

Dr hab. Anna Zalcewicz, prof. PW

Politechnika Warszawska

ORCID: 0000-0002-2459-4398

e-mail: anna.zalcewicz@pw.edu.pl

Dr hab. Piotr Zapadka, prof. UKSW

Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie

ORCID: 0000-0002-8866-9635

e-mail: p.zapadka@uksw.edu.pl

Rekomendacje inwestycyjne w mediach społecznościowych w świetle wymogów rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku (MAR)

Investment recommendations on social media in light of the requirements of the Market Abuse Regulation

Streszczenie

Przedmiotem analiz autorów w niniejszym artykule jest kwestia wymagań, jakie muszą zostać spełnione przy publikacji informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną w mediach społecznościowych. Specyfika komunikacji z wykorzystaniem technologii umożliwiającej wymianę różnych treści poprzez serwisy internetowe i aplikacje mobilne (np. portale społecznościowe) tworzy szczególne wyzwania dla ich użytkowników. Dotyczy to zarówno osób publikujących, które muszą przestrzegać zasad określonych przepisami prawa (w tym dotyczących przeciwdziałania nieprawidłowym zachowaniom na rynkach finansowych), by nie narazić się na sankcje, jak również odbiorców treści, którzy mogą mieć trudności z rozpoznaniem prawdziwości zamieszczanych informacji i podlegać manipulacjom informacyjnym. Implikuje to określone skutki dla zaufania na rynku finansowym i ochrony inwestorów. Mając to na uwadze, w opracowaniu zostały wskazane i omówione wymogi, jakim muszą odpowiadać rekomendacje inwestycyjne zamieszczane w mediach społecznościowych.

Słowa kluczowe: media społecznościowe, rekomendacje inwestycyjne

JEL: K2, K4

Wprowadzenie

Rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku (MAR)¹, które stosuje się w państwach członkowskich UE od 3.07.2016 r.², ma służyć budowaniu zaufania na rynku finan-

Abstract

The subject of the authors' analyses in this article is the issue of requirements that must be met when publishing information recommending or suggesting an investment strategy in social media. The specificity of communication using technology that enables the exchange of various content via websites and mobile applications (e.g. social networking sites) creates special challenges for their users. This applies to both, the persons publishing, who must comply with the rules specified in the law (including those concerning counteracting unlawful behavior on financial markets) in order not to expose themselves to sanctions, as well as the recipients of the content, who may have difficulty recognizing the truthfulness of the information posted and be subject to information manipulation. This implies certain consequences for market confidence and investor protection. With this in mind, the study indicates and discusses the requirements that investment recommendations posted in social media must meet and the consequences of violating legally established obligations.

Keywords: social media, investment recommendations

sowym poprzez zwalczanie dokonywania czynów niezgodnych z przyjętymi normami i zasadami dotyczącymi funkcjonowania rynku kapitałowego³. Pojęcie nadużycia na gruncie MAR obejmuje „nieprawidłowe zachowanie na rynkach finansowych”, poprzez które należy rozumieć „wykorzystywanie

informacji poufnych, bezprawne ujawnianie informacji poufnych oraz manipulacje na rynku”⁴. Wśród wskazanych w MAR manipulacji są dwie kategorie: manipulacje transakcyjne i informacyjne⁵. W świetle tematu artykułu szczególnie istotne są te drugie. Odnosząc się wprost do przepisów MAR, za manipulację na rynku uznaje się „rozpowszechnianie za pośrednictwem mediów, w tym Internetu, lub przy użyciu innych środków, informacji, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd”⁶. Zważywszy, że zainteresowanie inwestorów indywidualnych (detalicznych, nieprofesjonalnych) transakcjami z roku na rok wzrasta, a media społecznościowe zaczęły coraz silniej oddziaływać na decyzje i strategie inwestycyjne, kluczowa staje się ich ochrona przed manipulacjami informacyjnymi na kanałach cyfrowych, jak również usiłowaniami manipulacji. Inkluzywność i dostępność porad finansowych na platformach mediów społecznościowych takich jak chociażby X, Reddit, YouTube lub TikTok sprawia, że stają się one miejscem, gdzie wzrasta liczba nadużyć w tym obszarze na całym świecie⁷.

Na gruncie prawa UE nie ulega wątpliwości, że zamieszczenie informacji w postaci szeroko definiowanych porad w mediach społecznościowych na temat kupna/sprzedaży instrumentu finansowego czy też sposobu tworzenia portfela instrumentów finansowych, a więc strategii inwestycyjnych, może stanowić rekomendację inwestycyjną i musi spełniać określone wymagania, by zapewnić ochronę uczestników rynku kapitałowego. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie wymogów ustanowionych dla osób rekomendujących w drodze publikacji treści w mediach społecznościowych, które mogą mieć wpływ na decyzje lub strategie inwestycyjne uczestników rynku, oraz wskazanie sankcji za nieprzestrzeganie przepisów. Ponadto, na podstawie analizy obowiązujących przepisów prawa, zostanie podjęta próba udzielenia w tym kontekście odpowiedzi na pytanie o aktualny zakres ochrony inwestorów przed manipulacjami na rynku przy uznaniu istnienia w niej luk i ryzyku niezapewnienia niezawodności informacji.

