

Michał Comporek

Zakład Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
Uniwersytet Łódzki

Naruszanie obowiązku informacyjnego przez emitentów papierów wartościowych w świetle sankcji KNF

Streszczenie

Jedną z kompetencji przysługujących Komisji Nadzoru Finansowego jest troska o przejrzystość w zakresie zarządzania spółkami, których akcje są przedmiotem obrotu na Głównym Rynku GPW w Warszawie. Wyraża się ona m.in. poprzez wykonywanie analiz bieżących i okresowych raportów spółek publicznych, działających na rynku regulowanym, a w przypadku wykrycia nieprawidłowości – poprzez przeprowadzanie kontroli i postępowania wyjaśniającego (z ewentualnym uwzględnieniem dalszego postępowania administracyjnego) oraz nakładanie na emitentów papierów wartościowych oraz osoby pełniące w nich funkcje zarządcze stosownych kar za naruszenie prawa.

Zasadniczym celem artykułu jest ilościowa i wartościowa analiza sankcji cywilnoprawnych nakładanych przez KNF na emitentów papierów wartościowych oraz podmioty z nimi powiązane w związku z niewypełnianiem lub nierzetelnym wypełnianiem obowiązku informacyjnego na podstawie przepisów prawa. Badania empiryczne zostały zrealizowane na podstawie danych widniejących na witrynie internetowej PAP i przekazywanych do publicznej wiadomości za pośrednictwem Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI).

Słowa kluczowe: obowiązek informacyjny, Komisja Nadzoru Finansowego, spółki giełdowe
Kody klasyfikacji JEL: K20, M42, M48

1. Wprowadzenie

Rynek regulowany jest tym systemem obrotu instrumentami finansowymi, który zakłada konieczność udostępniania wszystkim inwestorom równego i powszechnego dostępu do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych. Należyte wypełnienie obowiązków informacyjnych przez spółki uczestniczące w zorganizowanym rynku kapitałowym nie powinno być jednak postrzegane tylko i wyłącznie jako wymóg stawiany emitentom papierów wartościowych przez ustawodawcę. Zasadniczym celem udostępniania informacji przez uczestników rynku giełdowego jest dążenie do wyeliminowania asymetrii informacyjnej, prowadzącej zwykle do uprzywilejowania tej części inwestorów, która z racji pełnionych funkcji dysponuje szerszą wiedzą na temat wyników finansowych osiąganych przez spółki giełdowe, planów dotyczących ich fuzji lub przejęć, czy też aktualnego poziomu popytu i podaży na dane instrumenty finansowe, bądź też która bezpośrednio uczestniczy w operacjach obrotu papierami wartościowymi na rynku kapitałowym.

Z punktu widzenia inwestora, bieżące i okresowe raporty publikowane przez emitentów papierów wartościowych przyczyniają się do stworzenia bazy informacyjnej, na podstawie której możliwe staje się dokonanie oceny ich sytuacji finansowej i perspektyw rozwojowych. Z kolei z punktu widzenia emitentów papierów wartościowych, transparentna polityka informacyjna przyczyniać się może do: wzrostu zaufania inwestorów, zmniejszenia kosztu pozyskania kapitału w drodze zwiększania płynności obrotu papierami wartościowymi¹, zmniejszenia kosztów pozyskania finansowania dłużnego (w drodze emisji obligacji), podwyższenia ratingu, zmniejszenia kosztów monitorowania rynku przez inwestorów, a w konsekwencji do sytuacji, w której kurs akcji w jak największym stopniu odzwierciedla sytuację gospodarczą i finansową emitenta².

¹ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 45.

² M. Zaleśkiewicz, *Nowe regulacje dotyczące obowiązków informacyjnych spółek giełdowych*, Departament Nadzoru Obrotu, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015, s. 3.

Wypełnianie obowiązków informacyjnych charakteryzować się powinno prawdziwością, rzetelnością i kompletnością, a także odzwierciedleniem specyfiki opisywanej sytuacji³. W Polsce nadzór nad prawidłowym wypełnianiem obowiązków informacyjnych przez emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (KNF). W jej kompetencjach leży wykonywanie analiz bieżących i okresowych raportów spółek notowanych na Głównym Rynku GPW, a w przypadku wykrycia nieprawidłowości – przeprowadzanie kontroli i postępowania wyjaśniającego oraz nakładanie na emitentów papierów wartościowych i osoby pełniące w nich funkcje zarządcze stosownych kar za naruszenie prawa. Choć odpowiedzialność prawna, związana z obowiązkiem raportowania, może sprowadzać się do odpowiedzialności: administracyjnej, karnej oraz cywilnej, od wielu lat notuje się liczne przykłady potwierdzające nieprzestrzeżenie tychże obostrzeń w praktyce⁴.

Zasadniczym celem artykułu jest ilościowa i wartościowa analiza sankcji cywilnoprawnych nakładanych przez KNF na emitentów papierów wartościowych oraz podmioty z nimi powiązane w związku z niewypełnianiem lub nierzetelnym wypełnianiem obowiązku informacyjnego na podstawie przepisów Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych i Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi w okresie 2008–2016. Przeprowadzone badania uwzględniają zarówno analizę porównawczą w czasie, jak

³ Patrz: Rozdział 1, § 3.1. Rozporządzenia 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.

⁴ Problem nieprzestrzegania zasad związanych z wypełnianiem obowiązku informacyjnego jest szeroko rozpatrywany na niwie zarówno krajowej, jak i zagranicznej literatury przedmiotu. Do najważniejszych pozycji poświęconych opisywanej tematyce zaliczyć należy m.in.: R. Karmel, *Outsider Trading on Confidential Information: A Breach in Search of a Duty*, „BrooklynWorks” 1998, no. 9, s. 83–133; J.M. Sheffey, *Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem*, „Notre Dame Law Review” 1982, vol. 57(5), s. 755–797; A. Fleischer, R.M. Mundheim, J.C. Murphy, *An Initial Inquiry into the Responsibility to Disclose Market Information*, „University of Pennsylvania Law Review” 1973, no. 121, s. 799–858; F.F. Coulom, *Rule 10b-5 and the Duty to Disclose Market Information: It Takes a Thief*, „St. John's Law Review” 2012, vol. 55, iss. 1, s. 93–123; A.J. VanGetson, *Real-Time Disclosure of Securities Information via the Internet: Real-Time or Not Right Now?*, „Journal of Law, Technology and Policy” 2003, vol. 2, s. 551–571; F.P. Manns Jr., *Duty to Correct: A Suggested Framework*, „Maryland Law Review” 1987, vol. 46, s. 1250–1265; K. Klimczak, *Naruszenia obowiązków informacyjnych przez spółki notowane na New-Connect*, w: *Współczesne uwarunkowania sprawozdawczości i rewizji finansowej*, red. J. Krasodomska, K. Świetla, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2015, s. 227–240.

i analizę zróżnicowania legislacyjnych podstaw wymierzania tychże kar. Badania empiryczne zostały zrealizowane na podstawie danych widniejących na witrynie internetowej Polskiej Agencji Prasowej i przekazywanych do publicznej wiadomości za pośrednictwem Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI).

