



Raport Instytutu Sobieskiego

Nr 16/2005

2005 09 19

„Nadzór nad rynkiem kapitałowym”
Justyn Piskorski, Paweł Szałamacha

TWORZYM Y IDEE DLA POLSKI



Instytut Sobieskiego
ul. Nowy Świat 27, 00-029 Warszawa
tel./fax: (022) 826 67 47
tel.: (022) 211 12 75
fax: (022) 211 12 76

e-mail: sobieski@sobieski.org.pl
<http://www.sobieski.org.pl>

Volkswagen Bank Polska S.A.
45 2130 0004 2001 0340 1999 0001

Justyn Piskorski

justyn.piskorski@sobieski.org.pl

Paweł Szałamacha

Wzmocnienie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd

Niniejsze memorandum obejmuje propozycje programowe dotyczące organizacji nadzoru nad rynkiem kapitałowym. W skrócie obejmują one:

- ◆ powołanie pionu prokuratorskiego w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG)
- ◆ przeniesienie nadzoru nad Otwartymi Funduszami Emerytalnymi z Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych do KPWiG

- ◆ zaostrenie sankcji karnych za przestępstwa przeciwko obrotowi giełdowemu.

Stan obecny

Sprawcy przestępstw związanych z obrotem giełdowym są praktycznie bezkarni, skazania są nieliczne, a kary symboliczne. Kary - zwykle pozbawienie wolności w zawieszeniu nie stanowią dolegliwej sankcji, gdyż premia finansowa z przestępstwa jest wielokrotnie wyższa. Nie odstraszaają przestępców ani nie spełniają innych celów kary. W efekcie osłabiona jest efektywność rynku kapitałowego i wiarygodność nadzoru nad rynkiem kapitałowym. W oczach obywateli potwierdza się przekonanie, że "pierwszy milion należy ukraść".

**Wyroki skazujące za przestępstwa
związane z obrotem papierami wartościowymi**

| Artykuł ustawy Prawo o Publicznym obrocie Papierami Wartościowymi z 1997 r | Wyroki wydane w latach 1999-2004 |
|---|----------------------------------|
| Art. 165 - oferowanie papierów wartościowych do obrotu bez zezwolenia KPWiG | 12 |
| Art. 174 - zatajenie istotnych informacji w obrocie | 1 |
| Art. 176 – ujawnienie/wykorzystanie informacji poufnych | 1 |
| Art. 177 – manipulacja kursem papierów wartościowych | 1 |
| Art. Inne | 2 |
| Razem | 17 |

Źródło : Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, wrzesień 2004

Większość wyroków zapadła za przestępstwo oferowania papierów wartościowych bez zezwolenia Komisji. Jest to przestępstwo w względnie niewielkiej szkodliwości społecznej, popełnione zwykle nieświadomie, poprzez osoby zamierzające sprzedać spółki niedopuszczonej do publicznego obrotu i zamieszczające w tym celu ogłoszenie w prasie lokalnej typu „sprzedam akcje”. przestępstwa w związku z obrotem giełdowym pozostają bezkarne. Są to np. sprawy Impela (zatajenie informacji w prospekcie), Banku Handlowego (manipulacja kursem), PKN Orlen (wykorzystywanie poufnych informacji w obrocie), Elektrim (zatajenie informacji przez zarząd), Wedel (wykorzystywanie poufnych informacji w obrocie).

Najbardziej głośne czyny budzące uzasadnione podejrzenie popełnienia Dzieje się tak ze względu na ogólnie znane słabości wymiaru sprawiedliwości w Polsce,

Justyn Piskorski

justyn.piskorski@sobieski.org.pl

Paweł Szałamacha

pogłębione specyfiką przestępstw i niską wiedzą prokuratorów dotyczącą rynku kapitałowego. Sytuacji nie poprawiło powołanie działu zajmującego się tymi przestępstwami w V wydziale Prokuraturze Okręgowej w Warszawie.

Pion prokuratorski w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd

Wzorem Instytutu Pamięci Narodowej, należy powołać w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd wyspecjalizowany pion prokuratorski. Obecnie KPWiG może jedynie składać zawiadomienie o popełnieniu przestępstwa do jednej z wielu prokuratur wg właściwości miejscowej. W opinii szeregu obserwatorów rynku obecnie KPWiG odgrywa więc rolę „papierowego tygrysa”.

