

KAMIL KORN\*

## POJĘCIE MANIPULACJI INSTRUMENTEM FINANSOWYM — CZĘŚĆ II

Rozważania w pierwszej części artykułu dotyczyły ogólnej problematyki definicji manipulacji instrumentem finansowym (pkt 1) oraz podstawowych mechanizmów manipulacji (pkt 2). Niniejsza część poświęcona jest wykładni przepisów prawa definiujących manipulację instrumentem finansowym.

### 3. TYPY CZYNÓW STANOWIĄCYCH MANIPULACJĘ

W art. 39 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>62</sup> zawarto definicję manipulacji. Polega ona na wyliczeniu poszczególnych rodzajów praktyk stanowiących manipulację. Wyliczenie to ma charakter zamknięty<sup>63</sup>. Poniżej zostaną bliżej przedstawione kategorie zachowań wymienionych w tym przepisie.

#### 3.1. ZLECENIA I TRANSAKCJE WPROWADZAJĄCE LUB MOGĄCE WPROWADZIĆ W BŁĄD

W art. 39 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f. stanowi się, iż manipulacją jest „składanie zleceń lub zawieranie transakcji wprowadzających lub mogących wprowadzić w błąd co

---

\* Autor ukończył prawo na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego, obecnie jest doktorem na Wydziale Prawa Uniwersytetu Ruprechta–Karola w Heidelbergu.

<sup>62</sup> Dz.U. Nr 183, poz. 1538 ze zm.; dalej: u.o.i.f.

<sup>63</sup> Zob. M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Suplement*, Warszawa 2004, s. 121.

do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego, chyba że powody tych działań były uprawnione, a złożone zlecenia lub zawarte transakcje nie naruszyły przyjętych praktyk rynkowych na danym rynku regulowanym”. Treść tego przepisu jest wzorowana na art. 1 pkt 2 lit. a tiret 1 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)<sup>64</sup>, w którym za manipulację uznaje się zawieranie transakcji i składanie zleceń, „które dają, lub prawdopodobnie dawałyby, fałszywe lub wprowadzające w błąd sygnały dotyczące podaży, popytu lub ceny instrumentów finansowych”. Praktyki opisane w tych przepisach można zaliczyć do manipulacji opartej na handlu, gdyż realizowane są one przez składanie zleceń lub zawieranie transakcji.

### 3.1.1. SKŁADANIE ZLECEŃ LUB ZAWIERANIE TRANSAKCJI

Pojęcia zleceń oraz transakcji nie są ustawowo zdefiniowane w prawie rynku kapitałowego. Na gruncie przepisów dotyczących manipulacji za zlecenie trzeba uznać każde oświadczenie woli, niezależnie od tego, czy wymaga ono dalszej transpozycji przez pośrednika, które w wypadku natrafienia na inne, odpowiadające mu, przeciwstawne oświadczenie woli prowadzi do zawarcia transakcji. Przez transakcję należy z kolei rozumieć umowę (obojętnie czy jest ona w świetle obowiązujących przepisów ważna, czy nieważna), która rodzi co najmniej zobowiązanie (lub rodziłaby je, gdyby była ważna) do przeniesienia prawa do instrumentu finansowego, względnie stanowi podstawę do przeniesienia instrumentu finansowego lub go przenosi z jednego rachunku papierów wartościowych<sup>65</sup> na drugi taki rachunek, obojętnie czy rachunki te należą do tej samej osoby, czy do różnych osób. O zleceniu można powiedzieć, że zostało złożone, jeżeli dotarło do jego adresata. Nie jest konieczne jego wykonanie i dojście w wyniku jego złożenia do zawarcia transakcji. Transakcję należy uznać za zawartą w momencie, w którym dwa odpowiadające sobie przeciwstawne zlecenia zostają ze sobą skojarzone w danym systemie obrotu.

Takie szerokie ujęcie pojęć zlecenia i transakcji na gruncie regulacji dotyczącej manipulacji jest konieczne przede wszystkim po to, aby mogło ono objąć tzw. transakcje fikcyjne, czyli takie, które nie prowadzą do zmiany posiadacza instrumentów finansowych z gospodarczego punktu widzenia<sup>66</sup>. Ponadto ujęcie to uwzględnia również fakt, że zlecenia inwestorów bardzo często wymagają dla swojej skutecz-

---

<sup>64</sup> Dz.U. UE z 12 kwietnia 2003 r., L 96, s. 16 ze zm., Dz.U. UE PWS, rozdział 6, t. 4, s. 367 ze zm.; dalej jako dyrektywa o nadużyciach.

<sup>65</sup> Pojęcie rachunku papierów wartościowych zostało zdefiniowane w art. 4 u.o.i.f. Stosownie do ust. 3 tego przepisu przez rachunki papierów wartościowych rozumie się także rachunki, na których są zapisywane niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego.

<sup>66</sup> Zob. cz. I, pkt 2.2.1.

ności dokonania ich transpozycji przez profesjonalnych pośredników, będących bezpośrednimi stronami zawieranych na rynku kapitałowym transakcji.

Na rynku regulowanym bezpośrednimi stronami transakcji mogą być tylko ściśle określone w art. 31 u.o.i.f. instytucje<sup>67</sup>. Zawarcie transakcji na tym rynku jest więc możliwe tylko za ich pośrednictwem. Jest to tzw. zasada przymusu maklerskiego<sup>68</sup>. Prowadzi to do tego, że zlecenia przekazywane pośrednikom przez ich klientów są przez nich transponowane na tzw. zlecenia maklerskie, czyli zlecenia tych pośredników składane w imieniu własnym, lecz na rachunek klientów<sup>69</sup>. W związku z tym powstaje problem, komu należy przypisać złożenie danego zlecenia maklerskiego — pośrednikowi, czy też jego klientowi, którego zlecenie pośrednik transponuje. Trzeba przyjąć, że zlecenie maklerskie, które jest jedynie pochodną zlecenia złożonego przez klienta, należy przypisać klientowi, którego zlecenie jest w danym zleceniu maklerskim transponowane. W przeciwnym razie manipulacje przez składanie zleceń i zawieranie transakcji na rynku regulowanym należałoby przypisać zawsze pośrednikowi lub zatrudnionym u niego pracownikom, a nie osobie, której działanie stanowi rzeczywiste źródło złożenia zlecenia lub zawarcia transakcji. Byłoby to oczywiście absurdalne i niezgodne z celem regulacji. Z tego względu należy przyjąć powyżej przedstawione rozwiązanie.

### 3.1.2. WPROWADZENIE W BŁĄD CO DO RZECZYWISTEGO POPYTU, PODAŻY LUB CENY

Stosownie do omawianego przepisu za manipulacyjne uznaje się składanie zleceń lub zawieranie transakcji wprowadzających w błąd lub mogących wprowadzać w błąd co do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego.

Zgodnie z poglądami przyjętymi w doktrynie błędem jest niezgodność pomiędzy obiektywną rzeczywistością a jej odbiciem w świadomości człowieka<sup>70</sup>.

Przedmiotowy błąd dotyczyć ma rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego. Problematyczne jest określenie kryteriów, na podstawie których o czynnikach tych można by orzec, że są rzeczywiste bądź nierzeczywiste.

<sup>67</sup> Rynek regulowany obejmuje rynek giełdowy i pozagiełdowy (art. 15 ust. 1 u.o.i.f.). W art. 31 u.o.i.f. jest mowa o rynku giełdowym. W stosunku do rynku pozagiełdowego stosowne odesłanie do art. 31 u.o.i.f. zawiera art. 38 u.o.i.f.

<sup>68</sup> Zob. A. Chłopecki (w:) *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006, s. 908–909.

<sup>69</sup> *Ibidem*, s. 912–913.

<sup>70</sup> Takie ujęcie błędu przyjęte jest w doktrynie prawa karnego na gruncie przestępstwa oszustwa (art. 286 k.k.); zob. M. Dąbrowska-Kardas, P. Kardas (w:) *Kodeks karny. Część szczególna. Komentarz*, t. 3, pod red. A. Zolla, Zakamycze 2006, s. 275; podobnie ujmuje się błąd także w doktrynie prawa cywilnego w odniesieniu do wad oświadczeń woli, zob. Z. Radwański (w:) *System prawa prywatnego*, t. 2, *Prawo cywilne — część ogólna*, pod red. Z. Radwańskiego, Warszawa 2008, s. 397.

Wydaje się, że co do popytu lub podaży można powiedzieć, że są one rzeczywiste, gdy ukształtowane zostały przez rzeczywiste zlecenia lub transakcje, czyli takie, u których podstaw leży autentyczny interes gospodarczy w ich przeprowadzeniu. Chodzi tu o obiektywnie rozumiany cel zlecenia lub transakcji, którym ma być rzeczywiste zbycie lub nabycie określonych instrumentów finansowych. Ma ono miejsce wtedy, gdy dochodzi do zmiany gospodarczo pojmowanego właściciela instrumentów finansowych<sup>71</sup>. Zmiana ta ma być przy tym z punktu widzenia podmiotów transakcji, oceniając na moment składania zleceń prowadzących do zawarcia transakcji, zmianą trwałą. Należy ją za taką uznać, jeżeli strony transakcji nie umawiają się na dokonanie w niedługim czasie odwrotnej transakcji, na powrót przenoszącej przynajmniej część instrumentów finansowych, będących przedmiotem pierwszej transakcji, na ich poprzedniego właściciela lub podmiot trzeci, który miałby to uczynić. Ponadto, aby nabycie lub zbycie instrumentów finansowych miało rzeczywisty charakter, strony transakcji nie mogą umawiać się, że poza samą transakcją instrumentami finansowymi dokonają między sobą rozliczeń niwelujących jej skutki gospodarcze. W takiej sytuacji transakcję można określić jako nierzeczywistą, gdyż z gospodarczego punktu widzenia jej strony znajdują się dokładnie w takiej sytuacji, jakby transakcji tej nie dokonały.

Cenę można konsekwentnie określić jako rzeczywistą, jeśli została ukształtowana przez rzeczywisty popyt i podaż.

Jako przykłady zleceń i transakcji tworzących nierzeczywisty popyt, podaż lub cenę można podać transakcje fikcyjne oraz składanie zleceń bez zamiaru ich wykonania. U podstaw transakcji fikcyjnych nie leży autentyczny interes gospodarczy w wyżej przedstawionym rozumieniu, ponieważ nie prowadzą one z gospodarczego punktu widzenia, przynajmniej w ostatecznym rozrachunku, do faktycznej zmiany właściciela walorów i w związku z tym markują jedynie rzeczywisty obrót na rynku. Chodzi tu przede wszystkim o praktyki opisane wyżej jako *wash trades*, *matched orders* i *circular trades*<sup>72</sup>. Składanie zleceń bez zamiaru ich wykonania polega na składaniu zleceń kupna lub sprzedaży, które odbiegają limitem ceny od tych, które są już złożone na rynku, i następnie anulowaniu ich, zanim zostaną zrealizowane, czyli zanim dojdzie do zawarcia transakcji. Przed ich odwołaniem sprawiają one wrażenie złożonych na serio ofert<sup>73</sup>. U podstaw tego rodzaju zleceń nie leży autentyczny interes gospodarczy, gdyż nie mają one na celu nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a jedynie stworzenie fałszywego wrażenia, że na rynku istnieje popyt lub podaż na dany walor po określonej w tych zleceniach cenie.

---

<sup>71</sup> Z gospodarczego punktu widzenia jednym podmiotem mogą być np. spółka córka i spółka matka, choć prawnie są one odrębnymi podmiotami.

<sup>72</sup> Zob. cz. I, pkt 2.2.1.

<sup>73</sup> Zob. Market Abuse Directive Level 3 — first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, s. 11, dokument dostępny pod adresem: [http://www.esma.europa.eu/system/files/04\\_505b.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/04_505b.pdf) (12.10.2012).

Właściwość transakcji i zleceń polegającą na tym, że wprowadzają lub mogą wprowadzić w błąd, należy rozważać łącznie. Wystarczające jest, że transakcje i zlecenia nadają się do wprowadzenia innych w błąd, czyli mają do tego potencjał. Badając istnienie owego potencjału, należy posługiwać się modelem racjonalnego (rozsądnego) inwestora. Jest to pewna konstrukcja myślowa, która wskazuje, z jakiego punktu widzenia dane dotyczące rynku kapitałowego powinny być interpretowane. Ma ona swoje wyraźne zakotwiczenie w przepisach prawa — ustawodawca odwołuje się do niej na przykład w art. 154 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f. i w tezie 1 preambuły dyrektywy Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku<sup>74</sup>. Za racjonalnego inwestora uznaje się osobę, która „dysponuje przeciętną wiedzą na temat rynku kapitałowego i mechanizmów jego funkcjonowania i która, poprzez inwestowanie w zdywersyfikowane portfolio, jest zainteresowana wyłącznie uzyskaniem jak najwyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, a nie wywieraniem wpływu na działalność emitenta”<sup>75</sup>. Przyjmuje się, że działa ona na podstawie racjonalnej analizy dostępnych informacji i danych rynkowych, a nie kieruje się jedynie przesądami, emocjami czy nastrojami<sup>76</sup>. Jeżeli transakcje lub zlecenia, w sytuacji rynkowej istniejącej w momencie ich dokonywania (ocena *ex ante*), mają realny potencjał do wywołania u tego typu osoby fałszywego wyobrażenia, to uznać należy, że są one transakcjami wprowadzającymi lub mogącymi wprowadzać w błąd.

Wspomniane wyżej praktyki, polegające na zawieraniu fikcyjnych transakcji oraz składaniu zleceń bez zamiaru ich wykonania, zazwyczaj będą miały potencjał wprowadzenia modelowego racjonalnego inwestora w błąd. Z reguły nie będzie on bowiem w stanie odróżnić wytworzonego przez nie nierzeczywistego popytu, podaży lub ceny od rzeczywistego popytu, podaży lub ceny, a zatem będzie miał o tych ostatnich czynniki błędne wyobrażenie.

Z punktu widzenia prawa karnego typ czynu zabronionego opisanego w art. 39 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f. składa się na strukturę przestępstwa formalnego (bezsukrowego)<sup>77</sup>. Do jego dokonania wystarcza wszakże samo złożenie zleceń lub zawarcie transakcji mogących wprowadzić w błąd. Nie muszą one zatem wywoływać jakichś dalszych skutków, jak na przykład podjęcie przez innych uczestników rynku na ich

<sup>74</sup> Dz.Urz. UE z 24 grudnia 2003 r., L 339, s. 70, Dz.Urz. UE PWS rozdział 6, t. 6, s. 348; dalej: dyrektywa 2003/124.

<sup>75</sup> K. Oplustil, P.M. Wiórek: *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym* (cz. 1), Prawo Spółek 2005, nr 2, s. 5.

<sup>76</sup> Zob. M. Górecki: *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, Czasopismo Calego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego (HUK) 2007, nr 1, s. 74.