2. Obowiązek informacyjny spółek notowanych na regulowanym rynku w świetle obowiązującego ustawodawstwa

Do dnia 2 lipca 2016 r. rodzaj, zakres oraz formę informacji przekazywanych przez spółki giełdowe notowane na Głównym Rynku GPW w Warszawie w szczególności określały: 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 (Dz.U. nr 33, poz. 259 z późn. zm.)⁵, ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. nr 184, poz. 1539 z późn. zm.)⁶

⁵ Rozporządzenie regulowało obowiązki informacyjne związane z upublicznianiem raportów bieżących oraz okresowych. Definiowało ono m.in. dokładny katalog informacji, które należało publikować w formie raportów bieżących, i zakres niezbędnych informacji, sprawozdań i oświadczeń, które obowiązkowo wchodziły w skład przekazywanych raportów okresowych: kwartalnych, półrocznych oraz rocznych (jednostkowych i skonsolidowanych – dla wybranych grup emitentów papierów wartościowych).

⁶ Ustawa nakładała wymóg publikowania informacji o ujawnieniu stanu posiadania. Dotyczył on każdego akcjonariusza, który: osiągnął lub przekroczył 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33,33%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej; posiadał co najmniej 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33,33%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, a w wyniku zmniejszenia tego udziału osiągnął odpowiednio 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33,33%, 50%, 75% albo 90% lub mniej ogólnej liczby głosów. Ponadto ustawa nakładała obowiązek informacyjny w związku z przekazywaniem przez emitentów papierów wartościowych wykazu akcjonariuszy uprawnionych do udziału w Walnym Zgromadzeniu, z określeniem liczby akcji i głosów z akcji przysługujących każdemu z nich (przed jego rozpoczęciem) oraz przekazywaniem wykazu akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu, z określeniem liczby głosów przysługujących każdemu z nich z posiadanych akcji i wskazaniem ich procentowego udziału w liczbie głosów na Walnym Zgromadzeniu oraz w ogólnej liczbie głosów (po jego zakończeniu). Warto odnotować, że ustawa definiowała również termin „informacja poufna”. Zgodnie z zapisami ustawy informacją poufną jest – określona w sposób precyzyjny – informacja dotycząca, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim

oraz ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. nr 183, poz. 1538, z późn. zm.)⁷. Zawarte w nich przepisy prawne uwzględniały konieczność udostępniania właścicielom akcji oraz przyszłym inwestorom dostępu do: bieżących informacji na temat emitentów papierów wartościowych, informacji poufnych (rozumianych wg art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) oraz raportów okresowych. Określały one nadto katalog okoliczności, które wymagały stosownych publikacji, jak również ściśle ustalone terminy wypełniania obowiązków informacyjnych. W tym miejscu wskazać należy, że z obowiązków raportowania na gruncie prawa polskiego wywiązywać się muszą nie tylko emitenci papierów wartościowych, lecz także insiderzy rynku kapitałowego, którzy są obowiązani do informowania Komisji Nadzoru Finansowego oraz podmiotu, którego są akcjonariuszami, o wykonanych transakcjach na akcjach⁸.

W dniu 3 lipca 2016 r. we wszystkich krajach członkowskich Unii Europejskiej rozpoczęło się stosowanie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (tzw. rozporządzenie Market Abuse Regulation, MAR)⁹. W Polsce nowelizacja ustaw: o obrocie instrumentami finansowymi i o ofercie publicznej, która ostatecznie dostosowała krajowe przepisy do unijnego rozporządzenia MAR, weszła w życie 6 maja 2017 r.

przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

⁷ Zapisy ustawy odnosiły się do obowiązków związanych z publikowaniem raportów bieżących przez emitentów spółek giełdowych i insiderów rynku giełdowego. Nakładały one konieczność publikacji informacji o transakcjach nabycia lub zbycia wyemitowanych przez nią papierów wartościowych, dokonywanych przez osoby wchodzące w skład organów zarządzających lub nadzorczych emitenta albo będące jego prokurentami i innych osób pełniących funkcje kierownicze, które posiadają stały dostęp do informacji poufnych dotyczących bezpośrednio lub pośrednio tego emitenta oraz kompetencje w zakresie podejmowania decyzji wywierających wpływ na jego rozwój i perspektywy prowadzenia działalności gospodarczej.

⁸ A. Strzelczyk, *Obowiązki informacyjne spółek giełdowych – analiza komunikatów*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 2(34), s. 412.

⁹ Rozporządzenie MAR zostało uchwalone w dniu 16 kwietnia 2014 r., a niektóre jego przepisy weszły w życie w dniu 2 lipca 2014 r., jednakże w odniesieniu do najbardziej istotnych postanowień wprowadzono dwuletnie *vacatio legis*, aby umożliwić emitentom dostosowanie się do działania w zmienionym otoczeniu regulacyjnym. M. Kozicki, *Rozporządzenie MAR (Market Abuse Regulation) i Dyrektywa MAD II (Market Abuse Directive)*, „Alert Prawny” 2016, 6, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/doradztwo-prawne/articles/alerty-prawne/rozporzadzenie-mar-i-dyrektywa-mad.html>, dostęp 31.10.2016.

Tabela 1. Najważniejsze zmiany związane z obowiązkiem informacyjnym spółek giełdowych, wynikające z implementacji rozporządzenia MAR w dniu 3 lipca 2016 r.