Nie wyczerpuje to naturalnie całości zagadnienia, w tym kwestii ryzyk, które ujawniają się wraz z upublicznieniem określonych informacji. Media społecznościowe mogą być wykorzystywane chociażby do manipulacji na rynku dla wywołania reakcji innych użytkowników, którzy zostaną wykorzystani do promowania instrumentów w celu sztucznego wpływania na cenę tychże, co może stanowić zagrożenie nie tylko dla inwestorów, ale i osób rozpowszechniających cudze treści, a nie zajmujących się profesjonalnie rynkiem inwestycyjnym⁸.

Ze względu na zakres artykułu jedynie sygnalizacyjnie została potraktowana kwestia podmiotów podlegających nadzorowi KNF i ekspertów. W stosunku do tej grupy prawodawca wprowadza szereg dodatkowych rozwiązań nie tylko w MAR, ale również w zakresie chociażby systemów zgodności działalności z prawem. Nie omówiono też szerzej wymogów dotyczących instytucji publicznych.

Podjęte zagadnienia, ujęte we wskazanych ramach, mogą stanowić jednak przyczynek do dyskusji nad ochroną inwestorów podejmujących decyzje inwestycyjne na podstawie rekomendacji zamieszczonych w mediach społecznościowych. Jest to szczególnie istotne w kontekście rosnącej w Polsce liczby korzystających z serwisów społecznościowych⁹ i wzrastającego zainteresowania pozyskiwaniem tam

informacji inwestycyjnych¹⁰ będących konsekwencją przeobrażeń na rynku kapitałowym, wynikających z jednocześnie zachodzących zjawisk: rozwoju technologii oraz upowszechniania się inwestowania w instrumenty finansowe, a tym samym zwiększenia liczby inwestorów i o różnorodnym przygotowaniu inwestycyjnym.

Podstawowe wymogi stawiane rekomendacjom inwestycyjnym na gruncie MAR

Definicja legalna rekomendacji inwestycyjnej zawarta jest w art. 3 ust. 1 pkt 35 MAR. Zgodnie z treścią przywołanego przepisu „oznacza informacje rekomendujące lub sugerujące strategię inwestycyjną, w sposób wyraźny lub dorozumiany, dotyczące jednego lub kilku instrumentów finansowych lub emitentów, obejmujące każdą opinię na temat obecnej lub przyszłej wartości lub ceny takich instrumentów, przeznaczone dla kanałów dystrybucyjnych lub opinii publicznej”. Tak szerokie ujęcie sprawia, że każda informacja zamieszczona w mediach społecznościowych może zostać potraktowana jako rekomendacja inwestycyjna, nawet sporządzona w opinii kreującego treści np. wyłącznie do celów edukacyjnych. Ocena spełnienia wymogów przesądzających o uznaniu jej za rekomendację jest tu dokonywana w każdym przypadku indywidualnie¹¹. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że istotną kwestią jest też upublicznienie informacji, które traktuje się jako jej rozpowszechnienie mogące podlegać wymogom MAR (Syp, 2021, art. 12). W przypadku mediów społecznościowych należy też zwrócić uwagę na dodatkowy aspekt potencjalnej jej kwalifikacji, związany z cechą interakcyjności komunikacyjnej (inicjowania i prowadzenia dyskusji oraz bieżącego formułowania opinii), który zwiększa możliwość uznania danej informacji za rekomendację ze względu na objęcie zakresem art. 3 ust. 1 pkt 35 MAR również dorozumianego sugerowania strategii. Duże zróżnicowanie treści publikowanych w serwisach społecznościowych, jak również sama dynamika komunikacji sprawiają, że mogą być one postrzegane jako kreujące określony obraz ewentualnych obszarów inwestycji. Możliwe jest zamieszczenie przygotowanych wcześniej danych i materiałów zarówno w formie tekstowej, jak i infografiki, ale także bieżące tworzenie zawartości (dokonywanie wpisów *ad hoc*), wymiana komentarzy i opinii, wyrażanie aprobaty z wykorzystaniem symboli (np. „polubień”), co nie tylko tworzy środowisko oddziaływania w zróżnicowany sposób na zachowania inwestorów, ale i wpływa na kategoryzację takich informacji w świetle MAR.

Przyjmując założenie, że racjonalni inwestorzy opierają swoje decyzje inwestycyjne na dostępnych informacjach, legislator unijny ukierunkowuje działania prawodawcze na wyeliminowanie opinii czy danych tendencyjnych. Zgodnie z MAR niezbędne staje się w związku z tym zapewnienie obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych i odpowiedniego ujawnienia potencjalnych konfliktów interesów przy jej publikacji, także gdy dokonuje się tego w mediach społecznościowych.