<sup>77</sup> Tak też A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. W. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, Warszawa 2012, art. 39, nb 16.

podstawie decyzji inwestycyjnych. Chodzi tu jedynie o abstrakcyjne narażenie dobra prawnego, jakim jest zdolność rynku kapitałowego wykonywania swoich funkcji, na niebezpieczeństwo poprzez tworzenie zafałszowanego obrazu rynku.

W przedmiotowym przepisie nie zawarto żadnych specjalnych regulacji dotyczących strony podmiotowej czynu zabronionego, można go więc popełnić tylko umyślnie (art. 8 k.k.). Zgodnie z regułą zawartą w art. 9 § 1 k.k. czyn jest popełniony umyślnie, jeśli sprawca działa z zamiarem bezpośrednim lub wynikowym (ewentualnym)<sup>78</sup>. Sprawca musi zatem w chwili składania zleceń lub zawierania transakcji co najmniej obejmować swoją świadomością, że ich składanie lub zawieranie może wprowadzać innych w błąd co do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego i godzić się na to. Wydaje się jednak, że niektóre formy składania zleceń i zawierania transakcji wypełniać mogą znamiona czynu zabronionego opisanego w omawianym przepisie, tylko jeśli ich sprawca działa z intencją wprowadzenia innych w błąd, czyli że mogą być popełnione tylko z zamiarem bezpośrednim. Tak będzie na przykład ze składaniem zleceń bez zamiaru ich wykonania. Jedynie intencja wprowadzenia innych w błąd, będąca pobudką złożenia tych zleceń, pozwala odróżnić je od innych zleceń, które zostają anulowane przed ich wykonaniem z uzasadnionych gospodarczo względów, na przykład gdy przed ich realizacją upublicznione zostaną informacje, na podstawie których inwestor uzna, że należy je wycofać, bo zawarty w nich limit ceny jest za wysoki lub za niski i nie odpowiada nowej sytuacji rynkowej.

### 3.1.3. SYGNAŁY MOGĄCE ŚWIADCZYĆ O MANIPULACYJNYM CHARAKTERZE TRANSAKCJI I ZLECEŃ

Odróżnienie transakcji i zleceń mogących stanowić manipulację w omawianej tutaj postaci od zwykłych transakcji i zleceń może nastęrczać w praktyce wielu trudności. Z tego względu ustawodawca stworzył w art. 41 ust. 1 u.o.i.f. katalog zawierający niewyczerpujący wykaz okoliczności, jakie należy brać pod uwagę przy badaniu zleceń i transakcji pod kątem ich manipulacyjnego charakteru. Przepis ten ma swój pierwowzór w art. 4 dyrektywy 2003/124. Bliższe omówienie tych regulacji wykraczałoby poza ramy niniejszego opracowania. Ogólnie rzecz biorąc, można stwierdzić, że konstytuowany przez nie katalog wskazuje na sytuacje gospodarcze, w których zajście manipulacji jest bardzo prawdopodobne. Ma on jednak wyłącznie sygnalizacyjną wartość i ostatecznie o tym, czy dana praktyka jest manipulacją, przesądza to, czy wypełnia ona znamiona przynajmniej jednego z typów czynów zabronionych opisanych w art. 39 ust. 2 u.o.i.f.

---

<sup>78</sup> Jak się wydaje, A. Błachnio-Parzych reprezentuje pogląd, że manipulację w postaci opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 1 można popełnić tylko intencjonalnie, czyli wyłącznie z zamiarem bezpośrednim (w: *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 39, nb 6).

### 3.1.4. PRZYJĘTE PRAKTYKI RYNKOWE

W drugiej części art. 39 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f. zawarto wyłączenie spod zakresu opisanego w tym przepisie typu manipulacji. Dotyczy ono składania zleceń lub zawierania transakcji, które nie naruszają przyjętych praktyk rynkowych na danym rynku regulowanym, a jednocześnie zachodzą uprawnione powody do ich dokonania. Postanowienia te mają swój pierwowzór w art. 1 pkt 2 lit. a akapit 2 dyrektywy o nadużyciach.

Jak stanowi art. 44 ust. 1 u.o.i.f.: „Przyjętymi praktykami rynkowymi są zachowania, których zasadnie można oczekiwać na jednym lub wielu rynkach finansowych i które są, w drodze uchwały, akceptowane przez Komisję [Nadzoru Finansowego] (...)”. Przepis ten wzorowany jest na art. 1 pkt 5 dyrektywy o nadużyciach. Czynniki, które KNF powinien brać pod uwagę przy uznawaniu określonego zachowania za przyjętą praktykę rynkową, wymienione są w art. 45 u.o.i.f. Jest to norma głównie o procesowym charakterze i nie będzie tutaj szerzej omawiana. Źródłem jej postanowień jest 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 podejranych transakcjach<sup>79</sup>. Materialnoprawny charakter ma jedynie art. 45 ust. 4 u.o.i.f., w którym stanowi się, że „określona, w szczególności nowa lub kształtująca się, praktyka rynkowa może być stosowana, nawet jeżeli nie została zaakceptowana przez Komisję [Nadzoru Finansowego]”. Treść tego przepisu może sugerować, że akceptacja określonej praktyki przez KNF nie ma konstytutywnego znaczenia dla uznania jej za przyjętą praktykę rynkową. Byłoby to jednak błędne rozumienie. Norma ta ma jedynie to znaczenie, że określonej praktyki nie należy uznawać za nielegalną tylko z tego powodu, że nie została ona przez KNF zaakceptowana jako przyjęta praktyka rynkowa<sup>80</sup>.

Na pierwszy rzut oka fakt, że określone zachowania są akceptowane jako przyjęte praktyki rynkowe przez KNF w drodze uchwały, może budzić pewne wątpliwości konstytucyjnoprawne. Za dokonanie manipulacji grożą wszakże sankcje karne, a zgodnie z zasadą wyłączności ustawowej w prawie karnym zawartą w art. 42 ust. 1 zd. 1 Konstytucji<sup>81</sup> źródłem zakazu zagrożonego sankcją karną powinna być ustawa. Należy zwrócić jednak uwagę, że uznanie jakiegoś typu zachowania za przyjętą praktykę rynkową nie prowadzi do ustanowienia żadnego zakazu, a wręcz zawęża do pewnego stopnia zakres zastosowania zakazu manipu-

<sup>79</sup> Dz.Urz. UE z 30 kwietnia 2004 r., L 162, s. 70, Dz.Urz. UE PWS rozdział 6, t. 7, s. 413; dalej: dyrektywa 2004/72.

<sup>80</sup> Podobnie R. Blicharz (w:) *Prawo rynku kapitałowego*, op. cit., art. 45, nb 12.

<sup>81</sup> Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz.U. Nr 78, poz. 483 ze zm.

lacji. Z tego względu przedmiotowa regulacja nie stoi w sprzeczności ze wspomnianą zasadą konstytucyjną<sup>82</sup>.

Regulacja dotycząca przyjętych praktyk rynkowych ma za zadanie stworzyć przejrzyste kryteria delimitacji zachowań rynkowych stanowiących manipulację od zwykłych, legalnych praktyk. Uczestnicy rynku, posługując się schematami inwestycyjnymi uznanymi za przyjęte praktyki rynkowe, mogą co do zasady wychodzić z założenia, że ich działania nie zostaną uznane za manipulację. Ma to pozytywnie wpływać na bezpieczeństwo i pewność obrotu na rynku kapitałowym. Jednak w niektórych przypadkach schematy działań zaakceptowane jako przyjęte praktyki rynkowe mogłyby być nadużywane, czyli wykorzystywane w manipulacyjnych celach. Z tego względu ustawodawca stworzył wymóg, że powody podjęcia tych działań muszą być uprawnione. Określenie jednakże, czy powody złożenia zleceń lub zawarcia transakcji są uprawnione, samo w sobie jest bardzo problematyczne. Wydaje się, że powody tych działań nie będą uprawnione wtedy, gdy zostaną one podjęte w celu dokonania manipulacji<sup>83</sup>. Jest to oczywiście subiektywne kryterium odwołujące się do intencji działającego. Nie widać jednak tutaj raczej możliwości skonstruowania obiektywnego kryterium, które nadawałoby się do praktycznego zastosowania<sup>84</sup>.

Regulacja dotycząca przyjętych praktyk rynkowych jest jak na razie pozbawiona praktycznej doniosłości, ponieważ nie doszło jeszcze do zaakceptowania przez KNF żadnego rodzaju zachowań jako przyjętej praktyki rynkowej.

### 3.2. ZLECENIA I TRANSAKCJE POWODUJĄCE SZTUCZNE USTALENIE SIĘ CENY

W art. 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f. stanowi się, że manipulacją jest „składanie zleceń lub zawieranie transakcji powodujących nienaturalne lub sztuczne ustalenie się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych, chyba że powody tych działań były uprawnione, a złożone zlecenia lub zawarte transakcje nie naruszyły przyjętych praktyk rynkowych na danym rynku regulowanym”. Przepis ten stanowi odpowied-

---

<sup>82</sup> Szerzej na temat zagadnień konstytucyjno-prawnych zob. A. Błachnio-Parzych (w:) *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Warszawa 2011, s. 324–332. Co do kontrowersji związanych z samym charakterem prawnym uchwały KNF w sprawie przyjętej praktyki rynkowej zob. R. Blicharz (w:) *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 44, nb 9.

<sup>83</sup> A. Błachnio-Parzych uważa, że uprawnionym powodem powinna być „(...) motywacja, która z założenia towarzyszy składanym zleceniom i zawieraniem transakcjom. Wyraża się ona w zajęciu określonej pozycji na rynku w związku z oczekiwaniem spadku albo wzrostu ceny określonych instrumentów finansowych” (w: *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 45, nb 15). Takie ujęcie uprawnionego powodu wydaje się za wąskie. Możliwa jest np. sytuacja, gdy ktoś, nawet oczekując wzrostu cen walorów, wyzbywa się ich, bo potrzebuje środków na inne cele, np. spłatę kredytu; taki powód należy uznać za uprawniony.

<sup>84</sup> Por. w odniesieniu do analogicznych zagadnień w prawie niemieckim: J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG)*, Berlin 2006, s. 300; S. Mock, A. Stoll, T. Eufinger (w:) *Kölner Kommentar zum WpHG*, Hrsg. H. Hirte, T.M. Möllers, Köln–Berlin–München 2007, s. 722.



nik art. 1 pkt 2 lit. a tiret 2 dyrektywy o nadużyciach, w którym za manipulację uznano zawieranie transakcji lub składanie zleceń, „które zapewniają, przez osobę lub osoby działające w porozumieniu, cenę jednego lub kilku instrumentów finansowych na nienormalnym lub sztucznym poziomie”. Jest to kolejny typ manipulacji opartej na handlu.

Pojęcie składania zleceń oraz zawierania transakcji zostało już przedstawione wyżej i tutaj należy rozumieć je tak samo<sup>85</sup>. Skutkiem tych zleceń i transakcji ma być ustalenie się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych na nienaturalnym lub sztucznym poziomie. W omawianym przepisie jest wprawdzie mowa o nienaturalnym lub sztucznym ustaleniu się ceny, jednakże po zestawieniu jego tekstu z tekstem dyrektywy o nadużyciach widać, że nie może w nim chodzić o nic innego, jak o skutek w postaci zaistnienia sztucznego lub nienaturalnego poziomu ceny. Składanie zleceń i zawieranie transakcji musi przy tym rzeczywiście spowodować wystąpienie tego skutku, a nie jedynie mieć potencjał jego wywołania. Zawarty w omawianym przepisie typ czynu zabronionego składa się zatem na strukturę przestępstwa materialnego (skutkowego)<sup>86</sup>. Takie ukształtowanie typu czynu zabronionego może powodować znaczne trudności z ustaleniem związku przyczynowego między składaniem zleceń lub zawieraniem transakcji a skutkiem w postaci ustalenia się ceny na sztucznym poziomie, który mają one wywołać. Samo pojęciowe uchwycenie tego skutku również nastrocza wielu problemów, gdyż kategoria sztucznej czy nienaturalnej ceny jest trudna do zdefiniowania.

### 3.2.1. NIENATURALNA LUB SZTUCZNA CENA

Użyte przez ustawodawcę określenia „nienaturalny” i „sztuczny” mają praktycznie tożsame znaczenie<sup>87</sup>, więc można ich używać wymiennie. Zestawienie tych dwóch słów obok siebie w tekście przepisu należy uznać za niepotrzebne, ponieważ tę samą treść można by przekazać przy użyciu tylko jednego z nich<sup>88</sup>.

<sup>85</sup> Zob. wyżej, pkt 3.1.1.

<sup>86</sup> Odmienne zdanie reprezentuje A. Błachnio-Parzych, która przyjmuje, że manipulacja opisana w art. 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f. ma charakter formalny, co związane jest z tym, że pojęcie sztucznej ceny ma charakter „pozornie obiektywny” (w: *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 39, nb 16). Jak się jednak wydaje, należy odgraniczyć od siebie kwestie faktycznego wpłynięcia przez manipulantę na poziom ceny instrumentów finansowych (obiektywny skutek składania zleceń i transakcji) od jego subiektywnego nastawienia do tego czynu (czyli jego motywacji). Ten ostatni element podobnie jak A. Błachnio-Parzych uznają za konstytutywny dla przesądzenia, czy dane zlecenia lub transakcje mają charakter manipulacyjny (zob. niżej pkt 3.2.1), ale ponadto za konstytutywny uznają także element obiektywny (faktyczny wpływ na cenę). Ma to znaczenie o tyle, że możliwa jest sytuacja, gdy ktoś złoży określone zlecenia lub zawrze transakcję z naganną intencją manipulacyjnego wpłynięcia na poziom ceny, lecz zlecenia te lub transakcje w rzeczywistości na cenę nie wpłyną (brak skutku). W takim przypadku można mówić jedynie o usiłowaniu manipulacji, a nie jej dokonaniu.

<sup>87</sup> Por. M. Glicz: *Manipulacja instrumentem finansowym jako nadużycie na rynku kapitałowym*, Gdańskie Studia Prawnicze 2005, t. XIV, s. 937.

<sup>88</sup> Por. M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Suplement*, *op. cit.*, s. 121.

Problemy związane ze stosowaniem wskaźnika sztucznej ceny jako kryterium mającego służyć definicji manipulacji zostały już zasygnalizowane wcześniej<sup>89</sup>. Wypada przypomnieć, że pojęcie sztucznej ceny mogłoby być dla uchwycenia manipulacji użyteczne, tylko jeśli dałoby się w wielce niezawodny sposób ustalić cenę naturalną czy też prawdziwą, po jakiej powinny być zawierane na rynku transakcje dotyczące danego instrumentu finansowego. Można by wtedy twierdzić, że zlecenia i transakcje, które prowadzą do ustalenia się ceny innej niż prawdziwa, powodują powstanie sztucznej ceny i tym samym uznać, że ich składanie bądź zawieranie stanowi manipulację. Problem jednak w tym, że nie istnieją niezawodne i w pełni obiektywne sposoby ustalenia poziomu prawdziwej ceny. Całkowicie obiektywna jest tylko cena, która rzeczywiście obowiązuje na rynku, a ta może być wynikiem manipulacji.