Punkt odniesienia	Zakres zmian w regulacjach prawnych
Informacja poufna	<ul style="list-style-type: none"> • Emitenci papierów wartościowych nie mogą stosować przewidzianego w rozporządzeniu Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych katalogu informacji bieżących „gospodarczych”, a swoje raportowanie w tym zakresie muszą oprzeć jedynie na rozporządzeniu MAR, określającym m.in.: <ul style="list-style-type: none"> – obowiązek identyfikacji powstania informacji poufnej, – obowiązek niezwłocznego podania do wiadomości publicznej informacji poufnej, – obowiązek zamieszczenia informacji poufnej w systemie scentralizowanego gromadzenia informacji regulowanych OAM (w stosownych przypadkach), – obowiązek zamieszczenia i utrzymywania przez 5 lat na stronie internetowej informacji poufnej. • Upublicznienie informacji poufnej należy wykonać niezwłocznie. Oznacza to, iż odpadł drugi maksymalny, przewidziany w ustawie o ofercie publicznej, 24-godzinny termin na publikację informacji poufnych
Opóźnienie informacji poufnej	<ul style="list-style-type: none"> • Zmiana przesłanek dopuszczalności opóźnienia publikacji informacji poufnej. Rozporządzenie MAR dopuszcza opóźnienie w przypadku: <ul style="list-style-type: none"> – ryzyka naruszenia prawnie uzasadnionego interesu emitenta; – gdy opóźnienie prawdopodobnie nie wprowadzi w błąd opinii publicznej; – gdy emitent jest w stanie zapewnić poufności informacji (gdy poufność nie może być zagwarantowana – obowiązek publikacji); dotychczas stosowane przepisy umożliwiały opóźnienie w publikacji informacji poufnej w sytuacji, gdy ujawnienie informacji mogłoby naruszyć słuszny interes emitenta i tylko w odniesieniu do określonego czasu. • Brak wskazania przypadków opóźnienia informacji poufnych. • Brak obowiązku uprzedniego poinformowania KNF
Transakcje insiderów	<ul style="list-style-type: none"> • Zmiana zakresu podmiotowego insiderów zobligowanych do upubliczniania informacji o przeprowadzanych transakcjach. Rozporządzenie MAR zalicza do nich: osoby pełniące obowiązki zarządcze oraz osoby blisko związane z osobami pełniącymi obowiązki zarządcze. Ustawodawstwo obowiązujące do dnia 3 lipca 2016 r. do grona insiderów, których dotyczył obowiązek informacyjny, zaliczało: członków zarządu i rady nadzorczej, prokurentów, jak również inne osoby pełniące w strukturze emitenta funkcje kierownicze, które posiadają stały dostęp do informacji poufnych oraz kompetencje w zakresie podejmowania decyzji, wywierających wpływ na jego rozwój i perspektywy prowadzenia działalności gospodarczej
Okresy zamknięte	<ul style="list-style-type: none"> • Emitent może zezwolić na dokonywanie transakcji w trakcie okresu zamkniętego: <ul style="list-style-type: none"> – na podstawie indywidualnych przypadków z powodu istnienia wyjątkowych okoliczności, takich jak poważne trudności finansowe; – z powodu cech danej transakcji, dokonywanej w ramach programu akcji pracowniczych, programów oszczędnościowych, kwalifikacji lub uprawnień do akcji, lub też transakcji, w których korzyść związana z danym papierem wartościowym nie ulega zmianie, lub cech transakcji z nimi związanych
Nadzór KNF	<ul style="list-style-type: none"> • Pod nadzór Komisji Nadzoru Finansowego trafią dodatkowo wszystkie spółki notowane na NewConnect

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Zaleskiewicz, *Nowe regulacje dotyczące obowiązków informacyjnych spółek giełdowych*, Departament Nadzoru Obrotu, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015, s. 19–30.

Z perspektywy spółek giełdowych, rozporządzenie MAR reguluje obowiązki związane z przekazywaniem informacji poufnych oraz procedurę opóźniania publikacji tych informacji, jak również obowiązki dotyczące prowadzenia wykazów osób mających dostęp do informacji poufnych. Zakres raportowania jest przy tym jednaki zarówno dla emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, jak i emitentów papierów wartościowych wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu. W tabeli 1 przedstawiono najważniejsze zmiany związane z obowiązkiem informacyjnym, wynikające z wdrożenia zapisów rozporządzenia MAR w Polsce.

3. Odpowiedzialność prawna grożąca emitentom papierów wartościowych oraz podmiotom powiązanim z tytułu nienależytego wypełniania obowiązków informacyjnych

Jednym z organów czuwających nad bezpieczeństwem uczestników rynku giełdowego jest Komisja Nadzoru Finansowego. Jej rola nadzorcza nad rynkiem finansowym wiąże się z zapewnieniem prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnieniem ochrony interesów uczestników tego rynku¹⁰. Działalność KNF w znacznej mierze ukierunkowana jest na przeciwdziałanie przestępstwom przeciwko rynkowi kapitałowemu. W literaturze przedmiotu do takich zalicza się przede wszystkim¹¹:

- wykorzystywanie informacji wewnętrznych (ang. *insider trading*), polegające na użyciu posiadanej informacji poufnej w celu osiągnięcia korzyści finansowej, na skutek zakupu lub sprzedaży walorów spółki, której ta informacja dotyczy;
- manipulację rynkiem (ang. *manipulation*), będącą czynem przestępczym, polegającym na „stworzeniu iluzji” innym uczestnikom rynku o dalszych możliwościach

¹⁰ Szerzej: http://www.knf.gov.pl/o_nas/komisja/index.html.

¹¹ M. Dusza, *Rynek kapitałowy w Polsce – narodziny, pierwsze dziesięciolecie, perspektywy*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999, za: B. Karaban, *Zjawisko asymetrii informacyjnej i niewiedzy uczestników rynku na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce*, http://www.kapital.edu.pl/pliki/wyroz-nione_prace/B_Karaban-Asymetria_informacyjna_i_niewiedza_uczestnikow_ryнку_KARABAN.pdf, dostęp 31.10.2016.

zmian kursu w celu skłonienia ich do podjęcia decyzji inwestycyjnych korzystnych dla manipulującego;

- uprzedzanie operacji (ang. *front running*), będące techniką polegającą na dokonaniu przez maklera najpierw jego operacji w określonych papierach wartościowych, a dopiero później operacji klienta, która – jak sądzi – ze względu na swoją wielkość spowoduje zmianę notowań rynkowych tego papieru;
- przelewanie (ang. *churning, overtrade, twisting*), polegające na dokonywaniu zbędnych operacji, nieuzasadnionych warunkami rynkowymi, w celu uzyskania prowizji należnej z tytułu obrotu instrumentami finansowymi.