Artykuł 20 ust. 1 MAR *expressis verbis* stanowi, że rekomendacje inwestycyjne lub inne informacje rekomendujące

czy sugerujące strategię inwestycyjną mają być obiektywne. Standardy niesubiektywnego ich przedstawiania zostały określone w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958¹². Na osoby sporządzające rekomendacje nakłada się obowiązek ich prezentacji w sposób zapewniający wyraźne oddzielenie faktów od interpretacji, szacunków, opinii i innych rodzajów informacji nierzeczowej oraz jasne i widoczne wskazanie wszystkich istotnych źródeł informacji. Ponadto rekomendujący musi zapewnić wiarygodność wszystkich źródeł informacji, zaś w przypadku wystąpienia jakichkolwiek wątpliwości w tym zakresie jest zobligowany do wyraźnego wskazania takiego faktu. Elementem zapobiegania zamieszczeniu informacji wprowadzających w błąd społeczeństwo, w tym uczestników rynku, jest też wymóg jasnego i widocznego oznaczenia wszelkich przewidywań, prognoz i cen docelowych oraz wskazanie istotnych założeń dokonanych przy ich sporządzeniu lub wykorzystaniu. Zamieszczający rekomendację ma również obowiązek wskazać w sposób transparenty i widoczny datę oraz godzinę zakończenia sporządzania danej rekomendacji (art. 3 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958). Jeżeli ujawnienie wszystkich istotnych źródeł informacji lub daty i godziny zakończenia sporządzania danej rekomendacji jest nieproporcjonalne w stosunku do długości lub formy rekomendacji, co może mieć miejsce w przypadku wykorzystywania do tego celu mediów społecznościowych, osoba sporządzająca rekomendację określa w niej, gdzie w prosty sposób można znaleźć potrzebne informacje bezpośrednio dostępne i nieodpłatne.

Podstawowe wymogi stawiane rekomendującym na gruncie MAR

Omawiając wymogi dotyczące osób sporządzających rekomendacje inwestycyjne, warto powrócić do definiensu samego określenia „rekomendacja inwestycyjna”. Prawodawca unijny ściśle bowiem sprecyzował, jak rozumieć wyrażenie „informacja rekomendująca lub sugerująca strategię inwestycyjną”, wiążąc je z szerokim gronem osób rekomendujących. W świetle przepisów MAR taka informacja sporządzana jest, po pierwsze, przez niezależnego analityka, firmę inwestycyjną, instytucję kredytową oraz każdą inną osobę, której podstawowa działalność polega na sporządzaniu rekomendacji inwestycyjnych, lub osobę fizyczną pracującą dla nich na podstawie umowy o pracę lub na innej podstawie, bezpośrednio lub pośrednio wyrażającą konkretne propozycje inwestycyjne w odniesieniu do instrumentu finansowego lub emitenta, po drugie, przez osobę inną niż wymienione wyżej, która bezpośrednio proponuje konkretne decyzje inwestycyjne w odniesieniu do instrumentu finansowego (art. 3 ust. 1 pkt 34 MAR). Nie limituje on zatem kręgu osób uprawnionych do udzielania informacji i wyrażania opinii dotyczących inwestowania, jednak dla zapewnienia ochrony inwestorom na rynku kapitałowym wprowadza normy ograniczające ryzyko błędów co do osoby rekomendującego, nakazując właściwe ujawnianie jej danych identyfikacyjnych.

Zgodnie z art. 2 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 rekomendujący ujawnia w jasny i widoczny sposób we wszystkich rekomendacjach, które sporządza, swoją tożsamość oraz dodatkowe informacje o tożsamości wszystkich pozostałych osób odpowiedzialnych za sporządzenie danej rekomendacji (nazwiska i stanowiska osób fizycznych zaangażowanych w sporządzanie rekomendacji, a w przypadku gdy osoba fizyczna lub osoba prawna biorąca udział w sporządzaniu rekomendacji wykonuje czynności na rzecz osoby prawnej – nazwę takiej osoby prawnej). W MAR wprowadzony został także obowiązek rekomendującego udostępniania danych w postaci daty i godziny pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji.

Obowiązek ujawniania w mediach społecznościowych interesów lub konfliktu interesów dotyczących instrumentów finansowych

Ochrona inwestorów na rynku przed podejmowaniem decyzji na podstawie fałszywych założeń obejmuje nie tylko obowiązek zachowania należytej staranności w zakresie przedstawiania informacji obiektywnie, ale również ujawniania interesów lub konfliktu interesów dotyczących instrumentów finansowych, do których informacje te się odnoszą (art. 20.1 MAR).

Dla zapewnienia transparentności informacyjnej wprowadzony został wymóg, aby rekomendujący ujawniali, także w swoich publikacjach w mediach społecznościowych, wszystkie powiązania oraz okoliczności, które mogą mieć negatywny wpływ na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony, ale również jakiegokolwiek osoby prawnej lub fizycznej, która pozostaje z nią w powiązaniu (np. jest zatrudniana na podstawie umowy o pracę) i brała udział w sporządzaniu rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, do którego rekomendacja odnosi się w sposób bezpośredni lub pośredni. W przypadku gdy sporządzający rekomendację jest osobą fizyczną, informacje, które należy ujawnić, obejmują wszelkie interesy lub konflikty interesów osób będących w bliskich stosunkach z rekomendującym. Dla osób prawnych wprowadzono natomiast obowiązek ujawniania wszelkich interesów lub konfliktu interesów jakiegokolwiek osoby należącej do tej samej grupy. Warto podkreślić, że publikowanie rekomendacji z wykorzystaniem różnych kanałów mediów społecznościowych uaktualnia obowiązek ujawnienia takich danych na każdym z nich oddzielnie. Rekomendujący musi zamieścić ich całość odrębnie na każdym. W przypadku społecznościowych środków przekazu publikujący mogą zamieszczać takie informacje także poprzez linki, jednak trzeba mieć na względzie, by ujawnienie spełniało nadal wymogi MAR i rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958, było transparentne i zapewniało natychmiastowy dostęp do informacji.