W doktrynie mimo to próbuje się tworzyć obiektywne kryteria, które mają być pomocne przy zidentyfikowaniu sztucznej ceny. Twierdzi się przykładowo, że „naturalna zmiana ceny papieru wartościowego jest efektem naturalnych zjawisk ekonomicznych – a więc relacji popytu i podaży, zaś nienaturalna (sztuczna) zmiana — to ustalenie ceny wbrew wspomnianej relacji”<sup>90</sup>. Problem jednak w tym, że wszystkie techniki manipulacyjne oparte na handlu polegają właśnie na wpływaniu na rynkowe parametry popytu i podaży. Cena w wyniku tych manipulacji ukształtowana jest więc dalej wynikiem wzajemnej relacji popytu i podaży<sup>91</sup>.

Można twierdzić, że cena jest sztuczna, gdy jest ukształtowana pod wpływem sztucznej podaży lub popytu. Powstaje jednak wtedy dalszy problem skonstruowania kryteriów, na podstawie których można by co do tych ostatnich czynników orzec, że są sztuczne. Jeśli by uznać, że nierzeczywiste podaż i popyt, które są tworzone przede wszystkim przez tzw. fikcyjne transakcje i zlecenia<sup>92</sup>, mogą być zrównane ze sztuczną podażą i popytem, to poza zakresem tych ostatnich pojęć pozostaną wszelkie transakcje i zlecenia rzeczywiste, gdyż niewątpliwie tworzą one rzeczywistą podaż lub popyt. W ten sposób art. 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f. mógłby objąć tylko takie formy manipulacji, które i tak podpadają już pod postać manipulacji opisaną w art. 39 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f. Ta ostatnia nie wymaga na dodatek spowodowania

---

<sup>89</sup> Zob. cz. I, pkt 1.1, s. 3–5. Problemy definicyjne związane z kryterium sztucznej ceny przedstawia też A. Błachnio-Parzych (w:) *Kryminalizacja manipulacji...*, *op. cit.*, s. 203–211.

<sup>90</sup> R. Kuciński: *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2000, s.122; bardzo podobne ujęcia można spotkać też u innych autorów — M. Romanowski uznaje, że przez sztuczne podwyższenie lub obniżenie ceny papierów wartościowych „należy rozumieć działania noszące znamiona manipulacji mające bezpośredni lub pośredni wpływ na cenę określonego papieru wartościowego w oderwaniu od obiektywnych przesłanek, na podstawie których dochodzi do rynkowej wyceny danego papieru wartościowego opartej na wzajemnym stosunku podaży i popytu” (*Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, *op. cit.*, s. 1005); D.M. Budzeń przez sztuczne ruchy cen rozumie „takie ruchy cen (bądź ich stabilizację na określonym poziomie), które nie mają uzasadnienia w rzeczywistym wolnorynkowym stosunku wzajemnym podaży i popytu” (*Manipulacyjne kształtowanie cen papierów wartościowych*, Glosa 1996, nr 9, s. 5).

<sup>91</sup> Zwraca na to uwagę również A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 39, nb 8.

<sup>92</sup> Zob. wyżej, pkt 3.1.2.

faktycznej zmiany ceny i jest w związku z tym łatwiejsza do udowodnienia. Artykuł 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f. nie tworzyłby w takim przypadku żadnej nowej istotnej treści normatywnej i byłby wskutek tego całkowicie zbyteczny. Należy go jednak interpretować w taki sposób, aby nie był zbędny, gdyż racjonalny ustawodawca zbędnych przepisów nie tworzy, czyli tak, aby mógł on objąć manipulacje oparte na rzeczywistych zleceniach i transakcjach.

Rzeczywistych zleceń i transakcji służących do przeprowadzenia manipulacji nie da się za pomocą obiektywnych kryteriów w sensowny sposób odróżnić od zwykłych zleceń i transakcji, ponieważ prowadzą one tak samo jak te ostatnie do zmiany gospodarczo pojmowanego właściciela instrumentów finansowych. Ich dokonywanie jest obciążone przy tym takim samym ryzykiem ekonomicznym jak wszystkich „normalnych” zleceń i transakcji rynkowych. Wobec powyższego trzeba posłużyć się dla ich wyróżnienia kryterium subiektywnym. Należy uznać, że cena rynkowa jest sztuczna, jeśli jest ukształtowana przez zlecenia i transakcje, które zostały złożone lub zawarte w celu wywarcia manipulacyjnego wpływu na poziom ceny. Oznacza to, że manipulacji polegającej na składaniu zleceń lub zawieraniu transakcji powodujących nienaturalne lub sztuczne ustalenie się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych dokonuje tylko ten, kto składa zlecenia lub zawiera transakcje z naganną intencją wpłynięcia na poziom ceny rynkowej<sup>93</sup>. Chodzi o to, że zlecenia lub transakcje mają w intencji sprawcy w pierwszym rzędzie wywrzeć wpływ na kurs notowań danego instrumentu finansowego, a nie służyć przede wszystkim jego nabyciu lub zbyciu. Pierwszym celem zleceń lub transakcji ma być zatem wpływ na poziom ceny, a nie realizacja interesu gospodarczego niezależnego od tego wpływu. Wynika z tego, że czyn zabroniony opisany w art. 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f. może być od strony subiektywnej popełniony wyłącznie z zamiarem bezpośrednim<sup>94</sup>. Oceny, czy sprawca w konkretnym przypadku działał w celu dokonania manipulacji, należy dokonywać przy zastosowaniu całościowej i dogłębnej analizy gospodarczych okoliczności, w jakich składał on zlecenia lub zawierał transakcje. Przykładowe wyliczenie istotnych względów, jakie należy tutaj brać pod uwagę, zawiera art. 41 ust. 1 u.o.i.f. O zawartym w tym przepisie katalogu sygnałów mogących świadczyć o dokonaniu manipulacji była już mowa wyżej<sup>95</sup>.

<sup>93</sup> Takie rozwiązanie problemu związanego z pojęciem sztucznej ceny proponuje w doktrynie niemieckiej J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 294–295. Użycie pojęcia sztucznej ceny stanowi jedynie pozorną obiektywizację znamion czynu także zdaniem A. Błachnio–Parzych (w: *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 45, nb 13). Również i ona uważa, że konstytutywnym znamieniem omawianego tutaj typu manipulacji jest naganna intencja sprawcy (*Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 45, nb 12; por. też *Kryminalizacja manipulacji...*, *op. cit.*, s. 288–289), nie określa jednak dokładnie, na czym ta intencja ma polegać.

<sup>94</sup> Odmienne, jak się wydaje, stanowisko można znaleźć w: I. Pieczyńska–Czerny, P.K. Grabowski: *Dyrektywa Market Abuse w krajowym porządku prawnym, zagadnienia wybrane*, KPWiG, Warszawa, 1 stycznia 2006 r., s. 37, publikacja dostępna pod adresem: [http://www.knf.gov.pl/Images/mad\\_01\\_06\\_tcm75-6602.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/mad_01_06_tcm75-6602.pdf) (25.09.11); autorzy nie wskazali jednak, co należy rozumieć przez pojęcie sztucznej ceny.

<sup>95</sup> Zob. wyżej, pkt 3.1.3.

Przedstawiona powyżej twórcza interpretacja omawianego przepisu jest niezbędna, aby nadać mu jakiegokolwiek sensowne znaczenie. Każde inne rozwiązanie, odwołujące się jedynie do obiektywnych kryteriów, prowadzi do tego, że przepis ten traci praktyczną doniosłość. Przyjęcie powyższej wykładni pozwala uznać, że pod art. 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f. podpadać mogą manipulacyjne praktyki polegające na zawieraniu fikcyjnych transakcji jak *wash sales*, *matched orders* i *circular trades*<sup>96</sup>, ale także schematy oparte na transakcjach rzeczywistych, jak na przykład masowa krótka sprzedaż (*short sale*), *cornering* i *squeezing*<sup>97</sup>.

Za omawianą tutaj postać manipulacji nie jest uważane składanie zleceń lub zawieranie transakcji, jeśli osoba, która je składa lub zawiera, ma ku temu uprawnione powody, a transakcje te lub zlecenia nie naruszają przyjętych praktyk rynkowych na danym rynku regulowanym. Taką samą konstrukcją ustawodawca stosuje w art. 39 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f. i została ona już wyżej opisana<sup>98</sup>.

### 3.2.2. ZWIĄZEK PRZYCZYNOWO–SKUTKOWY

Przedstawione wyżej ujęcie sprawia, że dla popełnienia manipulacji w formie opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f. konieczne jest, by sprawca składał zlecenia lub zawierał transakcje w celu wywołania manipulacyjnego wpływu na cenę oraz aby uskutecznione przez niego zlecenia lub transakcje faktycznie wywarły wpływ na poziom ceny. Trzeba zatem udowodnić, że ich skutkiem rzeczywiście było wywindowanie ceny do góry lub jej zabicie. W rachubę wchodzi również utrzymanie ceny na niezmienionym poziomie wbrew istniejącym wzrostowym lub spadkowym trendom rynkowym.

W celu przeprowadzenia wspomnianego dowodu należy dokonać pewnej operacji myślowej, polegającej na oszacowaniu hipotetycznej ceny, która obowiązywałaby na rynku, gdyby nie doszło do złożenia zleceń lub zawarcia transakcji o potencjalnie manipulacyjnym charakterze. Jeżeli ta hipotetyczna cena różni się co do wysokości od ceny, która w rzeczywistości zaistniała po przeprowadzeniu manipulacyjnych zleceń lub transakcji, oznacza to, że wywołały one skutek w postaci ukształtowania się sztucznej ceny. Innymi słowy, można wtedy stwierdzić, że między tymi manipulacyjnymi zleceniami bądź transakcjami a ukształtowaniem się sztucznej ceny zachodzi związek przyczynowo–skutkowy. Nie jest przy tym konieczne ustalenie, jaki byłby dokładnie poziom ceny, gdyby manipulacyjne zachowania nie miały miejsca, a jedynie, że poziom tej ceny byłby inny niż ten, który faktycznie ukształtował się na rynku<sup>99</sup>. Dla dokonania takiej oceny niezbędna jest

---

<sup>96</sup> Zob. cz. I, pkt 2.2.1.

<sup>97</sup> Zob. cz. I, pkt 2.2.2.

<sup>98</sup> Zob. wyżej, pkt 3.1.4.

<sup>99</sup> Zob. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 324–325.

znajomość zdarzeń rynkowych o potencjalnie cenotwórczych właściwościach, które miały miejsce w przedziale czasowym pobliskim dokonaniu badanych pod kątem manipulacyjnego charakteru zleceń lub transakcji. Konieczna jest także znajomość prawideł, którymi rządzi się kształtowanie ceny na rynkach instrumentów finansowych. Z tego względu stwierdzenie przedmiotowego związku przyczynowo–skutkowego będzie co do zasady możliwe tylko z udziałem biegłych<sup>100</sup>.

### 3.3. CZYNNOŚCI POZORNE

W art. 39 ust. 2 pkt 3 u.o.i.f. za manipulację uznaje się „składanie zleceń lub zawieranie transakcji, z zamiarem wywołania innych skutków prawnych niż te, dla osiągnięcia których faktycznie jest dokonywana dana czynność prawna”. Przepis ten wydaje się inspirowany tekstem art. 1 pkt 2 lit. b dyrektywy o nadużyciach, który jako jedną z form manipulacji traktuje „zawieranie transakcji lub składanie zleceń przy użyciu fikcyjnych procedur lub innych form oszustw lub podstępów”. Z zestawienia treści tych dwóch norm widać jednakże, że przepis ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie jest prostym odwzorowaniem przepisu dyrektywy o nadużyciach i wydaje się mieć nieco węższe znaczenie. Postać manipulacji, o której mowa w przedmiotowych przepisach, zalicza się w każdym razie do manipulacji opartej na handlu.

Pojęcie składania zleceń lub zawierania transakcji zostało omówione już wyżej<sup>101</sup>. Akty te muszą być dokonywane z zamiarem wywołania innych skutków prawnych niż te, dla osiągnięcia których faktycznie jest dokonywana dana czynność prawna. Posłużenie się w tym przepisie znamieniem subiektywnym zamiaru wskazuje, że sprawca musi działać celowo, z intencją osiągnięcia wymienionego w nim nagannego skutku, czyli z zamiarem bezpośrednim<sup>102</sup>. W przedmiotowym przepisie nie zawarto wymogu, aby skutki objęte nagannym zamiarem sprawcy rzeczywiście nastąpiły. Opisany w nim czyn zabroniony jest zatem dokonany już w momencie złożenia zleceń lub zawarcia transakcji, którym towarzyszy naganny zamiar. Za dokonanie manipulacji w postaci zawartej w omawianym przepisie grozi sankcja karna przewidziana w art. 183 ust. 1 u.o.i.f. Z tego względu należy uznać, że przedmiotowy typ czynu zabronionego składa się na strukturę przestępstwa formalnego (bezsukutowego).

Użyte w analizowanym przepisie pojęcie „innych skutków prawnych niż te, dla osiągnięcia których faktycznie jest dokonywana dana czynność prawna” pozostaje niestety dalekie od jasności. Przez czynność prawną należy rozumieć złożone

<sup>100</sup> *Ibidem*, s. 332.

<sup>101</sup> Zob. wyżej, pkt 3.1.1.

<sup>102</sup> Tak też A. Błachnio–Parzych (w:) *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 45, nb 13.

zlecenia lub zawarte transakcje. W pozostałym zakresie sformułowanie budzi wątpliwości.

Wykładając przepis dosłownie, należałoby uznać, że zbiór jego desygnatów jest pusty. Jeżeli bowiem czynność prawna zawierana jest z zamiarem osiągnięcia jakichś skutków prawnych, to dokonywana jest ona także faktycznie dla ich osiągnięcia. W wyjściu z tej sytuacji pomocny może być wyżej przytoczony fragment dyrektywy o nadużyciach. Wskazuje on na czynności prawne „zawierane przy użyciu fikcyjnych procedur lub innych form oszustw lub podstępów”. W tym kontekście można przyjąć, że w art. 39 ust. 2 pkt 3 u.o.i.f. chodzi o czynności prawne pozorne. Oznaczałoby to, że pod przepis ten podpada składanie zleceń i zawieranie transakcji, które, choć swoją zewnętrzną formą nie różnią się od innych standardowych czynności prawnych dokonywanych na rynku, to w rzeczywistości zawierane są dla wywołania pod ich przykrywką innych skutków prawnych niż te, do których osiągnięcia czynności te mają służyć.