Obowiązujące na podstawie ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi prawo przewiduje zróżnicowane sankcje administracyjnoprawne względem emitentów papierów wartościowych. Mogą one obejmować: kary pieniężne, zawieszenie obrotu lub wykluczenie z obrotu instrumentów finansowych emitenta (sankcje względem emitentów) oraz kary pieniężne (po uprzednim nałożeniu kary na emitenta za rażące naruszenie prawa – sankcje względem członków zarządu emitenta). Ponadto dopuszczona jest możliwość ponoszenia odpowiedzialności prawnej w formie sankcji karnej (zwłaszcza gdy w odniesieniu do istotnych informacji podawane były informacje nieprawdziwe lub informacje prawdziwe były zatajane) oraz odpowiedzialności cywilnej (dotyczącej konieczności naprawienia akcjonariuszom wyrządzonej szkody z tytułu nieprawidłowego wypełniania obowiązków informacyjnych)¹². Implementowane w dniu 3 lipca 2016 r. rozwiązania prawne w związku rozporządzeniem MAR nie definiują wprost wysokości pieniężnych kar administracyjnych nakładanych z tytułu naruszeń obowiązków informacyjnych. Określają one jednak górne granice sankcji, które są znacząco wyższe niż obowiązujące w prawie polskim do dnia wdrożenia omawianego rozporządzenia (tabela 2). Zauważyć jednak trzeba, że brak pełnego dostosowania przepisów krajowych do rozporządzenia MAR powoduje pewne trudności w zakresie interpretacji niektórych przepisów.

¹² Zob. art. 96 pkt 1 oraz art. 101 pkt 1 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej; art. 181 pkt 1, art. 183 pkt 1 oraz art. 183 pkt 2 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Tabela 2. Maksymalna wysokość kar za niewywiązywanie lub nienależyte wywiązywanie się z obowiązków informacyjnych, określona w rozporządzeniu MAR

Charakter naruszonego przepisu	Grożąca sankcja prawna	
	osoby fizyczne	osoby prawne
Obowiązek podania informacji poufnej do publicznej wiadomości	1 mln euro	2,5 mln euro lub 2% obrotów
Obowiązek dotyczący list osób mających dostęp do informacji poufnych	500 tys. euro	1 mln euro
Obowiązek dotyczący transakcji osób pełniących obowiązki zarządcze	500 tys. euro	1 mln euro
Dokonywanie transakcji w trakcie okresu zamkniętego	500 tys. euro	1 mln euro

Źródło: jak pod tab. 1, s. 28.

4. Sankcje nakładane przez KNF w związku z naruszaniem przepisów Ustawy o ofercie publicznej

Z wyników przeprowadzonych badań empirycznych wynika, że w okresie 2008–2016¹³ Komisja Nadzoru Finansowego nałożyła łącznie 207 kar w związku z niewypełnieniem lub nienależytym wypełnieniem obowiązku informacyjnego na podstawie przepisów Ustawy o ofercie publicznej. Sumaryczna wartość omawianych kar wyniosła 42 374 tys. zł (tabela 3), przy czym 37 740 tys. zł stanowiły kary wymierzone względem osób prawnych, zaś 4594 tys. zł to kary nałożone na osoby fizyczne.

W generalnym ujęciu zauważyć należy, że w horyzoncie 2008–2016 KNF za naruszanie przepisów ustawy o ofercie publicznej stosowała zróżnicowane co do wartości kary finansowe. Świadczyć o tym może statystyczne ujęcie rozkładu wartości tychże kar, sporządzone z perspektywy sankcji nakładanych zarówno na osoby fizyczne, jak i na osoby prawne (tabela 4).

¹³ Stan na dzień 31.10.2016.

Tabela 3. Ilościowa oraz wartościowa charakterystyka kar finansowych nakładanych przez KNF z związku z niewywiązywaniem lub nienależytym wywiązywaniem się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o ofercie publicznej w okresie 2008–2016

Lata	Podstawa wymierzenia kary finansowej przez KNF – osoby prawne i osoby fizyczne							
	Naruszenie art. 10, 56 lub 57 ustawy o ofercie publicznej – osoby prawne		Naruszenie art. 10, 56 lub 57 ustawy o ofercie publicznej – osoby fizyczne		Naruszenie art. 69, 70, 72–74 lub 76 ustawy o ofercie publicznej – osoby prawne		Naruszenie art. 69, 70, 72–74 lub 76 ustawy o ofercie publicznej – osoby fizyczne	
	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar
2008	520 000,00	8	94 000,00	3	375 000,00	5	390 000,00	10
2009	1 160 000,00	13	200 000,00	2	240 000,00	7	622 000,00	4
2010	2 470 000,00	17	80 000,00	1	60 000,00	2	410 000,00	4
2011	1 370 000,00	11	495 000,00	7	1 880 000,00	8	502 000,00	7
2012	1 100 000,00	10	140 000,00	4	1 260 000,00	7	70 000,00	2
2013	3 375 000,00	13	145 000,00	3	11 730 000,00	9	331 000,00	3
2014	3 350 000,00	8	165 000,00	3	80 000,00	3	70 000,00	1
2015	1 340 000,00	7	390 000,00	4	2 060 000,00	4	410 000,00	2
2016	5 290 000,00	12	94 000,00	1	120 000,00	2	390 000,00	0
Razem	19 975 000,00	99	1 789 000,00	28	17 805 000,00	47	2 805 000,00	33

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Wykaz kar nałożonych przez KNF – wg naruszeń*, http://bip.knf.gov.pl/?l=/Komisja/050_Kary/kary.html, dostęp 31.10.2016.

