność

Zobacz „kompetencje”

#### Zgodność z prawem UE

Bez zastrzeżeń

#### Możliwe dalsze działania Unii Europejskiej

Komisja, choć posiada kompetencje w tym zakresie, nie zaproponowała ujednoliconego poziomu sankcji. Można sobie wyobrazić, że będzie to jej następny krok.

## WNIOSKI

Zakaz wykorzystywania informacji poufnych zmniejszy koszt pozyskania kapitału oraz będzie miał pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy i zatrudnienie. Ze względu jednak na niejasną terminologię, stosowanie prawa karnego w przypadku manipulacji na rynku doprowadzi do niepewności prawnej, która może zaburzyć wyceny aktywów. Komisja nie uzasadniła „niezbędności” wprowadzenia unijnych przepisów dotyczących sankcji. Można mieć wątpliwości, czy ten warunek harmonizacji został spełniony.

---

**Centrum für Europäische Politik (Centrum Polityki Europejskiej, CEP)** jest niemiecką organizacją pozarządową, która na bieżąco monitoruje i analizuje procesy legislacyjne prowadzone na poziomie Unii Europejskiej oraz dzieli się tą wiedzą z politykami, naukowcami, mediami i ogółem społeczeństwa.  
Więcej informacji: [www.cep.eu](http://www.cep.eu)

**Fundacja FOR** jest organizacją pozarządową, która prowadzi działania sprzyjające rozwojowi instytucji demokratycznych oraz wzmocnieniu społeczeństwa obywatelskiego w Polsce.  
Więcej informacji: [www.for.org.pl](http://www.for.org.pl)