Skutkiem prawnym, którego osiągnięciu ma co do zasady służyć składanie zleceń i zawieranie transakcji, jest przeniesienie lub zobowiązanie się do przeniesienia praw do instrumentów finansowych, które są przedmiotem tych zleceń i transakcji. Przyjąwszy przedstawioną wyżej wykładnię omawianego przepisu, posługiwanie się zleceniami lub transakcjami w celu wywoływania innych skutków mieściłoby się w jego hipotezie. Należy jednak dodatkowo przyjąć, że transakcje te lub zlecenia muszą zagrażać sprawnemu funkcjonowaniu rynku kapitałowego, w przeciwnym razie określanie ich mianem manipulacji nie miałyby sensu. Jako przykłady transakcji, które nie służą rzeczywistemu przeniesieniu praw do instrumentów finansowych, lecz stosowane są zazwyczaj w celu zafałszowywania obrazu rynku, można podać przede wszystkim transakcje fikcyjne jak *wash sales*, *matched orders* i *circular trades*<sup>103</sup>.

Trzeba przyznać, że przedstawiona wyżej wykładnia art. 39 ust. 2 pkt 3 u.o.i.f. porusza się na granicy językowego znaczenia tego przepisu. Może to budzić wątpliwości, jeśli weźmie się pod uwagę, że stanowi on normę sankcjonowaną, która jest obostrzona sankcją karną przewidzianą w art. 183 ust. 1 u.o.i.f. Należy tutaj wskazać, że zastosowanie wykładni prounijnej, która wychodziłaby poza granice językowe przedmiotowego przepisu, nie jest dopuszczalne. Jak uznaje sam Europejski Trybunał Sprawiedliwości, obowiązek stosowania wykładni zgodnej nie dotyczy sytuacji, kiedy prowadziłyby to do wprowadzenia lub zaostrzenia odpowiedzialności karnej osób naruszających przepisy dyrektywy<sup>104</sup>. W Polsce prounijna

---

<sup>103</sup> Zob. cz. I, pkt 2.2.1.

<sup>104</sup> Wynika to z respektowanych przez Unię zasad ogólnych leżących u podstaw wspólnych tradycji konstytucyjnych państw członkowskich oraz art. 7 Europejskiej Konwencji Praw Człowieka — zob. wyrok ETS z dnia 8 października 1987 r. w sprawie 80/86, *Criminal proceedings against Kolpinghuis Nijmegen BV*, Zb. Orz. (ECR) 1987, 3969, tezy 13–14; wyrok z dnia 26 września 1996 r. w sprawie C–168/95, *Criminal proceedings against Luciano Arcaro*, Zb. Orz. (ECR) 1996, I–04705, teza 42; wyrok z dnia 12 grudnia 1996 r. w sprawach połączonych 74/95 oraz 129/95, *Criminal proceedings against X*, Zb. Orz. (ECR) 1996, I–6609, tezy 22–26; zob. też S. Biernat:

wykładnia przepisów obostrzonych sankcją karną nie może zatem prowadzić do przełamania językowego znaczenia przepisu, lecz musi poruszać się w jego ramach, zgodnie z zasadą zakazującą stosowania analogii i wykładni rozszerzającej na niekorzyść sprawcy w prawie karnym. *De lege ferenda* treść przepisu powinna zostać zmodyfikowana w taki sposób, aby była jaśniejsza. W tym celu można by zastąpić użyte w nim słowo „faktycznie” słowem „pozornie”. Przepis lepiej korespondowałby wtedy także z art. 1 pkt 2 lit. b dyrektywy o nadużyciach.

### 3.4. FAŁSZYWE LUB NIERZETELNE INFORMACJE I POGŁOSKI

W art. 39 ust. 2 pkt 4 u.o.i.f. stanowi się, że manipulacją jest „rozpowszechnianie za pomocą środków masowego przekazu, w tym internetu, lub w inny sposób fałszywych lub nierzetelnych informacji albo pogłosek, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd w zakresie instrumentów finansowych”. Następnie pod lit. a i b zawarte są w tym przepisie dalsze reguły, które dotyczą osobno dziennikarzy (lit. a) oraz innych osób (lit. b). Przytoczony przepis ma swój pierwowzór w art. 1 pkt 2 lit. c dyrektywy o nadużyciach, w którym za manipulację uznaje się „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 (...)”.

Artykuł 39 ust. 2 pkt 4 u.o.i.f. opisuje typ manipulacji opartej na informacji. Znaczenie użytych w nim pojęć nie jest oczywiste, wypada więc nieco bliżej się im przyjrzeć.

#### 3.4.1. ROZPOWSZECHNIANIE FAŁSZYWYCH LUB NIERZETELNYCH INFORMACJI LUB POGŁOSEK

Przez rozpowszechnianie informacji należy rozumieć wysyłanie do innych osób określonych komunikatów. Ma ono następować przy użyciu środków masowego przekazu lub w inny sposób. Na gruncie analizowanego przepisu przez środki masowego przekazu rozumieć trzeba wszelkie środki komunikacji pozwalające na dotarcie do znacznej liczby osób. W grę wchodzi tu przede wszystkim media, takie jak prasa, telewizja, radio oraz — jak ustawodawca sam wyraźnie wskazał — internet. Wydaje się jednak, że to ostatnie medium musi zostać użyte w taki

---

*Wykładnia prawa krajowego zgodnie z prawem Wspólnot Europejskich (w:) Implementacja prawa integracji europejskiej w krajowych porządkach prawnych, pod red. C. Mika, Toruń 1998, s. 146–147.*

sposób, aby wysłany za jego pomocą komunikat mógł dotrzeć do znacznej liczby osób, czyli w formie środka masowego przekazu. Ten warunek spełnia przede wszystkim zamieszczenie określonych treści na stronie internetowej lub rozesłanie ich przez pocztę elektroniczną jako tzw. spam. Wysłanie pojedynczego maila zaadresowanego do jednej osoby należy uznać za niewystarczające. Rozpowszechnianie informacji „w inny sposób” oznacza rozpowszechnianie ich poza środkami masowego przekazu. Wchodzi tu w rachubę przekazywanie komunikatów na wszelkie możliwe sposoby, także ujawniające ich treść jedynie w dorozumiany sposób.

Przedmiotem rozpowszechniania mają być fałszywe lub nierzetelne informacje albo pogłoski. Termin „pogłoska” zawiera się w pojęciu informacji. Wydaje się, że ustawodawca użył go w celu wyraźnego objęcia zakresem omawianego przepisu komunikatu przekazywanego w formie pogłoski, czyli informacji, która jest podana w sposób wskazujący, że nie jest ona do końca sprawdzona i pewna. W dalszych rozważaniach, gdy będzie mowa o informacjach, należy przez to rozumieć również pogłoski.

Informacje są fałszywe, jeśli są obiektywnie niezgodne z rzeczywistością. Informacje są nierzetelne, jeśli zawarte w nich twierdzenia i oceny są bezpodstawne i nieuzasadnione. Należy w tym miejscu nadmienić, że w odniesieniu do rekomendacji standardy rzetelności, jakim mają one odpowiadać, zostały określone w art. 42 ust. 1 u.o.i.f. Samo zaś pojęcie rekomendacji doprecyzowane zostało w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców<sup>105</sup>, wydanym na podstawie art. 42 ust. 2 u.o.i.f. W akcie tym wskazano również szczegółowo warunki, jakim rekomendacje powinny odpowiadać.

Stwierdzenie, że dana informacja jest nieprawdziwa lub nierzetelna, wymaga oczywiście określenia jej treści, czyli dokonania jej interpretacji. Wydaje się, że powinna ona być zobiektywizowana, czyli następować z punktu widzenia typowej, przeciętnej osoby należącej do kręgu adresatów danej informacji<sup>106</sup>.

Fałszywe lub nierzetelne informacje mają wprowadzać lub móc wprowadzać w błąd w zakresie instrumentów finansowych. Jak już wspomniano, błędem jest niezgodność pomiędzy obiektywną rzeczywistością a jej odbiciem w świadomości człowieka<sup>107</sup>. Nie jest bezproblemowe ustalenie, jakich okoliczności ma on dotyczyć, aby był błędem w „zakresie instrumentów finansowych”. Wskazane wydaje się tu teleologiczne podejście. Stosownie do niego należy uznać, że przedmiotem błędu w zakresie instrumentów finansowych mogą być wszelkie okoliczności mające istotne znaczenie dla wyceny tych walorów. Ocena, jakie okoliczności są rzeczywi-

---

<sup>105</sup> Dz.U. Nr 206, poz. 1715.

<sup>106</sup> Stanowisko to jest zainspirowane poglądami wyrażanymi na gruncie doktryny niemieckiej — zob. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 242–244; S. Mock, A. Stoll, T. Eufinger (w:) *Kölner Kommentar...*, *op. cit.*, s. 690.

<sup>107</sup> Por. wyżej, pkt 3.1.2.



ście istotne dla oceny wartości instrumentów finansowych, powinna następować z punktu widzenia rozsądnego (racjonalnego) inwestora<sup>108</sup>. Wszelkie uwarunkowania, które taki modelowy inwestor wziąłby pod uwagę przy podejmowaniu decyzji co do nabycia bądź zbycia określonych instrumentów finansowych, w sytuacji rynkowej istniejącej w momencie rozpowszechniania przedmiotowych informacji (ocena *ex ante*), należy uznać za istotne dla wyceny tych instrumentów.

Przesłankę wprowadzania lub możliwości wprowadzenia w błąd należy rozpatrywać łącznie. Oznacza to, że fałszywe lub nierzetelne informacje nie muszą nikogo faktycznie wprowadzić w błąd, wystarczające jest, gdy mają do tego odpowiedni potencjał. Wydaje się, że potencjał ten należy, na gruncie omawianego przepisu, oceniać w odniesieniu do osób, które są adresatami danej informacji. Powinna to być ocena zobiektywizowana, posługująca się modelem typowej, przeciętnej osoby znajdującej się w kręgu adresatów określonej informacji.

Niektórzy są skłonni twierdzić, że ocena potencjału wprowadzenia w błąd ma następować za pomocą wspomnianego wyżej modelu rozsądnego (racjonalnego) inwestora<sup>109</sup>. Jest to nieuzasadnione z tego względu, że w omawianym przepisie jest mowa o pogłoskach, których rozsądny inwestor co do zasady w ogóle nie powinien brać pod uwagę<sup>110</sup>. Co za tym idzie, nie mogłyby go one wprowadzić w błąd. Ustawodawca postanowił jednak uznać również rozpowszechnianie nierzetelnych lub fałszywych pogłosek za manipulację. Oznacza to, iż przyjmuje on, że tego typu pogłoski mogą niejednokrotnie wprowadzić inwestorów w błąd. Konsekwencją tego jest objęcie rynku ochroną także przed rozpowszechnianiem przedmiotowych pogłosek. Ponadto odwołanie się do modelu typowego adresata danej informacji jest miarą bardziej elastyczną, która lepiej koresponduje z rzeczywistością. Za pomocą innej miary należy wszakże oceniać potencjał wprowadzenia w błąd w odniesieniu do informacji skierowanych wyłącznie do zamkniętego kręgu profesjonalnych inwestorów, a innej w odniesieniu do ogółu drobnych inwestorów.

Przyjąwszy powyżej zaproponowaną wykładnię analizowanego przepisu, można stwierdzić, że rozpowszechniane fałszywe lub nierzetelne informacje dotyczyć mogą nie tylko bezpośrednio, lecz także jedynie pośrednio instrumentów finansowych. Co do zasady, relewantne z punktu widzenia omawianej regulacji będą informacje, które mają cechy opisane w definicji informacji poufnej zawartej w art. 154 u.o.i.f. Zazwyczaj istotne będą też informacje, które emitenci papierów wartościowych są zobligowani ujawniać w ramach tzw. informacji bieżących i okresowych (art. 56 ust. 1 pkt 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz

<sup>108</sup> Co do modelu racjonalnego inwestora zob. wyżej, pkt 3.1.2.

<sup>109</sup> I. Pieczyńska-Czerny, P.K. Grabowski: *Dyrektywa Market Abuse w krajowym porządku prawnym...*, *op. cit.*, s. 46.

<sup>110</sup> Por. K. Oplustil, P.M. Wiórek: *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym* (cz. 1), *Prawo Spółek* 2005, nr 2, s. 3–4.

o spółkach publicznych)<sup>111</sup>. Jakiego rodzaju są to informacje, określa bliżej rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim<sup>112</sup>. Relewantne mogą być jednak także bardziej ogólne informacje dotyczące na przykład danych makroekonomicznych, jak stopa inflacji, stopy wzrostu PKB lub decyzji banku centralnego odnoszących się do stóp procentowych. W rachubę wchodzić mogą nawet wiadomości o decyzjach politycznych dotyczących na przykład określonego sektora gospodarki<sup>113</sup>.

Przedmiotowe informacje zawarte mogą być między innymi w prospektach i memorandach informacyjnych, raportach bieżących i okresowych, różnego rodzaju materiałach reklamowych i promocyjnych, rekomendacjach, opiniach oraz zaleceniach dotyczących instrumentów finansowych. W grę potencjalnie wchodzi jednak również inne, nawet nieodnoszące się wprost do instrumentów finansowych, materiały.

### 3.4.2. REGUŁY DOTYCZĄCE DZIENNIKARZY

W art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. a zawarto dalsze reguły dotyczące dziennikarzy. Zgodnie z nimi opisane powyżej działania stanowią manipulację, w przypadku dokonania ich przez dziennikarza, „jeśli nie działał z zachowaniem należytej staranności zawodowej albo jeśli uzyskał z rozpowszechniania takich informacji bezpośrednią lub pośrednią korzyść majątkową lub osobistą dla siebie lub innej osoby, nawet działając z zachowaniem tej staranności”. Podstawą tej regulacji jest art. 1 pkt 2 lit. c zd. 2 dyrektywy o nadużyciach, który stanowi, że „w odniesieniu do dziennikarzy działających w ramach swoich obowiązków zawodowych takie rozpowszechnianie informacji [opisane wyżej w tekście dyrektywy] ocenia się (...), uwzględniając zasady regulujące wykonywanie tego zawodu, chyba że osoby te osiągają bezpośrednio lub pośrednio korzyści lub zyski z upowszechniania przedmiotowych informacji”.

Zgodnie z art. 7 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 26 stycznia 1984 r. Prawo prasowe<sup>114</sup>: „dziennikarzem jest osoba zajmująca się redagowaniem, tworzeniem lub przygotowywaniem materiałów prasowych, pozostająca w stosunku pracy z redakcją albo zajmująca się taką działalnością na rzecz i z upoważnienia redakcji”<sup>115</sup>. Na gruncie

---

<sup>111</sup> T.j. Dz.U. z 2009 r. Nr 185 poz. 1439 ze zm.; dalej: u.o.p.

<sup>112</sup> Dz.U. Nr 33, poz. 259 ze zm.

<sup>113</sup> Por. uwagi odnoszące się do informacji poufnych, ale dające się przenieść na grunt manipulacji opartej na informacji: K. Oplustil, P.M. Wiórek: *Europejskie i polskie regulacje...*, op. cit., nr 2, s. 4.

<sup>114</sup> Dz.U. Nr 5, poz. 24 ze zm.; dalej: pr. pras.