Tabela 4. Statystyka rozkładu wartości kar finansowych nakładanych przez KNF z związku z niewywiązywaniem lub nienależytym wywiązywaniem się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o ofercie publicznej w okresie 2008–2016

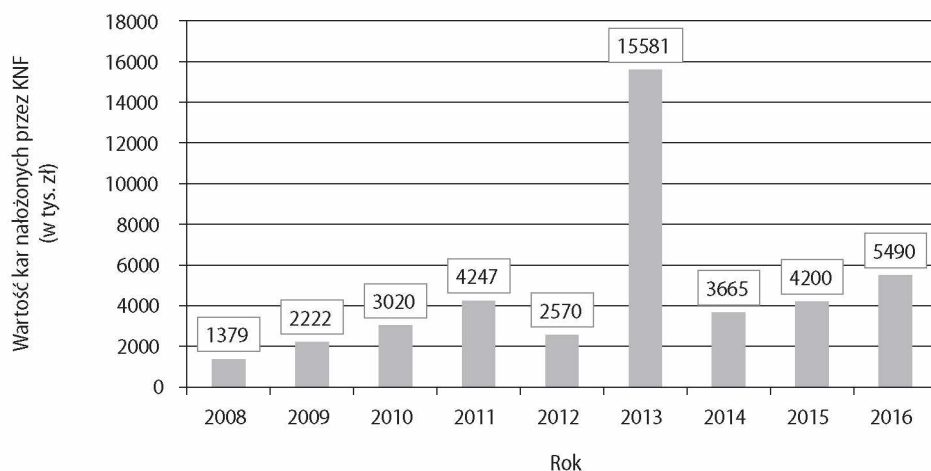
Miara statystyczna	Wartość (w zł)	
	osoby prawne	osoby fizyczne
Średnia arytmetyczna	258 767,12	76 816,67
Mediana	85 000,00	67 500,00
Minimum	10 000,00	1 000,00
Maksimum	5 720 000,00	500 000,00

Źródło: jak pod tab. 3.

Zwrócić należy uwagę na fakt, że najwyższa łączna wartość kar finansowych nałożonych przez KNF za naruszenie przepisów ustawy o ofercie publicznej przypadła na 2013 r. (rysunek 1). Wtedy też ustanowione zostały dwie najwyższe sankcje finansowe w historii polskiego rynku regulowanego za niewypełnianie lub nienależyte wypełnianie obowiązku informacyjnego. Sankcje te tyczyły się następujących podmiotów:

- Platinum Prestige Capital SA – kara w wysokości 5630 tys. zł za trzydziestjednokrotne naruszenie obowiązków informacyjnych, związanych ze znacznymi pakietami akcji spółki PSW Capital SA w okresie październik 2010 r. – grudzień 2012 r.,
- Domu Inwestycyjnego Platinum Capital SA – kara w wysokości 5720 tys. zł za czterdziestokrotne naruszenie obowiązków informacyjnych związanych ze znacznymi pakietami akcji spółki publicznej PSW Capital SA w okresie czerwiec 2010 r. – grudzień 2012 r.

Rysunek 1. Sumaryczna wartość kar finansowych nakładanych przez KNF z związku z niewywiązywaniem lub nienależytym wywiązywaniem się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o ofercie publicznej w poszczególnych latach okresu 2008–2016

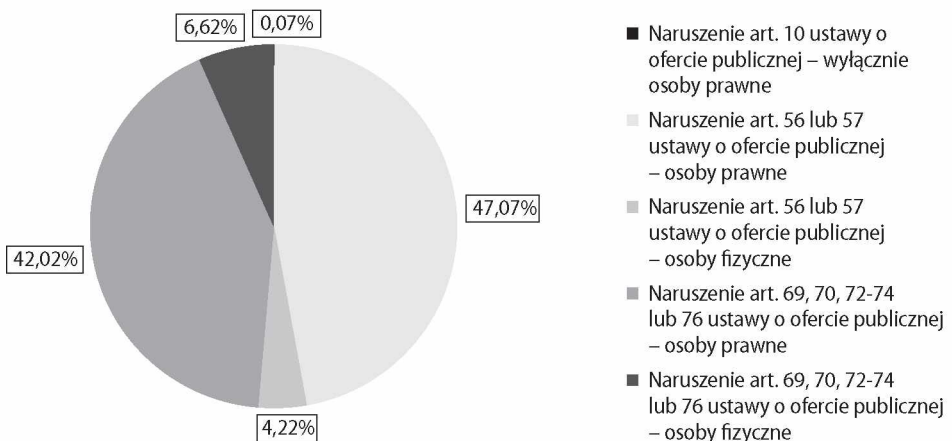


Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wykaz kar nałożonych przez KNF – wg naruszeń, http://bip.knf.gov.pl/?l=/Komisja/050_Kary/kary.html, dostęp 31.10.2016.

Biorąc pod uwagę podstawę prawną wymierzanych przez KNF kar finansowych, zauważyć należy dominację – zarówno pod względem ilościowym, jak

i wartościowym – sankcji nakładanych na emitentów papierów wartościowych i podmioty z nimi powiązane w związku z naruszeniem przepisów dotyczących konieczności równoczesnego przekazywania do: KNF, spółki prowadzącej rynek regulowany oraz publicznej wiadomości informacji poufnych, bieżących bądź okresowych (naruszenie art. 56 ustawy) lub też w związku z nieuzasadnionym prawnie opóźnieniem wykonania obowiązków informacyjnych przez emitenta (naruszenie art. 57 ustawy). Sankcje te stanowiły ponad 47% wartości kar finansowych ogółem, nałożonych przez KNF w horyzoncie 2008–2016 w związku z naruszeniem przepisów ustawy o ofercie publicznej (rysunek 2). Warto jednocześnie dodać, iż ponad 42% wartości wszystkich kar finansowych wymierzonych względem spółek giełdowych i podmiotów z nimi powiązanych stanowiły sankcje za nieprzestrzeganie obowiązku informacyjnego związanego z: ujawnieniem stanu posiadania (art. 69 ustawy), obowiązkiem wykazania akcjonariuszy uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu i akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby głosów na tym zgromadzeniu (art. 70 ustawy) oraz ogłoszeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji danej spółki (art. 72–74, 76 ustawy).

Rysunek 2. Struktura kar finansowych nakładanych przez KNF z związku z niewywiązywaniem lub nienależytym wywiązywaniem się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o ofercie publicznej w okresie 2008–2016 – według charakteru naruszeń



Źródło: jak pod rys. 1.