Spodziewane pozytywne efekty takiego rozwiązania:

- ◆ Stworzenie wyspecjalizowanej jednostki prokuratorskiej o nowej kulturze pracy, budowanej od podstaw, nieobciążonej wadami prokuratury,

- ◆ Umocowanie działu prokuratorskiego w KPWiG da gwarancję niezależności od silnych lokalnych interesów gospodarczych, oraz wzmocni psychologiczne odstrasżające oddziaływanie na potencjalnych sprawców,
- ◆ Nastąpi dyfuzja wiedzy dotyczącej rynku kapitałowego pomiędzy innymi działami merytorycznymi KPWiG, co poprawi jakość postępowań i sporządzanych aktów oskarżenia,
- ◆ Zaistnieje możliwość wykorzystania (po przeszkoleniu) części zmotywowanych prokuratorów z IPN, w związku z malejącą liczbą postępowań prowadzonych przez IPN.

Minusem jest stworzenie wyłomu w jednolitej organizacji prokuratury w RP, oraz niewykluczona niższa aktywność i doświadczenie nowego pionu prokuratorskiego w pierwszym okresie po jego powstaniu.

Kraje OECD stosują różne rozwiązania w tym zakresie, tj w sprawach związanych

Justyn Piskorski

justyn.piskorski@sobieski.org.pl

Paweł Szałamacha

z obrotem giełdowym kompetentne są zwykle urzędy prokuratorskie lub wyspecjalizowane pionierzy wewnątrz organów nadzoru. W Polsce podobna propozycja była rozważana podczas mijającej kadencji Sejmu, lecz upadła ze względu na opór Ministerstwa Sprawiedliwości.

Przeniesienie nadzoru nad Otwartymi Funduszami Emerytalnymi do KPWiG

Obecnie jednymi z największych akcjonariuszy na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych są Otwarte Fundusze Emerytalne zarządzane przez Powszechne Towarzystwa Emerytalne, stanowiące tzw. drugi filar systemu emerytalnego. Wartość aktywów OFE wynosi ok. 73 mld zł z czego ok. 25 mld stanowią akcje. Wartość tych aktywów wzrasta ze względu na comiesięczne przelewy składek z ZUS.

Aktywność inwestycyjna OFE podlega przede wszystkim nadzorowi KNUiFE, KPWiG która odpowiada systemowo za

przejrzystość i zachowanie reguł obrotu giełdowego, ma znikome kompetencje wobec OFE.

KNUiFE która nie posiada dostatecznej wiedzy dotyczącej obrotu giełdowego, nie jest w stanie poradzić sobie z częstą praktyką OFE polegającą na tzw „window dressing”, tj dokonywaniu wzajemnych transakcji sprzedaży akcji po ustalonym kursie w ostatnich dniach przed obliczeniem wartości jednostki uczestnictwa, aby sztucznie podnieść jej wartość. O tych praktykach często pisała prasa gospodarcza.

OFE dokonują innych nagannych praktyk, np. zawierają niedozwolone porozumienia co do inwestowania w konkretne spółki, wykonywania praw głosu z akcji etc. KPWiG jest ich świadoma i proponowała środki zaradcze, tzw. kodeks dobrych praktyk inwestycyjnych OFE (zob. artykuł z Gazety Giełdy Parkiet), który nie został przyjęty.

W ramach obowiązujących przepisów KPWiG oraz KNUiFE mogą przekazywać i wymieniać informacje niezbędne do

Justyn Piskorski

justyn.piskorski@sobieski.org.pl

Paweł Szałamacha

wykonywania nadzoru, lecz praktyka dnia codziennego pokazuje, że współpraca między tymi instytucjami nie istnieje.

Proponujemy: należy przenieść funkcje nadzoru nad Otwartymi Funduszami Emerytalnymi z KNUiFE do KPWiG.

Już obecnie KPWiG wykonuje nadzór w stosunku do dobrowolnych Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, a więc instytucji których działalność w zasadniczych zrębach odpowiada OFE, tj. polegającą na gromadzeniu składek i ich inwestowaniu. Jednolity nadzór pozwoli na skuteczniejsze egzekwowanie prawa w praktyce, poprzez usunięcie znanego w administracji zjawiska braku współpracy między konkurującymi organami nadzoru.