<sup>115</sup> Stosownie do art. 7 ust. 2 pkt 8 pr. pras.: „redakcją jest jednostka organizująca proces przygotowywania (zbierania, oceniania i opracowywania) materiałów do publikacji w prasie”. Zgodnie zaś z art. 7 ust. 2 pkt 1

omawianej regulacji, stosownie do treści art. 1 pkt 2 lit. c zd. 2 dyrektywy o nadużyciach, za dziennikarza uważać należy osobę wskazaną w przytoczonym przepisie prawa prasowego, jednak tylko wtedy, gdy działa ona w ramach swoich obowiązków zawodowych.

Jeżeli dziennikarz rozpowszechnia fałszywe lub nierzetelne informacje lub pogłoski, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd w zakresie instrumentów finansowych, ale działa przy tym z zachowaniem należytej staranności zawodowej, to jego czynu nie uważa się za manipulację. Wzorzec należytej staranności zawodowej dziennikarza jest zawarty w art. 12 ust. 1 pkt 1 pr. pras., zgodnie z którym dziennikarz jest obowiązany „zachować szczególną staranność i rzetelność przy zbieraniu i wykorzystaniu materiałów prasowych, zwłaszcza sprawdzić zgodność z prawdą uzyskanych wiadomości lub podać ich źródło”. Nie ma w niniejszym opracowaniu miejsca na bliższe omówienie standardów staranności dziennikarskiej, pozostaje więc w tym zakresie odesłać do literatury zajmującej się tą materią.

Mimo zachowania przez dziennikarza należytej staranności, rozpowszechnianie przez niego przedmiotowych informacji i pogłosek stanowić będzie manipulację, jeśli uzyskał on z rozpowszechniania tych informacji bezpośrednią lub pośrednią korzyść majątkową lub osobistą dla siebie lub innej osoby.

Wspólną cechą korzyści zarówno majątkowych, jak i niemajątkowych jest zdolność do zaspokajania potrzeb ludzkich<sup>116</sup>. Przez pojęcie korzyści majątkowej rozumie się w doktrynie prawa karnego zwiększenie aktywów lub zmniejszenie pasywów majątkowych, czyli każde przysporzenie majątku lub uniknięcie strat albo zmniejszenie obciążeń<sup>117</sup>. Tego typu funkcjonalna wykładnia tego pojęcia jest odpowiednia również na gruncie omawianego przepisu. Inne korzyści, które nie mają wartości ekonomicznej, czyli te, które nie są przeliczalne na pieniądze, uznaje się za korzyści osobiste<sup>118</sup>.

Przez pojęcie „innej osoby” należy rozumieć nie tylko osoby fizyczne, lecz także osoby prawne i jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej<sup>119</sup>.

W pewnym zakresie trzeba dokonać jednak redukcji teleologicznej omawianego przepisu i uznać, że chodzi w nim tylko o korzyść majątkową uzyskaną z tej

---

pr. pras.: „prasa oznacza publikacje periodyczne, które nie tworzą zamkniętej, jednorodnej całości, ukazujące się nie rzadziej niż raz do roku, opatrzone stałym tytułem albo nazwą, numerem bieżącym i datą, a w szczególności: dzienniki i czasopisma, serwisy agencyjne, stałe przekazy teleksowe, biuletyny, programy radiowe i telewizyjne oraz kroniki filmowe; prasą są także wszelkie istniejące i powstające w wyniku postępu technicznego środki masowego przekazywania, w tym także rozgłośnie oraz tele- i radiowęzły zakładowe, upowszechniające publikacje periodyczne za pomocą druku, wizji, fonii lub innej techniki rozpowszechniania; prasa obejmuje również zespoły ludzi i poszczególne osoby zajmujące się działalnością dziennikarską”. Materiałem prasowym jest z kolei, stosownie do art. 7 ust. 2 pkt 4 pr. pras., „każdy opublikowany lub przekazany do opublikowania w prasie tekst albo obraz o charakterze informacyjnym, publicystycznym, dokumentalnym lub innym, niezależnie od środków przekazu, rodzaju, formy, przeznaczenia czy autorstwa”.

<sup>116</sup> J. Majewski (w:) *Kodeks karny. Część ogólna*, t. 1, *op. cit.*, s. 1182.

<sup>117</sup> *Ibidem*, s. 1184.

<sup>118</sup> *Ibidem*, s. 1182–1183.

<sup>119</sup> *Ibidem*, s. 1182.

przyczyny, że rozpowszechnione informacje miały określoną treść, a nie że w ogóle zostały rozpowszechnione. W przeciwnym razie prawie zawsze mielibyśmy do czynienia z sytuacją, w której dziennikarz uzyskuje z rozpowszechniania przedmiotowych informacji korzyści. Co do zasady, działa on bowiem w ramach wykonywanej pracy zawodowej, za którą otrzymuje wynagrodzenie, a zatem uzyskuje korzyść majątkową. W analizowanym przepisie chodzi jednak o inną korzyść, a mianowicie taką, która wykracza poza zwykłe wynagrodzenie związane ze świadczeniem codziennej pracy. Owa korzyść ma wynikać wprost z faktu, że dziennikarz rozpowszechnił informacje, które są fałszywe lub nierzetelne i mogą wprowadzać w błąd w zakresie instrumentów finansowych.

Nie sposób wyliczyć tu nawet drobnego ułamka konkretnych postaci, jakie mogą przybierać korzyści majątkowe i osobiste z rozpowszechniania fałszywych lub nierzetelnych informacji oraz sposobów, w jakie mogą one zostać osiągnięte. Sztandarowym przykładem w odniesieniu do manipulacji opartej na informacji jest oczywiście uzyskanie korzyści majątkowej, która wynika z wpływu rozpowszechnianych informacji na poziom ceny instrumentów finansowych, co do których zajmuje się na rynku określone pozycje.

Za dokonanie manipulacji w postaci opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. a u.o.i.f. grozi sankcja karna przewidziana w art. 183 ust. 1 u.o.i.f. Omawiany czyn zabroniony składa się zatem na strukturę przestępstwa. Ponieważ do jego popełnienia nie jest konieczne wywołanie przez rozpowszechnianie przedmiotowych informacji lub pogłosek jakichś konkretnych skutków dających się odróżnić od samego rozpowszechniania tego typu informacji, jest to co do zasady przestępstwo formalne (bezsuktywne). Należy jednak zauważyć, że jeśli dziennikarz działa z zachowaniem należytej staranności zawodowej, to w takim przypadku popełni manipulację w omawianej tutaj postaci tylko, jeśli rzeczywiście nastąpi pewien skutek, a mianowicie jeśli uzyska on z rozpowszechniania przedmiotowych informacji, dla siebie lub innej osoby, korzyść majątkową lub osobistą<sup>120</sup>.

Omawiany przepis nie ustanawia żadnych specjalnych reguł odnoszących się do strony podmiotowej. W związku z tym zastosowanie znajduje ogólna zasada zawarta w art. 9 § 1 k.k. Stosownie do niej przedmiotowy czyn zabroniony można popełnić zarówno z zamiarem bezpośrednim, jak i wynikowym (ewentualnym). Sprawca musi więc mieć co najmniej świadomość, że rozpowszechniane przez niego informacje są prawdopodobnie fałszywe lub nierzetelne i mogą wprowadzać w błąd w zakresie instrumentów finansowych oraz godzić się na to wszystko w momencie ich puszczania w obieg. Jeśli pomimo tego uznać, że działa z zachowaniem standardów należytej staranności zawodowej, to musi mieć ponadto świadomość, że jest bardzo prawdopodobne, że rozpowszechnianie przedmiotowych

---

<sup>120</sup> Zwraca na to uwagę także A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku kapitałowego*, op. cit., art. 39, nb 37.

informacji spowoduje osiągnięcie korzyści majątkowej lub osobistej przez niego lub inną osobę oraz godzić się na to.

Sens uregulowania zagadnienia informacji rozpowszechnianych przez dziennikarzy w wyżej zarysowany sposób polega na tym, żeby stworzyć dla nich pewien bezpieczny obszar działalności. Poruszając się poprzez dochowanie należytej staranności zawodowej w jego ramach, nie muszą się oni obawiać, że dopuszczą się manipulacji instrumentem finansowym. Jest to ważne, gdyż w przeciwnym razie dziennikarze mogliby, obawiając się popełnienia przestępstwa, zrezygnować z publikacji wielu potencjalnie ważnych dla rynku informacji. Prowadziłoby to do zmniejszenia dostępności informacji rynkowych, a tym samym negatywnie odbiłoby się na efektywności informacyjnej rynku kapitałowego. Ponadto, bardziej restrykcyjna regulacja omawianej kwestii mogłaby prowadzić do niewspółmiernego ograniczenia praw i wolności konstytucyjnych zawartych w art. 49 (wolność komunikowania się) oraz art. 54 Konstytucji (wolność wyrażania poglądów oraz pozyskiwania i rozpowszechniania informacji). Jednocześnie przyjęto, że w przypadku uzyskiwania korzyści z rozpowszechniania przedmiotowych informacji dziennikarz nie powinien mieć możliwości uniknięcia za to odpowiedzialności przez wskazanie, że dochował należytej staranności zawodowej. Wydaje się, że jest to związane z tym, iż ustawodawca uznał, że w takim przypadku dziennikarz powinien publikować tylko takie informacje, co do których jest pewien, że są prawdziwe i rzetelne.

### 3.4.3. REGUŁY DOTYCZĄCE OSÓB NIEBĘDĄCYCH DZIENNIKARZAMI

W art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. b u.o.i.f. zawarto reguły dotyczące osób niebędących dziennikarzami. Zgodnie z nimi taka osoba dopuszcza się manipulacji w omawianej tutaj postaci tylko wtedy: „jeżeli wiedziała ona lub przy dołożeniu należytej staranności mogła się dowiedzieć, że są to informacje nieprawdziwe lub wprowadzające w błąd”. Przytoczone sformułowanie nie do końca koresponduje z omówioną wyżej pierwszą częścią przedmiotowego przepisu. Zacytowany fragment powinien brzmieć: „jeżeli wiedziała lub przy dołożeniu należytej staranności mogła się dowiedzieć, że są to informacje albo pogłoski fałszywe lub nierzetelne, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd w zakresie instrumentów finansowych”. W ramach wykładni systemowej tak też należy przepis ten odczytywać.

Ustawodawca odwołuje się w omawianym przepisie do abstrakcyjnego wzorca „należytej staranności”. Jest to konstrukcja znana przede wszystkim prawu cywilnemu. W art. 355 § 1 k.c.<sup>121</sup> za należyłą staranność uznaje się staranność ogólnie wymaganą w stosunkach danego rodzaju. Tymi „stosunkami” w odniesieniu do omawianej postaci manipulacji jest oczywiście sytuacja rozpowszechniania infor-

<sup>121</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny, Dz.U. Nr 16, poz. 93 ze zm.

macji, które mogą wpływać na podejmowanie przez inwestorów decyzji w zakresie instrumentów finansowych.

Bazując na dorobku doktryny prawa cywilnego, należy przyjąć, że konkretyzacja obiektywnej miary staranności następuje poprzez odwołanie się do oczekiwań ogólnie podzielanych w społeczeństwie lub danej grupie społecznej, której określony obszar zagadnień w szczególności dotyczy<sup>122</sup>. W omawianym tutaj przypadku są to przede wszystkim oczekiwania inwestorów co do staranności, jaka powinna być dochowywana przy weryfikacji informacji związanych z instrumentami finansowymi. Pełna konkretyzacja wzorca należytej staranności może jednak w rzeczywistości następować tylko z uwzględnieniem okoliczności danego przypadku, czyli *a casu ad casum*<sup>123</sup>. Ustalenie, czy dana osoba dochowała należytej staranności, dokonywane jest poprzez zestawienie jej działań, podjętych w określonych okolicznościach, ze wzorem prawidłowego działania w takich warunkach. Jeśli osoba ta nie dotrzymała standardów, do których zastosowałaby się w danej sytuacji modelowa starannie działająca osoba, oznacza to, że nie dochowała ona należytej staranności<sup>124</sup>.

Za popełnienie manipulacji w formie opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. b u.o.i.f. grozi sankcja administracyjna przewidziana w art. 172 ust. 1 u.o.i.f. Omawiany przepis zawiera zatem opis czynu zabronionego stanowiącego tzw. delikt administracyjny. Ma to kluczowe znaczenie dla ustalenia wymogów dotyczących strony subiektywnej analizowanego typu manipulacji. W stosunku do deliktów administracyjnych nie obowiązują wszakże ogólne zasady dotyczące tego zagadnienia zawarte w kodeksie karnym. Jego przepisy mają bowiem zasadniczo zastosowanie jedynie do czynów zabronionych składających się na strukturę przestępstwa, czyli takich, które zagrożone są sankcją karną.

Odmienne niż w nauce prawa karnego w odniesieniu do przestępstw, w doktrynie prawa administracyjnego nie zostały wypracowane ogólne, powszechnie akceptowane standardy, które dotyczyłyby znamion strony podmiotowej deliktów administracyjnych. W literaturze administratywistycznej problematyka ta jest rozważana w związku z zagadnieniem winy<sup>125</sup>. Szczegółowe omówienie różnych stanowisk dotyczących tej kwestii przekraczałoby znacznie ramy niniejszego opracowania. Co do zasady przyjmuje się, że odpowiedzialność administracyjna ma charakter obiektywny, czyli jest niezależna od zawinienia<sup>126</sup>. Zaznacza się jednak także tendencja do

---

<sup>122</sup> Por. P. Machnikowski (w:) *System prawa prywatnego*, t. 6, *Prawo zobowiązań — część ogólna*, pod red. R. Olejniczaka, Warszawa 2009, s. 414–415.

<sup>123</sup> *Ibidem*, s. 415.

<sup>124</sup> *Ibidem*.

<sup>125</sup> Należy zaznaczyć, że wina zazwyczaj nie jest przy tym rozumiana tak jak w doktrynie prawa karnego.

<sup>126</sup> Zob. D. Szumiło-Kulczycka: *Prawo administracyjno-karne*, Kraków 2004, s. 150; M. Szydło: *Charakter i struktura administracyjnych kar pieniężnych*, *Studia Prawnicze* 2003, z. 4, s. 140; M. Kmiecik: *Sankcje w prawie administracyjnym i procedura ich wymierzania*, Warszawa 2008, s. 226 i n. oraz 262; A. Michór: *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009, s. 50–51; każdorazowo z dalszymi odwołaniami.

przyznawania podmiotowi, który ma być pociągnięty do odpowiedzialności, możliwości przedstawienia pewnych okoliczności ekskulpujących, które zwolniłyby go od sankcji. Zgodnie z poglądem Trybunału Konstytucyjnego: „Obiektywna koncepcja odpowiedzialności cywilnej (także administracyjnej), przypominająca anglosaską koncepcję *strict liability*, nie jest odpowiedzialnością absolutną, tzn. że naruszający przepisy może zwolnić się od odpowiedzialności, jeżeli wykaże, że uczynił wszystko, czego można było od niego rozsądnie wymagać, aby do naruszenia przepisów nie dopuścić”<sup>127, 128</sup>.