Dla porządku należy dodać, że poza karami finansowymi ustawodawstwo polskie przyznało KNF dodatkowe narzędzia sankcjonowania emitentów papierów wartościowych, członków ich organów zarządzających, prokurentów emitenta oraz pozostałe osoby pełniące funkcje kierownicze w strukturze organizacyjnej emitenta za niewypełnianie lub nienależyte wypełnianie obowiązku raportowania. Przykładowo, w 2010 r. KNF (poza karą finansową w wysokości 50 tys. zł) ukarała spółkę Techmex SA dodatkowym wykluczeniem papierów wartościowych z obrotu na okres 12 miesięcy¹⁴. Był to jednak ten rodzaj sankcji, który spotkał się z jednorazowym zastosowaniem ze strony KNF w przyjętym okresie odniesienia.

5. Sankcje nakładane przez KNF w związku z naruszaniem przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi

Analiza przeprowadzonych badań empirycznych wykazała, że w okresie 2008–2016 KNF, w związku z łamaniem przepisów dotyczących obowiązku informacyjnego na podstawie artykułów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wymierzyła łączne kary finansowe opiewające na kwotę 2671 tys. zł (tabele 5 i 6). Z punktu widzenia struktury tychże kar, około 75,3% ich wartości (tj. 2011 tys. zł) obejmowało sankcje nałożone na osoby fizyczne, pozostałą zaś część (tj. 660 tys. zł) stanowiły kary finansowe względem osób prawnych. Warto jednocześnie zwrócić uwagę na fakt, że osoby fizyczne były zdecydowanie częściej obarczane wspomnianymi sankcjami (31 przypadków kar) niż osoby prawne (5 przypadków kar).

¹⁴ Spółka Techmex SA została ukarana za nieprzekazanie do publicznej wiadomości informacji poufnej o złożeniu przez syndyka masy upadłościowej zawiadomienia o uzasadnionym podejrzeniu popełnienia przestępstwa i powiadomieniu Krajowej Izby Biegłych Rewidentów w związku z brakiem prawdziwości i rzetelności danych finansowych zawartych w sprawozdaniach finansowych opublikowanych przez spółkę przed ogłoszeniem jej upadłości, polegającym w szczególności na kilkukrotnym zawyżeniu wyniku finansowego wskazanego w sprawozdaniu finansowym sporządzonym przez zarząd spółki na dzień 30 września 2009 r.

Tabela 5. Ilościowa oraz wartościowa charakterystyka kar finansowych nakładanych na osoby prawne przez KNF z związku z niewywiązywaniem lub nienależytym wywiązywaniem się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi w okresie 2008–2016

Rok	Podstawa wymierzenia kary finansowej przez KNF – osoby prawne							
	Naruszenie art. 24 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi		Naruszenie art. 107 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi		Naruszenie art. 160 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi		Naruszenie art. 167 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi	
	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar
2008	–	–	–	–	–	–	–	–
2009	–	–	–	–	–	–	–	–
2010	–	–	–	–	–	–	–	–
2011	–	–	–	–	10 000,00	1	–	–
2012	–	–	–	–	–	–	150 000,00	1
2013	–	–	–	–	–	–	–	–
2014	–	–	70 000,00	1	–	–	–	–
2015	–	–	–	–	400 000,00	1	–	–
2016	30 000,00	1	–	–	–	–	–	–
Razem	30 000,00	1	70 000,00	1	410 000,00	2	150 000,00	1

Źródło: jak pod tab. 3.

Należy również zauważyć, że ze statystycznego punktu widzenia wartość kar nakładanych przez KNF w związku z naruszeniem obowiązku raportowania na podstawie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi była relatywnie niższa niż wartość kar wymierzanych za niewywiązywanie lub nienależyte wywiązywanie się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o ofercie publicznej (tabela 7). Na podstawie średnich 9-letnich wartości sankcji finansowych nakładanych na osoby prawne w związku z nieprzestrzeganiem artykułów ustawy o obrocie można orzec, że stosowane względem wskazanych podmiotów kary były dwukrotnie niższe od przeciętnych kar nakładanych za naruszenie obowiązków informacyjnych wynikających z ustawy o ofercie publicznej. Z punktu widzenia osób fizycznych różnice te nie są już tak widoczne.

Tabela 6. Ilościowa oraz wartościowa charakterystyka kar finansowych nakładanych na osoby fizyczne przez KNF z związku z niewywiązywaniem lub nienależytym wywiązywaniem się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi w okresie 2008–2016

Rok	Podstawa wymierzenia kary finansowej przez KNF – osoby fizyczne							
	Naruszenie art. 39 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi		Naruszenie art. 159 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi		Naruszenie art. 160 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi		Naruszenie art. 106 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi	
	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar	Wartość nałożonych kar (w zł)	Liczba kar
2008	–	–	136 000,00	6	24 000,00	9	30 000,00	1
2009	300 000,00	2	1 000,00	1	–	–	–	–
2010	100 000,00	1	–	–	–	–	–	–
2011	300 000,00	2	–	–	–	–	–	–
2012	–	–	110 000,00	2	–	–	–	–
2013	150 000,00	1	–	–	–	–	–	–
2014	–	–	–	–	–	–	–	–
2015	560 000,00	4	200 000,00	1	–	–	–	–
2016	–	–	100 000,00	1	–	–	–	–
Razem	1 410 000,00	10	547 000,00	11	24 000,00	9	30 000,00	1

Źródło: jak pod tab. 3.