Analizując przepisy dotyczące obowiązku ujawniania przez rekomendujących interesów lub konfliktu interesów

dotyczących instrumentów finansowych, należy nadmienić, że w świetle rozporządzenia MAR nie jest w tym kontekście konieczny rzeczywisty, a jedynie potencjalny wpływ na sposób przedstawienia przez użytkownika informacji bez zachowania niezależności opinii. Decyduje tu zatem wystąpienie określonych powiązań ujmowanych w przepisach jako „interesy lub konflikt interesów”, nie zaś realne osłabienie obiektywizmu przekazywanych komunikatów i treści.

Należy również podkreślić, że z punktu widzenia nadzoru nieujawnienie konfliktu interesów może być uznane za wyznacznik zainteresowania rekomendującego podawaniem fałszywych lub wprowadzających w błąd sygnałów w celu uzyskania korzyści (ESMA, 2024, s. 5).

Dodatkowe wymogi dla podmiotów kwalifikowanych

W regulacjach unijnych zwiększone wymogi informacyjne dotyczą osób, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 34 ppkt (i) rozporządzenia nr 596/2014, i tzw. ekspertów. Do pierwszej grupy należą niezależni analitycy, firmy inwestycyjne, instytucje kredytowe oraz wszystkie inne osoby, których podstawowa działalność polega na sporządzaniu rekomendacji inwestycyjnych, lub osoby fizyczne pracujące dla nich bezpośrednio lub pośrednio wyrażające konkretne propozycje inwestycyjne dotyczące instrumentu finansowego czy też emitenta. W odniesieniu do drugiej grupy trzeba wskazać, że pojęcie „ekspert” jest pojęciem normatywnym i zostało jasno zdefiniowane dla celów ochrony inwestorów. Do kręgu ekspertów prawodawca zalicza podmioty wskazane w art. 3 ust. 1 pkt 34 ppkt (ii) MAR, które „systematycznie proponują decyzje inwestycyjne w odniesieniu do instrumentów finansowych i które przedstawiają się jako posiadające wiedzę specjalistyczną lub doświadczenie w dziedzinie finansów” bądź „przedstawiają swoją rekomendację w taki sposób, że inne osoby mogą mieć uzasadnione przekonanie, iż posiadają one wiedzę specjalistyczną lub doświadczenie w dziedzinie finansów” (art. 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958). Wykorzystywanie mediów społecznościowych daje tym podmiotom dodatkowe korzyści w postaci dostępu do dodatkowego kanału komunikacji dla celów informacyjno-marketingowych, ale również tworzy ryzyko prawne i reputacyjne¹³.

Zgodnie z wolą prawodawcy wskazane wcześniej podmioty muszą spełniać zwiększone wymogi informacyjne, które zostały określone w art. 4 i 6 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Obejmują one dodatkowe dane zamieszczane w rekomendacji w jasny i widoczny sposób (m.in. odniesienie dotyczące planowanej częstotliwości aktualizacji rekomendacji, stosowne oświadczenia, streszczenie wszelkich podstaw wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego czy też wykaz wszystkich swoich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione w ciągu ostatnich 12 miesięcy, zawierający ściśle określone w rozporządzeniu delegowanym

Komisji (UE) 2016/958 informacje). Ograniczenia wynikające z korzystania z mediów społecznościowych w postaci możliwości wystąpienia sytuacji, że ujawnienie tych informacji będzie nieproporcjonalne w stosunku do długości lub formy rekomendacji, spowodowało, że dopuszcza się, aby niektóre z nich¹⁴ były zamieszczone w innym miejscu pod warunkiem, że w rekomendacji rekomendujący określi, gdzie można je znaleźć bezpośrednio dostępne i nieodpłatne, a także bez nadmiernego nakładu pracy poświęconej na ich odnalezienie.

Natomiast dodatkowe obowiązki dotyczące ujawniania interesów lub konfliktów interesów podmiotów kwalifikowanych zostały zróżnicowane i o ile do wszystkich podmiotów kwalifikowanych odnoszą się te ujęte w art. 6 ust. 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 (w zakresie m.in. oświadczenia dotyczącego pakietu udziałów przekraczających określony limit czy oświadczenia, że rekomendujący jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji), to firmy inwestycyjne, instytucje kredytowe oraz osoby prawne i fizyczne działające na ich rzecz na podstawie umowy muszą ponadto spełnić wymogi określone w art. 6 ust. 2 tego rozporządzenia (np. zawrzeć opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania).

Jak już wskazywano na wstępie, podmioty kwalifikowane poddane są szczególnemu reżimowi prawnemu, w ramach którego np. działające w instytucjach nadzorowanych systemy zgodności działalności z prawem powinny dodatkowo zapewniać dokonywanie weryfikacji i oceny wpisów, także *ex post*, pod kątem spełniania wymogów MAR.