W dalszej kolejności proponujemy funkcje nadzoru nad działalnością ubezpieczeniową (pozostałe w okrojonej KNUiFE) włączyć do Komisji Nadzoru Bankowego, zlikwidować KNUiFE, zaś samą KNB wyprowadzić ze struktur Narodowego Banku Polskiego. NBP pełniłby tradycyjne funkcje banku

emisyjnego państwa. Przykładem podobnego rozwiązania może być Wielka Brytania w której Financial Services Authority jest regulatorem bankowości komercyjnej oraz działalności ubezpieczeniowej. Ta materia wykracza poza zakres tego memorandum i nie będziemy jej rozwijać.

Zaostrzenie sankcji

Przestępstwa związane z obrotem giełdowym są zdefiniowane w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z 8 lipca 2005, a także ustawie o obrocie instrumentami finansowymi z 8 lipca 2005. Najgroźniejsze z tych przestępstw zagrożone są następującymi sankcjami:

- Zatajenie lub podanie nieprawdziwych informacji w prospekcie: grzywna do 5 mln zł
pozbawienie wolności od 6 miesięcy do 5 lat;

Justyn Piskorski

justyn.piskorski@sobieski.org.pl

Paweł Szałamacha

- Wykorzystanie tajemnicy zawodowej w obrocie: grzywna do 1 mln zł pozbawienie wolności do 3 lat;
- Wykorzystanie tajemnicy poufnej w obrocie (insider trading): grzywna do 5 mln zł pozbawienie wolności od 3 miesięcy do 5 lat;
- Manipulacja kursem giełdowym: grzywna do 5 mln zł pozbawienie wolności od 3 miesięcy do 5 lat. Działanie w porozumieniu grzywna do 5 mln zł pozbawienie wolności od 6 miesięcy do 8 lat.

Powyższy system sankcji powiela dotychczasowe rozwiązania z ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami

wartościowymi z 21 sierpnia 1997. Powtarzające się beczelne naruszenia prawa dowodzą, że sankcje przewidziane tą ustawą były nieskuteczne. Należy sądzić, że nadal łagodne sankcje także nie odstraszą sprawców. Grzywny finansowe nie stanowią skutecznej kary, gdyż w warunkach obecnego światowego systemu finansowego, zyski będące owocem naruszenia prawa zwykle zostają bezzwłocznie transferowane, a osoba je popełniająca nie posiada dużych środków finansowych w kraju.

Przykłady kar stosowanych przez USA, kraj o najbardziej rozwiniętym systemie kapitałowym skłaniają do preferowania kary bezwzględnego pozbawienia wolności na możliwie długi czas, tak aby odebrać sprawcom możliwość cieszenia się owocami przestępstwa.

Tymczasem kary przewidziane w polskim prawie są bardzo niskie, zwłaszcza dolne progi zagrożenia, a sądy przywykłe do wyrozumiałej wobec przestępców linii orzecznictwa, zwykle orzekają kary w granicach dolnego progu.



Justyn Piskorski

justyn.piskorski@sobieski.org.pl

Paweł Szałamacha

Proponujemy: podwyższyć dolny próg zagrożenia karą za wszystkie powyżej wymienione przestępstwa do jednego roku pozbawienia wolności.

Jest to sankcja przewidziana za przewidziane w Kodeksie karnym przestępstwo wyrządzenia szkody majątkowej o wielkich rozmiarach. W dalszej kolejności, o ile sankcja za to przestępstwo zostanie podwyższona przez Sejm kolejnej kadencji w znowelizowanym kodeksie karnym, należy

podnieść dolny próg zagrożenia za przestępstwa związane z obrotem giełdowym.

Powyższe propozycje, aczkolwiek nie wyczerpują zagadnienia, stanowią logiczną całość, proponujemy bowiem nadanie zarówno realnych kompetencji KPWiG pozwalających na energiczniejsze egzekwowanie prawa, jak i podniesienie sankcji. Powyższe propozycje sprzyjają wzmocnieniu wiarygodności instytucji strzegących zasad uczciwego obrotu wolnorynkowego.

Załącznik: artykuł z Gazety Giełdy Parkiet

Gazeta Giełdy Parkiet

Tytuł: Zamykamy prywatne folwarki Ewa Bałdyga

Data: 07:09 21.01.2005 1

KPWiG proponuje wypracowanie standardów inwestowania przez fundusze emerytalne w spółki giełdowe. Jest to skutek pojawiających się głosów o nieprawidłowościach w tym zakresie.