W odniesieniu do, będącego tutaj przedmiotem zainteresowania, art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. b u.o.i.f. można stwierdzić, że w sposób pełny opisuje on znamiona zawartego w nim czynu zabronionego. Nie trzeba zatem w jego przypadku odwoływać się dodatkowo do ogólnych zasad dotyczących strony subiektywnej. Jak wskazano, nie do końca zdążyły się one jeszcze z resztą ukształtować. W szczególności bezcelowe byłoby powoływanie się w odniesieniu do tego przepisu na niezawarte w nim, zewnętrzne okoliczności ekskulpujące w formie, w jakiej ujęto je w wyżej przytoczonym wyroku TK. Jest tak z tego względu, że jeśli ktoś wykaże, że „uczynił wszystko, czego można było od niego rozsądnie wymagać, aby do naruszenia przepisów nie dopuścić”, to po prostu będzie to oznaczać, że dochował w takim przypadku należytej staranności. Tym samym zachowanie takiej osoby w ogóle nie wypełni znamion przedmiotowego czynu zabronionego, czyli w ogóle nie dopuści się ona manipulacji w postaci opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. b u.o.i.f.

### 3.5. TRANSAKCJE LUB ZLECENIA ZWIĄZANE Z BŁĘDEM CO DO CENY

W art. 39 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f. stanowi się, że manipulacją jest „składanie zleceń lub zawieranie transakcji przy jednoczesnym wprowadzeniu uczestników rynku w błąd albo wykorzystanie ich błędu co do ceny instrumentów finansowych”. Przepis ten nie ma na pierwszy rzut oka swojego odpowiednika w dyrektywie o nadużyciach. Po bliższej analizie okazuje się, że polski ustawodawca nawiązuje w nim do art. 1 pkt 2 lit. b dyrektywy o nadużyciach, w którym za manipulację uznaje się „zawieranie transakcji lub składanie zleceń przy użyciu fikcyjnych procedur lub innych form oszustw lub podstępów”. Widać to, kiedy zestawia się kolejne przepisy, powiązane z przytoczonymi wyżej. W art. 41 ust. 2 u.o.i.f. wymienione zostają okoliczności, które należy wziąć pod uwagę przy ocenianiu, czy określone typy

<sup>127</sup> Uzasadnienie wyroku TK z dnia 4 lipca 2002 r., P 12/01, OTK ZU 2002, z. 4a, poz. 50.

<sup>128</sup> Na temat rozwoju orzecznictwa TK i NSA w kwestii winy jako przesłanki odpowiedzialności administracyjnej — zob.: D. Szumiło-Kulczycka: *Prawo administracyjno-karne*, op. cit., s. 177–182; M. Szydło: *Charakter i struktura administracyjnych kar pieniężnych*, op. cit., s. 140–146; M. Kmiecik: *Sankcje w prawie administracyjnym i procedura ich wymierzania*, op. cit., s. 226–230.

zachowań podpadają pod kategorię manipulacji opisaną w art. 39 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f. Artykuł 41 ust. 2 u.o.i.f. stanowi tymczasem dość wierną implementację art. 5 dyrektywy 2003/124, w którym to przepisie zawarto listę sygnałów, które mają być pomocne przy ustalaniu, czy określone zachowania stanowią manipulację opisaną właśnie w art. 1 pkt 2 lit. b dyrektywy o nadużyciach. Świadczy to o tym, że polski ustawodawca zamierzał w art. 39 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f. zawrzeć typ manipulacji, który chociaż w części będzie się pokrywał z typem opisanym w art. 1 pkt 2 lit. b dyrektywy o nadużyciach.

Artykuł 39 ust. 2 pkt 5 zawiera w rzeczywistości dwa typy czynów zabronionych. Pierwszy z nich polega na „składaniu zleceń lub zawieraniu transakcji przy jednoczesnym wprowadzeniu innych uczestników rynku w błąd (...) co do ceny instrumentów finansowych”. Drugi polega natomiast na wykorzystaniu takiego błędu u innych uczestników rynku.

### 3.5.1. TRANSAKCJE I ZLECENIA DOKONYWANE PRZY JEDNOCZESNYM WPROWADZENIU INNYCH W BŁĄD

Pojęcie składania zleceń i zawierania transakcji było już powyżej przedmiotem rozważań<sup>129</sup>. Czynności te mają być dokonywane „przy jednoczesnym wprowadzeniu innych uczestników rynku w błąd (...) co do ceny instrumentów finansowych”. Przez innych uczestników rynku należy rozumieć przede wszystkim innych inwestorów oraz osoby organizujące obrót na tym rynku. Muszą oni w czasie, gdy manipulant dokonuje swoich transakcji lub zleceń, znajdować się w wywołanym przez niego błędzie co do ceny instrumentów finansowych.

Błędem<sup>130</sup> co do ceny jest przede wszystkim niezgodne z rzeczywistym stanem rzeczy wyobrażenie co do jej wysokości, na przykład gdy ktoś myśli, że cena sprzedaży danego waloru notowanego na giełdzie wynosi aktualnie 100 zł, podczas gdy wynosi ona naprawdę 120 zł. Wywołanie tego typu błędu jest jednakże niezwykle mało prawdopodobne. W związku z tym omawiany przepis pozbawiony byłby nieomal całkowicie praktycznego znaczenia. Wydaje się jednak, że można o kimś powiedzieć, iż znajduje się w błędzie co do ceny instrumentu finansowego, także wtedy, gdy jest on przekonany, że cena tego instrumentu została ukształtowana w wyniku procesów rynkowych wolnych od manipulacyjnych ingerencji, podczas gdy w rzeczywistości jest ona wynikiem zajścia na rynku manipulacyjnych praktyk. Przez pojęcie tych ostatnich należy tutaj rozumieć wszystkie rodzaje manipulacji zawarte w art. 39 ust. 2 pkt 1, 2, 3, 4, 6, 7, 8 u.o.i.f., czyli wszystkie manipulacyjne praktyki oprócz tej obecnie opisywanej. Zatem, w sytuacji gdy poziom ceny instrumentu finansowego na

---

<sup>129</sup> Zob. wyżej, pkt 3.1.1.

<sup>130</sup> Co do pojęcia błędu zob. wyżej, pkt 3.1.2.



rynku jest ukształtowany przez manipulacje praktyki wymienione wyżej, to o każdym, kto sądzi, że cena ta jest wynikiem procesów rynkowych wolnych od manipulacji, można powiedzieć, iż jest w błędzie co do ceny tego instrumentu finansowego.

Dokonujący manipulacji w omawianej tutaj formie musi wprowadzić innych uczestników rynku w błąd w przedstawionym wyżej rozumieniu. Dochodzi do tego, jeśli udaje mu się wpłynąć na poziom ceny instrumentu finansowego, przy wykorzystaniu którejs z praktyk wskazanych w art. 39 ust. 2 pkt 1, 2, 3, 4, 6, 7, 8 u.o.i.f., w taki sposób, że inni uczestnicy rynku nie dostrzegają, że poziom tej ceny jest wynikiem użycia tych manipulacyjnych praktyk. O tym, że inni uczestnicy rynku zostali w rzeczywistości wprowadzeni w przedmiotowy błąd, świadczyć może przede wszystkim zaistnienie sytuacji, w której dokonują oni transakcji instrumentem finansowym po będącej wynikiem manipulacji, niekorzystnej dla nich cenie.

W omawianym przepisie nie odniesiono się wprost do strony podmiotowej zawartego w nim typu czynu zabronionego. Odwołując się do reguł ogólnych (art. 9 § 1 k.k.), należy uznać, że wystarcza tutaj działanie z zamiarem ewentualnym (wynikowym), czyli gdy sprawca godzi się na to, że składa zlecenia lub zawiera transakcje w sytuacji, gdy najprawdopodobniej wprowadza jednocześnie innych uczestników rynku w błąd co do ceny instrumentów finansowych. W rzeczywistości jednak zazwyczaj manipulant będzie chciał zawrzeć korzystne dla siebie transakcje, aby wykorzystać fakt, że wprowadził innych uczestników rynku w błąd, a zatem będzie działał z premedytacją.

### 3.5.2. WYKORZYSTANIE BŁĘDU

Drugi typ manipulacji opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 5 polega na wykorzystaniu faktu, że inni uczestnicy rynku znajdują się w błędzie co do ceny instrumentów finansowych. Błąd ten należy rozumieć tak samo jak zaprezentowano w poprzednim punkcie.

Ustawodawca nie określa sposobu, w jaki to wykorzystanie ma nastąpić. Wydaje się, że wykorzystanie błędu innych uczestników rynku co do ceny instrumentów finansowych polegać może przede wszystkim na zawieraniu z tymi uczestnikami wyjątkowo korzystnych dla siebie transakcji dotyczących instrumentów finansowych, co do ceny których uczestnicy ci pozostają w błędzie. Działanie takie nie będzie się, wbrew pozorom, zawsze mieściło w opisanym wyżej pierwszym typie czynu zabronionego, zawartym w analizowanym przepisie. Błąd innych można bowiem wykorzystać samemu, wcale go nie wywołując. Poprzez uznanie wykorzystania błędu spowodowanego przez kogoś innego za manipulację, omawiany przepis wydaje się jednak nazbyt rozciągać obszar zabronionych na rynku działań<sup>131</sup>. Dosłowna jego

<sup>131</sup> Do przepisu krytycznie odnosi się także A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku kapitałowego*, op. cit., art. 39, nb 44.

interpretacja powoduje, że ktoś, kto w jakiś sposób dowiedział się o tym, że cena danych instrumentów finansowych jest wynikiem manipulacji, nie powinien zawierać żadnych transakcji dotyczących tych instrumentów, bo może wykorzystać w ten sposób błąd co do ich ceny u swoich kontrahentów. Takie ujęcie wydaje się jednak zbyt krępować swobodę działania na rynku, konieczną dla jego sprawnego funkcjonowania. Należy więc uznać, że wykorzystać błąd innych uczestników rynku może tylko osoba działająca w porozumieniu z manipulantem, którego działania wprowadzają innych w błąd<sup>132</sup>.

Wydaje się, że czyn wykorzystania błędu innych uczestników rynku co do ceny instrumentów finansowych może być popełniony tylko intencjonalnie, czyli z zamiarem bezpośrednim. Wykorzystywać coś można bowiem tylko przez działanie bezpośrednio nakierowane na osiągnięcie korzyści.

### 3.5.3. ZWIĄZEK Z INNYMI TYPAMI MANIPULACJI

Artykuł 39 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f. wykładany w zaprezentowany wyżej sposób jest postacią manipulacji, która jest „nadbudowana” nad wszystkimi pozostałymi typami manipulacji. Do wprowadzenia w błąd co do ceny instrumentu finansowego konieczne jest bowiem użycie którejs z praktyk opisanych w art. 39 ust. 2 pkt 1, 2, 3, 4, 6, 7, 8 u.o.i.f., i to w taki sposób, aby wpłynęło to rzeczywiście na wysokość ceny instrumentów finansowych. Można więc spytać: co daje wprowadzenie tego typu manipulacji, skoro zachowanie jego sprawcy i tak podpada już pod jakiś inny typ manipulacji? Nie zawsze jednak tak jest. Ktoś, kto jedynie wykorzystuje błąd innych uczestników rynku, wcale nie musi przy tym dodatkowo dokonywać jeszcze manipulacji w jakiejś innej formie. Ponadto, art. 39 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f. zyskuje praktyczną doniosłość, gdy ktoś, kto wprowadził innych poprzez zastosowanie praktyki opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. b lub pkt 8 u.o.i.f. w błąd co do ceny instrumentu finansowego, dodatkowo składa zlecenia lub zawiera transakcje w czasie, gdy ci inni uczestnicy rynku są w błędzie, który on wywołał. Ta praktyczna doniosłość wynika z tego, że popełnienie manipulacji w formach opisanych w art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. b i pkt 8 u.o.i.f. zagrożone jest „tylko” sankcją administracyjną (art. 172 ust. 1 u.o.i.f.), podczas gdy dopuszczenie się manipulacji w formie opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f. obostrzone jest sankcją karną (art. 183 ust. 1 u.o.i.f.).

We wspomnianym już na wstępie art. 41 ust. 2 u.o.i.f. wymienione zostają okoliczności, które należy brać pod uwagę przy ocenie, czy jakieś zachowania podpadają pod kategorię manipulacji opisaną w analizowanym tutaj art. 39 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f. Szersze ich omówienie przekraczałoby ramy niniejszego opracowania.

---

<sup>132</sup> Wykorzystanie nieupublicznionej informacji o zajęciu manipulacji na rynku mogłoby stanowić także wykorzystywanie informacji poufnych zakazane na mocy art. 156 ust. 1 w zw. z ust. 4 u.o.i.f. Zagadnienie to leży jednak poza zakresem zainteresowania niniejszego opracowania i nie będzie szerzej rozważane.

Wypada jednak zauważyć, że wynika z niego, iż ustawodawca wiąże omawiane tutaj typy manipulacji przede wszystkim z wprowadzeniem innych uczestników rynku w błąd co do ceny instrumentów finansowych za pomocą zastosowania manipulacji opartej na informacji, czyli z czynami zabronionymi, których dotyczy art. 39 ust. 2 pkt 4 u.o.i.f. Nie wyklucza to jednak związku omawianych tutaj typów manipulacji, opisanych w art. 39 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f., także z innymi jeszcze rodzajami manipulacji, ponieważ katalog zawarty w art. 41 ust. 2 u.o.i.f. ma jedynie przykładowy charakter.

### 3.6. ZAPEWNIANIE KONTROLI NAD POPYTEM LUB PODAŻĄ

Kolejny typ manipulacji zawarty w art. 39 ust. 2 pkt 6 opisany jest jako „zapewnianie kontroli nad popytem lub podażą instrumentu finansowego z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób powodujący bezpośrednio lub pośrednio ustalanie cen nabycia lub zbycia instrumentów finansowych”. Przepis ten jest wzorowany na brzmieniu art. 1 pkt 2 lit. c akapit 2 tiret 1 dyrektywy o nadużyciach, w którym za manipulację uznaje się „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”. Jednak podczas gdy w tekście dyrektywy o nadużyciach ten typ manipulacji podany jest jako przykład praktyki, która podpada pod wymienione wyżej w jej art. 1 pkt 2 lit. a, b, c podstawowe definicje manipulacji, to w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi zapewnianie kontroli nad popytem lub podażą zostało uregulowane jako samodzielny typ czynu zabronionego.

Przedmiotowy przepis opisuje w rzeczywistości dwa typy manipulacji. Pierwszy z nich polega na zapewnianiu „kontroli nad popytem lub podażą instrumentu finansowego z naruszeniem zasad uczciwego obrotu”, a drugi na zapewnianiu tej kontroli „w sposób powodujący bezpośrednio lub pośrednio ustalenie cen nabycia lub zbycia instrumentów finansowych”.