Rozpowszechnianie rekomendacji osób trzecich, w tym zmienionych w istotny sposób oraz streszczeń lub wyciągów z rekomendacji

Wskazana już we wcześniejszej części opracowania różnorodność treści zamieszczanych w mediach społecznościowych sprawia, że w mediach tych dostępne są nie tylko bezpośrednie opinie twórców, ale również wytworzone przez innych autorów treści, a zamieszczone wtórnie w całości, w części lub w postaci streszczenia sporządzonego przez inną osobę. Tworzy to pole do zniekształceń informacyjnych i zagrożenie dla spełnienia wymogu obiektywizmu przekazywanej treści. Ryzyko to oczywiście nie jest właściwe tylko dla mediów społecznościowych, a ma szerszy kontekst. Prawodawca unijny, dostrzegając zagrożenie płynące z modyfikacji treści źródłowych, wprowadza odpowiednie wymogi w zakresie rozpowszechniania rekomendacji osób trzecich, w tym zmienionych w istotny sposób oraz streszczeń lub wyciągów z rekomendacji.

Ogólną zasadą jest, że rozpowszechniający cudzą rekomendację podaje w sposób jasny i widoczny tożsamość autora rekomendacji przekazywanej oraz datę i godzinę pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji, gdyż uznaje się to

za wartościowe informacje przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestora¹⁵. Ponadto obligatoryjnie należy wskazać wszelkie powiązania oraz okoliczności, które mogą mieć negatywny wpływ na obiektywne przedstawienie rekomendacji. Chodzi tu zatem nie tylko o interesy lub konflikty interesów, ale wszystkie inne sytuacje czy związki. Kwestie te muszą zostać zaprezentowane w sposób pozwalający na wyrobienie sobie opinii co do ich znaczenia i charakteru przez zapoznającego się z rekomendacją, a zatem spełniać również wymóg odpowiedniej szczegółowości¹⁶.

Nie budzi wątpliwości, że również w przypadku rozpowszechniania rekomendacji zmienionej lub streszczonej dokonany zakres zmian w stosunku do rekomendacji źródłowej może istotnie wpłynąć na jej odbiór, a tym samym decyzje inwestorów. W związku z tym rozpowszechniający cudzą rekomendację w postaci jej streszczeń lub wyciągów, oprócz wyżej wskazanych wymogów, muszą dodatkowo zapewnić, aby były one jasne i nie wprowadzały w błąd, były odpowiednio oznaczone formalnie (jako streszczenie bądź wyciąg) oraz pozwalały na jasną identyfikację pierwotnej rekomendacji. Warunkiem zgodności z MAR takiego udostępnienia jest podanie informacji odnoszącej się do osoby sporządzającej rekomendację źródłową bezpośrednio w streszczeniu lub wyciągu. Możliwe jest także wskazanie jej za pomocą odniesienia, jednak z zapewnieniem, że w przekierowanym miejscu zainteresowany nieodpłatnie uzyska przedmiotowe informacje. Nieco inaczej, zważywszy na charakter modyfikacji, prawo unijne określa wymogi, jeśli rekomendacja zostaje zmieniona w istotny sposób. Konieczne jest wówczas wskazanie szczegółów tej zmiany. W tym miejscu trzeba wskazać, że określenie „istotna zmiana” jest nieostre. Należy zatem zachować szczególną ostrożność w ocenie, na ile można jej do tej kategorii nie kwalifikować. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/958 jako istotną traktuje w sposób niebudzący wątpliwości zmianę ukierunkowania rekomendacji źródłowej (np. zmianę rekomendacji „kup” na „sprzedaj”)¹⁷.

Sankcje za naruszenie przepisów dotyczących rekomendacji oraz manipulacje informacyjne w mediach społecznościowych

Rozpowszechnianie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji w mediach społecznościowych, wyczerpując znamiona naruszeń określonych w przepisach prawa UE, będzie wiązać się z odpowiedzialnością administracyjno-prawną lub karną. Rozporządzenie MAR w związku z ustanowionym w nim zakazem dokonywania manipulacji na rynku oraz usiłowania dokonywania manipulacji na rynku (art. 15 MAR) wprowadza finansowe kary administracyjne. W przypadku osoby fizycznej maksymalną karą przewidzianą przez ustawodawcę unijnego jest 5 mln euro, a w przypadku osoby prawnej 15 mln euro lub 15% rocznych obrotów (art. 30 ust. 2 pkt i ppkt (i) MAR). Dolegliwość sankcji uzależniona jest od kilku czynników, wśród których wskazane zostały m.in.: waga naruszenia i czas jego trwania,

stopień odpowiedzialności osoby rekomendującej czy uprzednie naruszenia popełnione przez tę osobę (art. 31 MAR).

W Polsce zgodnie z art. 173 ust. 7 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹⁸ na naruszających art. 20 ust. 1 MAR niezachowujących należytej staranności przy dokonywaniu czynności lub osoby, które nie zapewniają rzetelności sporządzanych rekomendacji albo nie ujawniają swojego interesu i konfliktów interesów istniejących w chwili ich sporządzania lub rozpowszechniania, może zostać nałożona kara pieniężna przez Komisję Nadzoru Finansowego w drodze decyzji. Kwoty określone zostały ustawowo do wysokości 2 072 800 zł (w przypadku osób fizycznych) i do wysokości 4 145 600 zł lub do kwoty stanowiącej równowartość 2% całkowitego rocznego przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy, jeżeli przekracza ona 4 145 600 zł (w przypadku podmiotów innych niż osoby fizyczne).