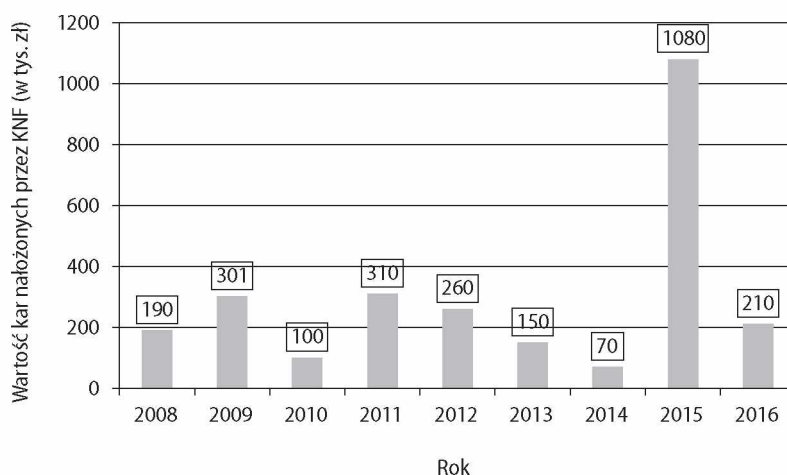
Tabela 7. Statystyka rozkładu wartości kar finansowych nakładanych przez KNF z związku z niewywiązywaniem lub nienależytym wywiązywaniem się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi w okresie 2008–2016

Miara statystyczna	Wartość (w zł)	
	Osoby prawne	Osoby fizyczne
Średnia arytmetyczna	127 500,00	64 870,97
Mediana	50 000,00	20 000,00
Minimum	10 000,00	1 000,00
Maksimum	400 000,00	200 000,00

Źródło: jak pod tab. 3.

Przeciętna wartość kar finansowych nakładanych przez KNF wyraźnie różniowała się z perspektywy poszczególnych lat rozpatrywanego okresu odniesienia (rysunek 3). Była ona najwyższa w 2015 roku, kiedy to osiągnęła pułap 1080 tys. zł, zaś najniższa w 2014 roku (70 tys. zł).

Rysunek 3. Sumaryczna wartość kar finansowych nakładanych przez KNF z związku z niewywiązywaniem lub nienależytym wywiązywaniem się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi w poszczególnych latach okresu 2008–2016

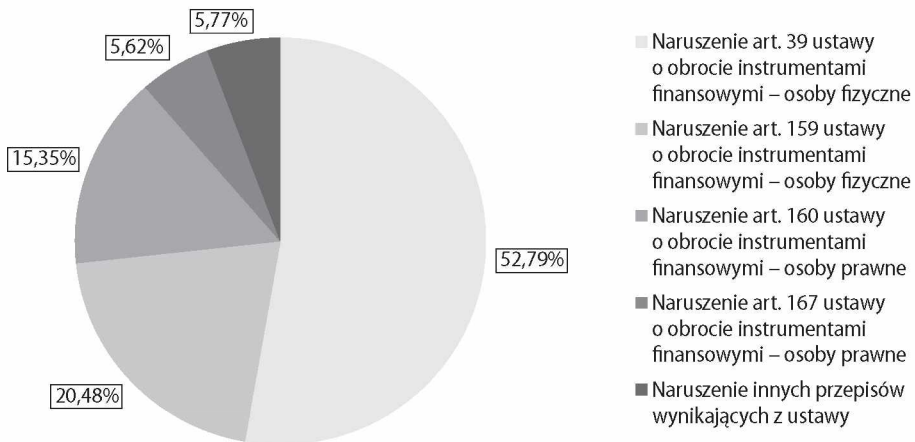


Źródło: jak pod rys. 1.

Nawiązując do prawnych podstaw nakładanych kar finansowych (w odniesieniu do naruszeń poszczególnych artykułów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) można orzec, że z wartościowego punktu widzenia emitenci papierów wartościowych oraz podmioty z nimi powiązane w rozpatrywanym horyzoncie badawczym byli najdotkliwiej sankcjonowani za manipulacje instrumentami finansowymi (art. 39 ustawy), w formie rozpowszechniania nierzetelnych informacji dotyczących poszczególnych podmiotów giełdowych. Kary te stanowiły ponad 52% ogółu sankcji finansowych nałożonych przez KNF za naruszenie przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych opisanych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi (rysunek 4). Około 20% łącznej wartości wymierzonych kar dotyczyło złamania zakazu dokonywania transakcji instrumentami finansowymi w okresach zamkniętych (art. 159 ustawy), co zgodnie ze stanowiskiem KNF mogło prowadzić do osiągnięcia przewagi informacyjnej przez osoby pełniące funkcje publiczne.

Natomiast niewiele ponad 15% wartości omawianych sankcji wiązało się z karami za nieprzekazanie w ustawowym terminie informacji o dokonanych transakcjach akcjami spółki (art. 160 ustawy).

Rysunek 4. Struktura kar finansowych nakładanych przez KNF z związku z niewywiązywaniem lub nienależytym wywiązywaniem się z obowiązków informacyjnych określonych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi w okresie 2008–2016 – według naruszeń



Źródło: jak pod rys. 1.

Należy zaznaczyć, że na podstawie art. 130 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi KNF może skreślić maklera lub doradcę z listy albo zawiesić jego uprawnienia do wykonywania zawodu na okres od 3 miesięcy do 2 lat na skutek naruszenia w związku z wykonywaniem zawodu: przepisów prawa lub regulaminów i innych przepisów wewnętrznych, do których przestrzegania makler lub doradca jest zobowiązany, zasad uczciwego obrotu lub też interesów klientów. W odniesieniu do zarzutów nierzetelnego wypełniania obowiązku informacyjnego w horyzoncie 2008–2016, KNF nałożyła na maklerów i doradców giełdowych dziesięć tego typu sankcji. Zostały one bliżej scharakteryzowane w tabeli 8.

Tabela 8. Sankcje nakładane przez KNF z związku z naruszeniem art. 130 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w okresie 2008–2016

Zastosowana sankcja	Charakter przewinienia	Liczba przypadków
Zawieszenie na okres 12 miesięcy uprawnień maklera papierów wartościowych	Ujawnienie tajemnicy poufnej o planowanej realizacji zlecenia na rzecz klienta	3
	Ujawnienie osobom nieuprawnionym informacji stanowiących tajemnicę zawodową, a dotyczących deklaracji nabycia akcji spółki w ofercie publicznej	1
	Wykorzystanie informacji poufnej dotyczącej planowanych wyników finansowych przed ich opublikowaniem	1
Skreślenie z listy doradców inwestycyjnych	Wykorzystanie informacji poufnej dotyczącej planowanych wyników finansowych przed ich opublikowaniem	3
Odebranie uprawnień do wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych	Przekazanie klientowi informacji poufnej i wykorzystanie informacji poufnej poprzez złożenie stosownych dyspozycji na rachunku klienta bez umocowania	1
	Wykorzystanie informacji poufnych o zleceniach	1

Źródło: jak pod tab. 3.