Zapewnienie kontroli nad popytem lub podażą instrumentu finansowego ma miejsce przede wszystkim wtedy, gdy ktoś nabywa tak znaczne pakiety tego instrumentu finansowego, że jest w stanie za ich pomocą wywołać znaczące ruchy jego ceny lub innych powiązanych z nim instrumentów finansowych (przede wszystkim instrumentów od niego pochodnych lub dla niego bazowych). Zapewnienie przedmiotowej kontroli może polegać także na zawarciu porozumienia co do sposobu handlu instrumentami finansowymi, pomiędzy podmiotami posiadającymi znaczne pakiety instrumentów finansowych lub zamierzającymi takie pakiety pozyskać. Tego typu praktyki same w sobie nie są jednak w żadnym wypadku nielegalne. Stają się one niezgodne z prawem dopiero wtedy, gdy pozyskanie kontroli następuje

z „naruszeniem zasad uczciwego obrotu” lub „w sposób powodujący bezpośrednio lub pośrednio ustalenie cen nabycia lub zbycia instrumentów finansowych”.

Pojęcie zasad uczciwego obrotu ma charakter niedookreślony, można mieć wątpliwości, czy użycie tak ogólnego sformułowania w przepisie definiującym zachowania, za które grozi sankcja karna, jest na miejscu. Jak się wydaje, naruszenie zasad uczciwego obrotu przy pozyskiwaniu kontroli nad popytem lub podażą instrumentu finansowego zachodzi przede wszystkim wtedy, gdy działania mające na celu uzyskanie tej kontroli prowadzone są przez kogoś celowo w taki sposób, aby ukryć to przed innymi uczestnikami rynku. Postępowanie takie zaburza transparentność rynku. Do tuszowania pozyskiwania kontroli można na przykład posługiwać się przy nabywaniu instrumentów finansowych figurantami (*warehousing*) lub przechowywać je na cudzych rachunkach papierów wartościowych (*parking*)<sup>133</sup>. Porozumienia co do sposobu handlu znacznymi pakietami instrumentów finansowych będą naruszać zasady uczciwego obrotu, jeśli mają służyć osiągnięciu nadzwyczajnych profitów kosztem innych uczestników rynku. Nie każde porozumienie co do sposobu handlu będzie spełniać te warunki. W niektórych sytuacjach może istnieć uzasadniony interes gospodarczy stron porozumienia do prowadzenia handlu w określony sposób, a jednocześnie porozumienie takie może być dla innych uczestników rynku nieszkodliwe. Jako przykład można podać sytuację, w której posiadacze dużych pakietów akcji chcą się ich pozbyć, gdyż na przykład potrzebują środków na inne inwestycje i umawiają się, że posiadane akcje wyprzedawać będą w małych partiach przez dłuższy czas, aby nie doprowadzić do lawinowego spadku ich ceny nieodzwierciedlającego rzeczywistej sytuacji gospodarczej emitenta tych akcji.

Zapewnienie kontroli nad popytem lub podażą instrumentu finansowego w sposób powodujący bezpośrednio lub pośrednio ustalenie się cen nabycia lub zbycia instrumentów finansowych ma miejsce w przypadku, gdy osoba, która kontrolę taką sobie zapewniła, faktycznie wykorzystuje ją do ustalenia ceny instrumentów finansowych na określonym, pożądanym przez siebie poziomie. Cena, na której poziom osoba ta wpływa, może być przy tym ceną tych instrumentów, nad których popytem lub podażą uzyskała ona kontrolę, lub instrumentów z nimi powiązanych. Przykładami zachowań podpadających pod ten typ manipulacji są przede wszystkim praktyki zwane *cornering* i *squeezing*<sup>134</sup>.

Należy zwrócić uwagę, że przedstawione powyżej dwa warianty manipulacji różnią się od siebie w istotny sposób z punktu widzenia konieczności wywołania przez nie określonego skutku. Pierwszy typ zostaje dokonany już w momencie, gdy manipulantowi udaje się zapewnić kontrolę nad popytem lub podażą instrumentu finansowego z naruszeniem zasad uczciwego obrotu. Dla dokonania drugiego typu

---

<sup>133</sup> Zob. cz. I, pkt 2.2.2.

<sup>134</sup> Zob. cz. I, pkt 2.2.2.

konieczne jest z kolei, aby zapewnienie tej kontroli skutkowało bezpośrednim lub pośrednim ustaleniem się cen nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

Przedmiotowy czyn zabroniony zagrożony jest sankcją karną przewidzianą w art. 183 ust. 1 u.o.i.f. Wydaje się, że zachowania, które wypełniają jego znamiona, mogą być dokonane, choć nie ma o tym wprost mowy w przepisie, tylko z premedytacją — w zaplanowany z góry sposób, a więc jedynie z zamiarem bezpośrednim.

### 3.7. WPROWADZENIE W BŁĄD NA ZAKOŃCZENIE NOTOWAŃ

W art. 39 ust. 2 pkt 7 stanowi się, że manipulacją jest „nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań powodujące wprowadzenie w błąd inwestorów dokonujących czynności na podstawie ceny ustalonej na tym etapie notowań”. Przepis ten jest odpowiednikiem art. 1 pkt 2 lit. c akapit 2 tiret 2 dyrektywy o nadużyciach, w którym uznaje się za manipulację „nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zamknięciu rynku wywołujące efekt wprowadzenia w błąd inwestorów kierujących się ceną zamknięcia”. O ile jednak w dyrektywie o nadużyciach praktykę taką traktuje się jedynie jako przykład zachowania podpadającego pod podstawowe definicje manipulacji zawarte wyżej w art. 1 pkt 2 lit. a, b, c te same dyrektywy, to w art. 39 ust. 7 u.o.i.f. wyróżnia się ją jako samodzielny typ czynu stanowiącego manipulację.

Przez nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych należy rozumieć składanie zleceń kupna lub sprzedaży, względnie zawieranie transakcji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych<sup>135</sup>. Ma ono następować na zakończenie notowań. Chodzi tu o fazę zakończenia notowań na danej sesji. Jest to faza, która bezpośrednio poprzedza ustalenie tzw. kursu zamknięcia. Określenie, w jakim przedziale czasowym ma ona dokładnie miejsce, musi następować w odniesieniu do każdej konkretnej platformy obrotu z osobna. Zależy to bowiem od przyjętego na niej systemu notowań. W tym celu należy zapoznać się z obowiązującymi na tej platformie obrotu regulacjami wewnętrznymi, jak na przykład regulamin obrotu.

Kurs zamknięcia jest szczególnie istotny, gdyż po zakończeniu notowań można jeszcze zazwyczaj przez krótki czas w ramach tzw. dogrywki dokonywać na danej sesji transakcji, jednak tylko po cenie ustalonej właśnie w kursie zamknięcia. Może on być oprócz tego również podstawą do wyliczenia różnego rodzaju istotnych wskaźników rynkowych. Ponieważ opisywany tutaj rodzaj manipulacji odnosi się do okresu zakończenia notowań, podpada on pod kategorię praktyk określanych jako *marking the close*<sup>136</sup>.

<sup>135</sup> Co do tych pojęć zob. wyżej, pkt 3.1.1.

<sup>136</sup> Zob. cz. I, pkt 2.4.

Nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań ma powodować wprowadzenie w błąd inwestorów dokonujących czynności na podstawie ceny ustalonej na tym etapie notowań. Należy przyjąć, choć nie zostało to w przepisie wprost wysłowione, że błąd ten ma dotyczyć właśnie ceny ustalonej na zakończenie notowań. Jak już wyżej wspomiano, wydaje się, że można o kimś orzec, że znajduje się w błędzie co do ceny nie tylko gdy myśli, że jej wysokość jest inna niż w rzeczywistości, lecz także gdy myśli, że powstała ona w wyniku działania procesów rynkowych wolnych od manipulacyjnych ingerencji, podczas gdy w rzeczywistości jest ona wynikiem manipulacyjnych praktyk<sup>137</sup>. Nabywanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań samo w sobie nie jest działalnością manipulacyjną, nie wprowadza więc w błąd co do ceny w powyższym rozumieniu. Może jednak stanowić manipulację, jeśli polega na składaniu zleceń lub zawieraniu transakcji kupna lub sprzedaży, które podpadają pod art. 39 ust. 2 pkt 1, 2 lub 3 u.o.i.f., które są bardziej ogólnymi przepisami odnoszącymi się do składania zleceń i zawierania transakcji<sup>138</sup>. Jeśli manipulantowi uda się faktycznie wpłynąć, w niedostrzeżony przez innych inwestorów sposób, za pomocą wymienionych w art. 39 ust. 2 pkt 1, 2, 3 u.o.i.f. praktyk, na poziom ceny instrumentów finansowych, to można powiedzieć, że wprowadził on innych inwestorów w błąd co do tej ceny. O tym, że inni uczestnicy rynku zostali w rzeczywistości wprowadzeni w przedmiotowy błąd, świadczyć może przede wszystkim zaistnienie sytuacji, w której dokonują oni transakcji instrumentem finansowym po będącej wynikiem manipulacji, niekorzystnej dla nich cenie. Jeśli manipulant wprowadził w przedmiotowy błąd inwestorów poprzez działanie w czasie fazy zakończenia notowań, to jego zachowanie wypełnia w takim wypadku również znamiona omawianego tutaj typu czynu zabronionego.

W świetle powyższej analizy widać, że typy zachowań objęte przez art. 39 ust. 2 pkt 7 u.o.i.f. zabronione są już na podstawie innych, bardziej ogólnych przepisów. Artykuł 39 ust. 2 pkt 7 u.o.i.f. ma więc wartość jedynie przykładową<sup>139</sup>. Podobnie jak uczynił to ustawodawca europejski w odniesieniu do przepisu, którego art. 39 ust. 2 pkt 7 u.o.i.f. jest odpowiednikiem, także polski ustawodawca powinien wyraźnie wskazać na przykładowy charakter tego ostatniego. Brak tego wskazania utrudnia bowiem jego wykładnię i może być mylący. Jeszcze lepszym rozwiązaniem byłoby zaś skreślenie przedmiotowego przepisu i stworzenie zamiast niego dodatkowego punktu w art. 41 ust. 1 u.o.i.f. Należałoby w nim wskazać, że dokonywanie zleceń lub transakcji na zakończenie notowań jest okolicznością,

---

<sup>137</sup> Zob. pkt 3.5.1.

<sup>138</sup> A. Błachnio-Parzych wiąże omawiany tutaj typ manipulacji z postaciami manipulacji opisanymi w art. 39 ust. 2 pkt 1 i 2 u.o.i.f. (w: *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 39, nb 53). Wydaje się jednak, że potencjalnie w grę wchodzić może tutaj także powiązanie z typem manipulacji zawartym w ust. 2 pkt 3 tego przepisu, gdyż również i ten typ opiera się na składaniu zleceń lub zawieraniu transakcji.

<sup>139</sup> Zwraca na to uwagę także A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 39, nb 53.

którą należy brać pod uwagę przy rozważaniu, czy składanie zleceń lub zawieranie transakcji stanowi manipulację, o której mowa w art. 39 ust. 2 pkt 1 i 2 u.o.i.f.

### 3.8. SCALPING

W art. 39 ust. 2 pkt 8 u.o.i.f. stanowi się, że manipulacją jest „uzyskiwanie korzyści majątkowej z wpływu opinii dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów wyrażanych w środkach masowego przekazu w sposób okazjonalny lub regularny, na cenę posiadanych instrumentów finansowych, jeśli nie został publicznie ujawniony w sposób pełny i rzetelny występujący konflikt interesu”. Pierwowzorem tego przepisu jest art. 1 pkt 2 lit. c akapit 2 tiret 3 dyrektywy o nadużyciach, w którym za manipulację uznane zostaje „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 sposób”. Tego rodzaju praktyka jest manipulacją opartą na informacji i określana jest jako *scalping*<sup>140</sup>. Między polskim i europejskim przepisem istnieje jednak pewna istotna różnica. W tekście dyrektywy o nadużyciach przedmiotowy typ manipulacji podany jest jako przykład praktyki, która podpada pod wymienione w niej art. 1 pkt 2 lit. a, b, c podstawowe definicje manipulacji. W art. 39 ust. 2 pkt 8 u.o.i.f. *scalping* został tymczasem uregulowany jako samodzielny typ czynu zabronionego.

Jak już wyżej wskazywano, przez pojęcie korzyści majątkowej należy rozumieć zwiększenie aktywów lub zmniejszenie pasywów majątkowych, czyli każde przysporzenie majątku lub uniknięcie strat albo zmniejszenie obciążeń<sup>141</sup>.

Uzyskanie korzyści majątkowej przez osobę wyrażającą opinie dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów<sup>142</sup> ma być skutkiem wpływu tych opinii na cenę posiadanych przez tę osobę walorów<sup>143</sup>.

Wkładając omawiany przepis celowościowo, trzeba przyjąć, że posiadaczem instrumentów finansowych w jego rozumieniu jest się od momentu dokonania

<sup>140</sup> Zob. cz. I, pkt 2.1.

<sup>141</sup> Zob. wyżej, pkt 3.4.2.

<sup>142</sup> Definicję legalną emitenta zawiera art. 4 pkt 6 u.o.p. Stosownie do tego przepisu emitentem jest podmiot emitujący papiery wartościowe we własnym imieniu.

<sup>143</sup> A. Błachnio–Parzych wskazuje, że użyty w art. 39 ust. 2 pkt 8 u.o.i.f. termin „korzyści” ma obejmować podobnie jak w pkt 4 lit. a tego przepisu korzyści bezpośrednie, pośrednie, majątkowe i osobiste, dla siebie oraz innej osoby (w: *Prawo rynku kapitałowego*, *op. cit.*, art. 39, nb 59). Nie można się z tym zgodzić, gdyż w art. 39 ust. 2 pkt 8 u.o.i.f. wyraźnie jest mowa o „korzyści **majątkowej z wpływu** opinii dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów (...) **na cenę posiadanych instrumentów finansowych** (...)” [wyróżnienie autora].

transakcji ich kupna, nawet jeśli transakcja ta nie wywołała jeszcze skutku rozporządzającego.

Za opinie dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów należy uznać przede wszystkim rekomendacje i zalecenia sugerujące określone działania inwestycyjne. Nie muszą one koniecznie przybierać jakiegoś sformalizowanego charakteru. Należy w tym miejscu nadmienić, że w odniesieniu do rekomendacji standardy rzetelności, jakim mają one odpowiadać, zostały określone w art. 42 ust. 1 u.o.i.f. Samo zaś pojęcie rekomendacji doprecyzowane zostało w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców<sup>144</sup> wydanym na podstawie art. 42 ust. 2 u.o.i.f. W akcie tym wskazano również szczegółowo warunki, jakim rekomendacje powinny odpowiadać, oraz sposób, w jaki powinny być rozpowszechniane.

Przedmiotowe opinie mają być wyrażane w środkach masowego przekazu. Przez pojęcie to należy rozumieć wszelkie media, które nadają się do przekazywania komunikatów do znaczącej grupy osób, jak prasa, telewizja, radio i internet<sup>145</sup>.