Jakościowo odmienny charakter od sankcji administracyjnych mają sankcje krajowego prawa karnego, których wprowadzenie jest elementem zarówno zapewnienia skutecznej realizacji polityki UE w zakresie ochrony inwestorów, jak również okazania braku przyzwolenia społecznego na manipulacje informacyjne¹⁹. Minimalne ramy prawnokarnej ochrony uczestników rynku kapitałowego w UE przed manipulacjami informacyjnymi określa MAD II²⁰, która zobowiązała państwa członkowskie UE do podjęcia niezbędnych środków zapewniających, by poważne przypadki manipulacji informacyjnych na rynku stanowiły przestępstwo, jeżeli czyny te zostały popełnione umyślnie, oraz by przestępstwa te, popełnione przez osoby fizyczne, podlegały skutecznym, proporcjonalnym i odstraszcającym sankcjom karnym (art. 5 i 7 MAD II) (zob. szerz. Kwieciński, 2019, s. 19). W Polsce znamiona przestępstwa polegającego na manipulacji instrumentami finansowymi oraz zagrożenie karą i środkami karnymi określa u.o.i.f. Przestępstwo manipulacji zagrożone jest grzywną w wysokości nawet do 5 000 000 zł, karą pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5 albo obiema tymi karami łącznie. Przy czym penalizowane jest samo wejście w porozumienie z inną osobą mające na celu manipulację i zagrożone grzywną w wysokości do 2 000 000 zł (art. 183 ust. 1 i 2 u.o.i.f.) (Wierzbowski i in. (red.), 2023, komentarz do art. 183)²¹.

Podsumowanie

Ochrona inwestorów przed nadużyciami na coraz silniej zintegrowanym rynku finansowym musi uwzględniać zmiany, jakie zachodzą wraz z rozwojem społeczeństwa cyfrowego i nowymi sposobami poszukiwania informacji służących własnym decyzjom inwestycyjnym szerokiego kręgu nieprofesjonalistów, osób o zróżnicowanej wiedzy i doświadczeniu inwestycyjnym²². Coraz częściej wykorzystywane do komunikacji inwestycyjnej media społecznościowe stają się miejscem wymiany doświadczeń, opinii i doradztwa dotyczącego transakcji na rynku kapitałowym. Pojawiają się w związku

z tym dwojakiego rodzaju zagrożenia dla użytkowników mediów, a w dalszej perspektywie także ryzyko osłabienia zaufania do rynku finansowego. Przede wszystkim korzystający z porad czy rekomendacji mogą podlegać manipulacjom informacyjnym, ulegać zachętom nierzetelnych finfluencerów i podejmować swoje decyzje na podstawie fałszywych przesłanek. Inwestorzy poszukujący informacji w mediach społecznościowych mogą mieć trudności z rozpoznaniem osób posiadających profesjonalną wiedzę i przedstawiających obiektywne dane od tych, których doradztwo ma charakter pozazawodowy. Następnie problemem jest kwestia odpowiedzialności osób, które nie są świadome, że ich publikacje spełniają kryteria rekomendacji inwestycyjnej i w związku z tym nie wypełniają ciężących na nich obowiązków w zakresie ujawniania tożsamości, interesów lub konfliktów interesów itp. Jest to ryzyko, które dotyka tworzących treści w tych mediach nieprofesjonalistów, a następnie ich odbiorców, którzy mogą mylnie odczytać zamieszczone treści jako rekomendacje. Niejednokrotnie osoby te mają znaczną zdolność do wpływania na decyzje finansowe dzięki uznaniu zdobytemu w określonej dziedzinie, niekoniecznie w zakresie wiedzy o rynku kapitałowym, np. ze względu na autorytet w określonej sferze działalności zawodowej lub publicznej.

Należy zauważyć, że w regulacjach MAR ochrona inwestorów następuje poprzez zapobieganie i zakazywanie wszelkich działań, które mogłyby stanowić nadużycie na

rynku, oraz wprowadzenie warunku obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych i odpowiedniego ujawnienia potencjalnych konfliktów interesów. Dla zapewnienia przestrzegania przepisów uznano, że konieczne jest uzupełnienie norm nakazujących oraz zakazujących o wprowadzenie w państwach UE tożsamych, efektywnych i zniechęcających do bezprawnych zachowań na rynkach finansowych systemów sankcji. Ograniczeniu nadużyć na unijnym rynku finansowym ma zatem służyć nie tylko MAR, ale również MAD II. W aktach tych przewiduje się sankcje o charakterze administracyjnoprawnym i karnoprawnym. Skuteczne i odstraszające ich systemy wspierają politykę budowy zaufania do rynku finansowego. Trzeba jednak podkreślić, że istotną rolę musi tu odgrywać również wola wykrywania i badania nadużyć, co dotychczas w przypadku mediów społecznościowych miało charakter ograniczony. Istotny jest również fakt szerokiego, transgranicznego oddziaływania tych mediów i związana z tym konieczność poszukiwania rozwiązań na szczeblu międzynarodowym, wykraczającym poza UE i jej państwa członkowskie.