6. Podsumowanie

W okresie od 1 stycznia 2008 r. do 31 października 2016 r. za pośrednictwem Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI) spółki giełdowe notowane na Głównym Rynku GPW w Warszawie opublikowały łącznie 246 051 raportów okresowych i bieżących¹⁵, niosących bezcenne z punktu widzenia inwestorów giełdowych informacje, umożliwiające bieżącą weryfikację podejmowanych decyzji przez zarząd tychże spółek oraz ocenę wytyczanych kierunków ich działalności.

W rozpatrywanym horyzoncie badawczym Komisja Nadzoru Finansowego niejednokrotnie spotkała się z naruszaniem przepisów dotyczących obligatoryjności przekazywania do publicznej wiadomości informacji poufnych, bieżących bądź okresowych, z nieuzasadnionym prawnie opóźnieniem wykonania obowiązków informacyjnych przez emitentów papierów wartościowych czy też z wykorzystywaniem informacji poufnych dla własnych lub cudzych potrzeb w sposób niezgodny z obowiązującym prawem i jednocześnie szkodliwy dla innych uczestników rynku

¹⁵ Opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z witryny internetowej Serwisu Ekonomicznego Polskiej Agencji Prasowej, <http://biznes.pap.pl/pl/reports/esp>, dostęp 31.10.2016.

giełdowego. Dla zapewnienia transparentności obrotu papierami wartościowymi na rynku regulowanym, a jednocześnie w celu minimalizacji negatywnych praktyk w zakresie wywiązywania się z obowiązków raportowania określonych w ustawach: o ofercie publicznej oraz o obrocie instrumentami finansowymi, w okresie 2008–2016 KNF nałożyła łącznie 243 kary finansowe o sumarycznej wartości 45 045 tys. zł. Dodatkowo ukarała ona jednego emitenta papierów wartościowych wykluczeniem jego akcji z obrotu na okres 12 miesięcy, zaś w stosunku do nieuczciwych maklerów oraz doradców giełdowych wystosowała dziesięć sankcji, polegających na zawieszeniu lub odebraniu uprawnień do wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych albo też na skreśleniu z listy doradców inwestycyjnych.

Należy jednocześnie pamiętać, że rozwiązania prawne związane z zaimplementowanym w lipcu 2016 r. rozporządzeniem MAR zdecydowanie podwyższają górne granice potencjalnych sankcji, które KNF może wystosować względem osób fizycznych i prawnych za niewywiązywanie lub nienależyte wywiązywanie się z obowiązku informacyjnego. Wydaje się, że może to być skuteczna recepta na przeciwdziałanie przedstawionym w artykule nieprawidłowościom w funkcjonowaniu rynku giełdowego w Polsce.

Bibliografia

1. Coulom F.F., *Rule 10b-5 and the Duty to Disclose Market Information: It Takes a Thief*, „St. John's Law Review” 2012, vol. 55, iss. 1.
2. Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
3. Dusza M., *Rynek kapitałowy w Polsce – narodziny, pierwsze dziesięciolecie, perspektywy*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999.
4. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r.
5. Fleischer A., Mundheim R.M., Murphy J.C., *An Initial Inquiry into the Responsibility to Disclose Market Information*, „University of Pennsylvania Law Review” 1973, vol. 121.
6. Karaban B., *Zjawisko asymetrii informacyjnej i niewiedzy uczestników rynku na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce*, http://www.kapital.edu.pl/pliki/wyroznione_prace/B_Karaban_Asymetria_informacyjna_i_niewiedza_uczestnikow_ryнку_KARABAN.pdf
7. Karmel R., *Outsider Trading on Confidential Information: A Breach in Search of a Duty*, „BrooklynWorks” 1998, no. 9.

8. Klimczak K., *Naruszenia obowiązków informacyjnych przez spółki notowane na New-Connect, Współczesne uwarunkowania sprawozdawczości i rewizji finansowej*, red. J. Krasodomska, K. Świetla, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2015.
9. Kozicki M., *Rozporządzenie MAR (Market Abuse Regulation) i Dyrektywa MAD II (Market Abuse Directive)*, „Alert Prawny” 2016, 6, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/doradztwo-prawne/articles/alerty-prawne/rozporzadzenie-mar-i-dyrektywa-mad.html>
10. Manns F.P. Jr., *Duty to Correct: A Suggested Framework*, „Maryland. Law Review” 1987, vol. 46.
11. 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 (Dz.U. nr 33, poz. 259).
12. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.
13. Serwis Ekonomiczny Polskiej Agencji Prasowej, <http://biznes.pap.pl/pl/reports/esp>
14. Sheffey J.M., *Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem*, „Notre Dame Law Review” 1982, vol. 57(5).
15. Strzelczyk A., *Obowiązki informacyjne spółek giełdowych – analiza komunikatów*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 2(34).
16. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. nr 183, poz. 1538, z późn. zm.).
17. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. nr 184, poz. 1539 z późn. zm.).
18. VanGetson A.J., *Real-Time Disclosure of Securities Information via the Internet: Real-Time or Not Right Now?*, „Journal of Law, Technology and Policy” 2003, vol. 2.
19. *Wykaz kar nałożonych przez KNF – wg naruszeń*, http://bip.knf.gov.pl/?l=/Komisja/050_Kary/kary.html
20. Zaleśkiewicz M., *Nowe regulacje dotyczące obowiązków informacyjnych spółek giełdowych*, Departament Nadzoru Obrotu, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015.

The Contravention of Information Duty by Issuers of Securities in view of Financial Supervision Authority Sanctions

Summary

One of the competences of the Financial Supervision Authority (KNF) is the concern for the management transparency of companies whose shares are traded on the WSE Main Market. It is reflected for example through current analyses and periodic reports of public companies operating on the regulated market; and if irregularities are found by an audit and investigation procedure (with a possible further administrative procedure) and through the imposition of respective penalties on securities issuers and their managers.

The major aim of the article is a quantitative and evaluative analysis of civil law sanctions imposed by KNF on securities issuers and related entities with regard to not following or negligent following the information duty on the basis of legal regulations. The empirical research was based on the PAP website data published through the Electronic Transfer System (ESPI).

Keywords: information duty, Financial Supervision Authority, public companies