Opinie, o których tutaj mowa, mają być ponadto wyrażane w sposób regularny lub okazjonalny. Sugeruje to, że osoba, która wyraża opinię, musi się tym trudnić, choćby robiła to tylko od czasu do czasu i nie stanowiło to jej głównego zajęcia zawodowego. Jednokrotne wyrażenie opinii wydaje się niewystarczające<sup>146</sup>.

Uzyskiwanie korzyści będące skutkiem opisanego wyżej działania jest nielegalną praktyką tylko wtedy, gdy nastąpiło ono w sytuacji, gdy nie został „publicznie ujawniony w sposób pełny i rzetelny występujący konflikt interesu”. Poprzez konflikt interesu należy tutaj rozumieć sytuację, w której osoba wyrażająca opinie dotyczące instrumentów finansowych jest w posiadaniu tych instrumentów, o których wyraża opinie, lub instrumentów z nimi powiązanych (przede wszystkim będących dla nich instrumentem bazowym lub instrumentem od nich pochodnym). Ponadto konfliktem interesów w rozumieniu przedmiotowego przepisu będzie także sytuacja, w której osoba wyrażająca opinię dotyczącą emitenta określonych instrumentów finansowych zajmuje na rynku określone pozycje w stosunku do walorów wyemitowanych przez ten podmiot lub instrumentów z nimi powiązanych.

Konflikt interesu wpływać może na obiektywizm i bezstronność opinii wyrażanych przez osobę, której konflikt taki dotyczy, gdyż opinie te wpłynąć mogą na cenę instrumentu finansowego, który ona posiada. Osoba, której dotyczy konflikt interesu, będzie raczej skłonna przedstawiać tylko takie opinie, które mogą wywrzeć pozytywny wpływ na wartość posiadanych przez nią walorów. W związku z tym

---

<sup>144</sup> Dz.U. Nr 206, poz. 1715.

<sup>145</sup> Por. wyżej, pkt 3.4.1.

<sup>146</sup> Wykładnię tę zdaje się potwierdzać art. 1 pkt 2 lit. c akapit 2 tiret 3 dyrektywy o nadużyciach w polskiej wersji językowej, gdzie mowa o okazjonalnym lub regularnym dostępie do mediów, ale także w wersji angielskiej i niemieckiej, gdzie słowu „okazjonalny” odpowiadają słowa *occasional* (ang.) i *gelegentlich* (niem.), które również nie obejmują jednokrotnego zachowania.



występujący konflikt interesu powinien być ujawniony publicznie w sposób pełny i rzetelny. Osoba wyrażająca opinie jest przy tym zobowiązana ujawnić konflikt interesu, nawet jeśli można uznać je za obiektywne, bezstronne i rzetelne.

Opisywany typ czynu zabronionego charakteryzuje się tym, że dla jego popełnienia konieczne jest wywołanie konkretnych skutków. Wyrażone przez jakąś osobę opinie muszą rzeczywiście wpłynąć na cenę posiadanych przez nią instrumentów finansowych i to w taki sposób, aby osoba ta odniosła z tego korzyść majątkową. Rodzi to problemy z ustaleniem związku przyczynowo–skutkowego między wyrażeniem opinii a korzystną zmianą ceny instrumentów finansowych będących w posiadaniu osoby wyrażającej tę opinię. Do zagadnienia tego można odnieść, *mutatis mutandis*, uwagi przedstawione wyżej w pkt 3.2.2.

Przedmiotowy typ czynu zabronionego stanowi delikt administracyjny, gdyż za jego popełnienie grozi sankcja administracyjna przewidziana w art. 172 ust. 1 u.o.i.f. Jak wspomniano już wyżej, odpowiedzialność za delikty administracyjne jest co do zasady odpowiedzialnością obiektywną<sup>147</sup>. Oznacza to, że osoba, której zachowanie wypełnia znamiona przedmiotowe omawianego tutaj czynu zabronionego, nie musi działać przy tym umyślnie, a mimo to może zostać pociągnięta do odpowiedzialności. Wydaje się jednak, że powinno się tutaj przyjąć możliwość istnienia pewnych okoliczności ekskulpujących (zob. wyżej pkt 3.4.3). Trudno wyobrazić sobie wszakże pociągnięcie do odpowiedzialności za przedmiotowy delikt administracyjny osoby, która nie wiedziała i nie musiała wiedzieć, że jest w posiadaniu instrumentów finansowych, które rekomenduje. Może tak się zdarzyć na przykład w sytuacji, gdy osoba ta dopiero co je odziedziczyła i nie wie jeszcze, że wchodzi one w skład masy spadkowej.

## PODSUMOWANIE I OCENA

Poszczególne typy czynów zabronionych zawarte w art. 39 ust. 2 u.o.i.f. nie dają się łatwo sprowadzić do wspólnego mianownika. Zostały one bowiem unormowane na rozmaite sposoby. Niektóre z nich są zagrożone sankcją administracyjną, stanowią zatem delikty administracyjne (typy opisane w art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. b oraz pkt 8 u.o.i.f.), pozostałe obostrzone są sankcją karną, stanowią więc typy czynów zabronionych składających się na strukturę przestępstw. Ma to kluczowe znaczenie dla określenia znamion strony podmiotowej poszczególnych rodzajów manipulacji. Odpowiedzialność administracyjna ma co do zasady charakter obiektywny. Przestępstwo, w braku innych postanowień ustawowych, może być tymczasem popełnione tylko umyślnie (zob. art. 8 k.k.). Ponadto w stosunku do typów manipulacji zagrożonych sankcją karną trzeba dokonać dalszej dyferencjacji. Niektóre z nich

<sup>147</sup> Zob. wyżej, pkt 3.4.3.

mogą być wszakże popełnione tylko z zamiarem bezpośrednim, niektóre zaś także z zamiarem wynikowym (ewentualnym).

W art. 39 ust. 2 pkt 3 u.o.i.f. jest wprost mowa o zamiarze, co oznacza, że scharakteryzowany w tym przepisie czyn może być popełniony tylko z zamiarem bezpośrednim. W stosunku do pozostałych form manipulacji ustawodawca nie odnosi się *explicite* do ich strony podmiotowej. Zastosowanie do nich znajduje więc ogólna reguła zawarta w art. 9 § 1 k.k. Co do zasady, oznacza to, że czyny te popełnić można zarówno z zamiarem bezpośrednim, jak i wynikowym (ewentualnym). Wydaje się jednak, że niektóre rodzaje manipulacji niejako immanentnie charakteryzują się tym, że wymagają działania intencjonalnego — nastawionego na osiągnięcie określonego naganego celu. Tak jest przede wszystkim w przypadku wykorzystywania błędu innych uczestników rynku co do ceny instrumentu finansowego (art. 39 ust. 2 pkt 5 wariant drugi u.o.i.f.), ale także w przypadku typów manipulacji opisanych w art. 39 ust. 2 pkt 6 u.o.i.f. Szczególnie problematyczny pod tym względem jest typ zawarty w art. 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f. Ustawodawca posłużył się w nim pozornie obiektywnym pojęciem sztucznej (nienaturalnej) ceny. W rzeczywistości jednak pojęcie to należy rozumieć subiektywnie — jako cenę, która ukształtowana została pod wpływem zleceń lub transakcji dokonanych z naganą intencją wpłynięcia na jej poziom. Wynika to z faktu, że brak jest innych, nadających się do praktycznego stosowania, kryteriów pozwalających na uznanie jakiejś ceny za sztuczną.

Popelnienie większości typów manipulacji związane jest wywołaniem przez zachowania manipulanta określonych skutków. Artykuł 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f. wymaga spowodowania sztucznego (nienaturalnego) ustalenia się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych. Dla dokonania manipulacji w postaci opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. a u.o.i.f., przez dziennikarza dochowującego należytej staranności zawodowej, decydujący jest fakt, czy nastąpił skutek polegający na uzyskaniu przez niego dla siebie lub innej osoby korzyści majątkowej lub osobistej. W art. 39 ust. 2 pkt 5 u.o.i.f. można zidentyfikować dwa skutki — pierwszy polega na wprowadzeniu innych uczestników rynku w błąd, a drugi na odniesieniu korzyści wynikających z takiego błędu (wykorzystanie błędu). Wydaje się, że również w art. 39 ust. 2 pkt 6 u.o.i.f. zawiera dwa skutki stanowiące znamiona opisanych w nim typów czynów zabronionych. Pierwszy z nich to zapewnienie sobie kontroli nad popytem lub podażą instrumentu finansowego, a drugi to spowodowanie poprzez pozyskanie takiej kontroli bezpośredniego lub pośredniego ustalenia się cen nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Skutek w postaci wprowadzenia innych inwestorów w błąd stanowi jeden z elementów opisu typu manipulacji, zawartego w art. 39 ust. 2 pkt 7 u.o.i.f. Uzyskanie korzyści majątkowej wynikające z wpłynięcia na cenę posiadanych instrumentów finansowych jest z kolei skutkiem warunkującym dokonanie manipulacji w postaci opisanej w art. 39 ust. 2 pkt 8 u.o.i.f. Niestety, konieczność wywołania przez manipulacyjne zachowanie określonych skutków nie zawsze została w ustawie wyraźnie wyartykułowana.

Pozostałe typy manipulacji nie zawierają wymogu, aby zachowanie manipulant wywołało jakieś konkretne skutki. W ich przypadku wystarczające jest stwierdzenie potencjału spowodowania pewnych negatywnych następstw przez określone działania. Dla typu czynu zabronionego opisanego w art. 39 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f. jest to potencjał wprowadzenia w błąd co do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego. Manipulację opartą na informacji, której dotyczy art. 39 ust. 2 pkt 4 u.o.i.f., charakteryzuje z kolei potencjał wprowadzenia w błąd w zakresie instrumentów finansowych. Pewien swoisty typ manipulacji, o którego dokonaniu przesądza zamiar sprawcy, jest zawarty w art. 39 ust. 2 pkt 3 u.o.i.f. Wydaje się jednak, że i w tym wypadku ustawodawca zabrania opisanego w nim zachowania ze względu na jego potencjał do wprowadzenia innych uczestników rynku w błąd.

Powyższe uwagi dają asumpt do stwierdzenia, że w niektórych przypadkach ustawodawca zdecydował się na zakazanie pewnych kategorii zachowań, które sprowadzają jedynie abstrakcyjne niebezpieczeństwo dla dobra prawnego, jakim jest sprawne funkcjonowanie rynku kapitałowego. Chodzi tu o wskazane wyżej typy manipulacji, które nie muszą wywoływać żadnych szkodliwych skutków, a jedynie mieć ku temu potencjał. Wydaje się, że tego rodzaju ukształtowanie tych typów manipulacji wynika przede wszystkim z faktu, że ułatwia to ich udowodnienie. Nie ma w ich przypadku wszakże konieczności wykazania istnienia związku przyczynowego między określonym zachowaniem a skutkiem, który miało ono wywołać.

Nie można nie zwrócić uwagi na fakt, że poszczególne kategorie manipulacji nie zostały uregulowane w sposób rozłączny, lecz niejednokrotnie ich zakresy się krzyżują. Ponadto, jak się wydaje, znamiona niektórych typów manipulacji da się sensownie wyklądać tylko poprzez powiązanie ich z innymi typami manipulacji. Dotyczy to kategorii manipulacji zawartych w art. 39 ust. 2 pkt 5 oraz pkt 7 u.o.i.f. Występujące na ich gruncie pojęcie „błądu co do ceny” nabiera określonych konturów dopiero poprzez wypełnienie jego treści przez odwołanie się do typów manipulacji opisanych w innych jednostkach redakcyjnych art. 39 ust. 2 u.o.i.f.<sup>148</sup> Wynika to częściowo z faktu, że polski ustawodawca w specyficzny sposób dokonał implementacji niektórych przepisów dyrektywy o nadużyciach. Pewne kategorie praktyk, które w dyrektywie tej występują jedynie jako przykłady zachowań podpadających pod bardziej ogólne definicje manipulacji, uregulował on mianowicie jako samodzielne typy czynów zabronionych. Niestety, rozwiązanie to utrudnia wykładnię i może być mylące.

W uzasadnieniu rządowego projektu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi znajduje się stwierdzenie, iż art. 39 projektu, którego treść jest identyczna z obowiązującym obecnie art. 39 u.o.i.f., „(...) precyzyjnie wskazuje na zachowania, które winny być uznane za manipulację (...)”<sup>149</sup>. Niestety, nie można zgodzić się

<sup>148</sup> Zob. wyżej, pkt 3.5 i 3.7.

<sup>149</sup> Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, druk sejmowy nr 3982 (IV kadencja), s. 9, materiał dostępny na stronie: <http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf>.

z tą opinią. W rzeczywistości wykładnia przepisów definiujących manipulację instrumentem finansowym jest zadaniem złożonym i trudnym. Użyto w nich wielu zwrotów nieostrych i niedookreślonych, które można rozumieć na różne sposoby. Ponadto, jak wspomiano, wzajemny stosunek poszczególnych typów manipulacji nie jest jasny i przejrzysty. Wszystko to powoduje trudności z rozgraniczeniem tego, co na rynku dozwolone, od tego, co zakazane. Taki stan rzeczy nie sprzyja niestety pewności obrotu prawnego na polskim rynku finansowym. Mam nadzieję, że niniejszy artykuł chociaż trochę przyczyni się do poprawy sytuacji w tym zakresie.

KAMIL KORN

THE NOTION OF MANIPULATION IN A FINANCIAL INSTRUMENT  
— PART II

S u m m a r y

The first part of the paper discussed the market manipulation as an economic phenomenon regulated by law. The second part consists in the analysis of Article 39(2) of the Polish Act on Trading in Financial Instruments that provides for a definition of a market manipulation relating to financial instruments. This regulation is a complicated one and contains several unclear terms. Proposals are being made as to how this provision should be constructed together with examples of behaviors that fall into different types of prohibited manipulation. The analysis shows that certain legal definitions of various types of manipulation overlap. Furthermore, some of the definitions can only be understood by referring to the concepts of other types of manipulation (e.g. misleading about the price [Article 39(2)(5)] can be properly interpreted only by referring to definitions of other types of manipulation in Article 39(2)). Although the provision of Article 39 does not accurately express it, such approach appears to be the only acceptable method of interpretation. Those ambiguities result mainly from the way of implementation of the Market Abuse Directive by the Polish legislator. Some types of manipulation included in the Directive only as examples of behaviors falling under the general definition of manipulation are regulated in the Polish law as separate types of manipulation. This is an example of a bad legislative technique. The notion of artificial price provides for another source of controversies (Article 39(2)(2)). At first, it seems to be an objective element of the definition. However, a closer analysis reveals that artificial price should be defined by means of subjective element — the manipulative intent of the trader. Taken as a whole, the definition of manipulation relating to financial instrument contained in Article 39(2) of the Polish Act on Trading in Financial Instruments must be evaluated as inaccurate regulation that result in legal uncertainty.