W ramach akcji "czyste ręce zarządzających" Komisja Papierów Wartościowych i Giełd proponuje wprowadzenie kilku zasad, między innymi:

- zarządzający mogą działać w porozumieniu, muszą jednak taką informację upublicznić i wykonywać obowiązki związane z porozumieniem;
- uwaga na tzw. firmy doradcze - kojarzeniem



Justyn Piskorski

justyn.piskorski@sobieski.org.pl

Paweł Szałamacha

kupujących i sprzedających akcje spółek powinny zajmować się licencjonowane domy maklerskie, a nie inni "doradcy". Nie znaczy to, że nie należy korzystać z usług firm np. PR-owskich, czyli dbających o wizerunek. Wręcz przeciwnie. Fundusze powinny tłumaczyć, dlaczego inwestują w daną spółkę i jakie mają wobec niej zamiary. Firmy PR mogą im w tym pomagać, ale nie mają prawa zajmować się kojarzeniem ofert. To domy maklerskie powinny np. prowadzić książkę popytu i podaży. W takiej sytuacji wymiana własnych opinii między zarządzającymi nie budziłaby podejrzeń; - zarządzający powinni przyjąć własny kodeks dobrych praktyk. Dotyczyłby nie tylko inwestowania, ale także wykonywania praw z akcji. Chodzi np. o ustalenie zasad udziału przedstawicieli OFE w pracach rad nadzorczych i głosowania na walnych zgromadzeniach spółek. Inwestorzy finansowi powinni odgrywać rolę pasywną, a nie aktywną w zarządzaniu przedsiębiorstwami. Być może więc powinni zrezygnować z głosowania w niektórych sprawach, pozostawiając decyzje do podjęcia innym akcjonariuszom; - w funduszach emerytalnych należy dokładnie określić ścieżkę podejmowania decyzji: trzeba wyraźnie oddzielać pomysł od ostatecznej decyzji inwestycyjnej. Potrzebna jest bezstronna osoba, która wyrazi zgodę na realizację transakcji. Należy też monitorować, czy inwestycja nie jest inwestycją "wspólną" z innymi inwestorami, np. z kim i w jaki sposób była uzgadniana; - przyda się też trochę biurokracji. W przypadku pojawienia się jakichkolwiek wątpliwości, konieczne jest odtworzenie ścieżki realizacji inwestycji. Powinny zostać zachowane analizy, wnioski inwestycyjne, decyzje osób zezwalających na przeprowadzenie transakcji itp.

Funkcje zarządzających Otwartymi Funduszami Emerytalnymi pełni kilkadziesiąt osób. Włączając fundusze inwestycyjne i inne instytucje finansowe jest ich jeszcze więcej. W wielu przypadkach osoby te dobrze się znają, także prywatnie. Decydują o ogromnych pieniądzach. Są jednymi z najważniejszych osób na rynku

Justyn Piskorski

justyn.piskorski@sobieski.org.pl

Paweł Szałamacha

kapitałowym. Jednak swoboda przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, jaką niektórzy z nich dostali od pracodawców, może powodować patologie.

- Nie może być tak, że zarządzający funduszami spotykają się przy piwie i wybierają spółkę, którą chcą przejąć oraz ustalają cenę akcji, jaką są skłonni zapłacić - mówi Zbigniew Mrowiec, zastępca przewodniczącego KPWiG. - Potrzebne są standardy, w tym standardy współpracy między instytucjami finansowymi, które umożliwią ocenę poprawności działania zarządzających aktywami - dodaje. KPWiG chce, aby w akcję "czystych rąk zarządzających OFE" włączyła się Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy

Emerytalnych (KNUiFE) oraz Izba Gospodarcza Powszechnych Towarzystw Emerytalnych (PTE) Ewa Lewicka, prezes Izby PTE, zaznacza, że co prawda nie da się wszystkiego uregulować standardami, ale deklaruje wolę współpracy z Komisją. - Chodzi nam o wypracowanie zasad w takich przypadkach, gdy zachodzi podejrzenie działania funduszy w porozumieniu, które nie zostało zgłoszone. Poza tym, należy uregulować kwestie nadzoru zarówno nad przeprowadzeniem transakcji, jak i nadzoru nad spółkami, w które fundusze zainwestowały - mówi. Jej zdaniem, już teraz wiele towarzystw emerytalnych korzysta ze standardów, nie budzących wątpliwości.