Podsumowując rozważania, nie można nie podkreślić ogromnej roli, jaką obok nadzoru i działań *ex post* odgrywa edukacja społeczeństwa w zakresie wiedzy oraz umiejętności finansowych i właściwego rozpoznawania zagrożeń na rynku finansowym, zwłaszcza wobec niemożliwości całkowitego wyeliminowania luk w ochronie inwestorów i ryzyka zawodności informacji.

Przypisy/Notes

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 1–61.

² Z wyjątkiem ściśle określonych przepisów, w odniesieniu do których określono inne terminy.

³ Nie można nie podkreślić, że zakres stosowania MAR został wyznaczony poprzez odwołanie do dwóch elementów: instrumentów finansowych oraz miejsca obrotu, istotne zatem stało się ich zdefiniowanie na gruncie rozporządzenia – zob. szerzej: komentarz do art. 2 w: Osajda & Dybiński (red.), 2025.

⁴ Motyw 7 MAR.

⁵ Szerzej na temat pojęcia manipulacji i ich rodzajów zob. np. Kwieciński, 2019, s. 9–31.

⁶ Artykuł 12 ust. 1 lit. c MAR. W literaturze zob. szerzej np. Woźniak, 2022, s. 32–33.

⁷ Np. Federal Trade Commission w pierwszych sześciu miesiącach 2023 r. zgłosiła straty w wysokości 2,7 mld dolarów. z powodu oszustw inwestycyjnych zainicjowanych w mediach społecznościowych w samych Stanach Zjednoczonych; 37% tych strat z powodu oszustw zostało zgłoszonych przez inwestorów w wieku 20–29 lat. <https://www.weforum.org/agenda/2024/07/finfluencer-financial-advice-social-media/>. Zob. też badanie potwierdzające wpływ platform informacyjnych w mediach społecznościowych na rynki finansowe i możliwości nadużyć w tym zakresie: Kogan i in., 2022; Hu & Tripathi, 2018, s. 79; M.-C. Frunza, 2015, s. 33 i n.

⁸ Zwraca na to uwagę Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych w swojej publikacji: For people posting Investment Recommendation on social media, ESMA, 2024, s. 6.

⁹ W 2023 r. 62,6% ankietowanych korzystających z Internetu używało go do korzystania z serwisów społecznościowych. Zob. wyniki badań Głównego Urzędu Statystycznego z 2024 r. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/nauka-i-technika/spoleczenstwo-informacyjne/spoleczenstwo-informacyjne/jak-korzystamy-z-internetu-dla-rodzin-bioracych-udzial-w-badaniu-2023,5,14.html>

¹⁰ Na temat pozycji mediów społecznościowych wśród dostępnych źródeł pozyskiwania informacji rynkowych w Polsce zob. np. Jankowski & Piotrowski, 2024, s. 86–96.

¹¹ Por. For people posting Investment Recommendation on social media (ESMA, 2024) oraz Question and Answers on the Market Abuse Regulation – Investment recommendation and information recommending of suggesting an investment strategy (ESMA, 2022), w których ESMA wskazuje, że oceny należy dokonać na podstawie treści każdego komunikatu.

¹² Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/958 z 9.03.2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, Dz. Urz. L 160 z 17.06.2016, s. 15–22.

¹³ Stanowisko UKNF w sprawie wykorzystywania mediów społecznościowych przez podmioty nadzorowane oraz osoby zatrudnione w tych podmiotach, 24.08.2021, projekt. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_social_media_24-08-2021_74497.pdf

¹⁴ Chodzi o informacje określone w art. 4 ust. 1 lit. b), e) lub i) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

¹⁵ Por. motyw 3 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

¹⁶ Dodatkowe wymogi dla podmiotów kwalifikowanych określa art. 8 ust. 2 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

¹⁷ Motyw 9 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

¹⁸ Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 722 (dalej: u.o.i.f.).

¹⁹ W literaturze wskazuje się, że w zakresie prawa karnego zasadność kryminalizacji należy wiązać zarówno z przeciwdziałaniem zjawisku manipulacji instrumentami finansowymi, jak również odpowiednią reakcją na fakt jej popełnienia, które to działania łącznie służą zwalczaniu tego rodzaju nadużyć, zob. Błachnio-Parzych, 2011.

²⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z 16.04.2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku), Dz. Urz. L 173 z 12.06.2014, s. 179–189.

²¹ Na temat przestępstwa polegającego na manipulacji instrumentami finansowymi zob. też: Karlik, 2020, s. 255 i n.; Pawelec, 2021, s. 357–371.

²² W szczególności z mediów społecznościowych korzysta młodsze pokolenie. Na przykład badanie FINRA wykazało, że ponad 60% amerykańskich inwestorów poniżej 35. roku życia korzysta z mediów społecznościowych jako źródła informacji inwestycyjnych, zob. <https://www.weforum.org/agenda/2024/07/finfluencer-financial-advice-social-media/>

Bibliografia/References

Literatura/Literature

Błachnio-Parzych, A. (2011). *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*. LEX. A Wolter Kluwer business.

Frunza, M.-C. (2015). *Solving modern crime in financial markets*. Elsevier Science.

Hu, T., & Tripathi, A. (2018). Is there free lunch? Examining a value of free content on Equity Review Platforms. W: W. Cho, M. Fan, M. Shaw, B. Yoo, & H. Zhang (red.), *Digital Transformation: Challenges and Opportunities*. WEB 2017. *Lecture Notes in Business Information Processing*, 328. Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-99936-4_7

Jankowski, J., & Piotrowski, D. (2024). Media społecznościowe jako źródło wiedzy wykorzystywanej w inwestycjach na rynku finansowym. *e-Mentor*, (1/103). <https://doi.org/10.15219/em103.1642>

Karlik, P. (2020). Kontrowersje wokół karalnej manipulacji instrumentem finansowym. *Monitor Prawniczy*, (5).

Kogan, S., Moskowitz, T. J., & Niessner, M. (2022). *Social media and financial news manipulation*. <https://ssrn.com/abstract=3237763>

Kwieciński, J. (2019). Przestępstwo manipulacji na rynku kapitałowym w świetle ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i prawa wspólnotowego. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, (174).

Osajda, K. (red. serii), & J. Dybiński (red. tomu). (2025). *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE. Komentarz* (wyd. 2). Legalis.

Pawelec, Sz. (2021). Przestępstwo manipulacji instrumentem finansowym (manipulacji na rynku) w perspektywie reguł prawa karnego międzyczasowego. *Studia Prawnoustrojowe*, (52).

Syp, S. (2021). W: A. Stokłosa, & S. Syp, MAR. *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz* (wyd. II). Wolters Kluwer.

Wierzbowski, M., Sobolewski, L., & Wajda, P. (red.). (2023). *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*. W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, & P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I. Komentarz* (wyd. 4). C.H.Beck.

Woźniak, R. (2022). Rola europejskich regulacji zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, (9). <https://doi.org/10.33226/0137-5490.2022.9.5>

Akty prawne/Legal acts

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z 16.04.2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku), Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 179–189.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 1–61.

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/958 z 9.03.2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, Dz. Urz. UE L 160 z 17.06.2016, s. 15–22.

Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 722.

Inne źródła/Other sources

ESMA. (2022, 15 listopada). *Question and Answers on the Market Abuse Regulation – Investment recommendation and information recommending of suggesting an investment strategy*, ESMA70-145-111.

ESMA. (2024, 6 lutego). *For people posting Investment Recommendation on social media*, ESMA74-1103241886-912.

GUS. (2024). *Jak korzystamy z Internetu? (dla rodzin biorących udział w badaniu) 2023*. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/nauka-i-technika-spoleczenstwo-informacyjne/spoleczenstwo-informacyjne/jak-korzystamy-z-internetu-dla-rodzin-bioracych-udzial-w-badaniu-2023,5,14.html>
<https://www.weforum.org/agenda/2024/07/finfluencer-financial-advice-social-media/>

UKNF. (2021, 28 sierpnia). *Stanowisko UKNF w sprawie wykorzystywania mediów społecznościowych przez podmioty nadzorowane oraz osoby zatrudnione w tych podmiotach*, projekt. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_social_media_24-08-2021_74497.pdf

Dr hab. Anna Zalcewicz, prof. PW

Autorka ponad 100 publikacji z zakresu prawa rynku finansowego oraz prawa finansowego, członek zespołu Prawa Nowych Technologii na Politechnice Warszawskiej, dziekan Wydziału Administracji i Nauk Społecznych PW (2020–2024), prodziekan ds. ogólnych WAiNS PW (2016–2019).

Dr hab. Anna Zalcewicz, prof. PW

Author of over 100 publications in the field of financial market law and financial law. She is a member of the Emerging Technologies Law Research Team at the Warsaw University of Technology. Previously, she held the position of Dean of the Faculty of Administration and Social Sciences (2020–2024) and Vice-Dean for General Affairs at the same faculty (2016–2019). Her extensive academic work has significantly contributed to the understanding of financial market regulations and their legal frameworks. As a distinguished scholar at the Warsaw University of Technology, she combines her expertise in traditional financial law with emerging challenges in the field of new technologies, providing valuable insights into the evolving nature of financial regulations in the digital age.

Dr hab. Piotr Zapadka, prof. UKSW

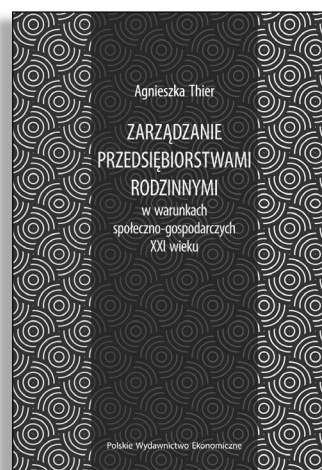
Adwokat, kierownik Katedry Prawa Finansowego na WPiA UKSW w Warszawie; prodziekan Wydziału Prawa i Administracji UKSW w latach 2010–2019; dyrektor Instytutu Nauk Prawnych WPiA UKSW w latach 2019–2020; autor publikacji naukowych; członek rad nadzorczych i gremiów doradczych.

Dr hab. Piotr Zapadka, prof. UKSW

Attorney-at-law and Head of the Department of Financial Law at the Faculty of Law and Administration at Cardinal Stefan Wyszyński University (UKSW) in Warsaw. He served as Vice-Dean of the Faculty of Law and Administration at UKSW (2010–2019) and Director of the Institute of Legal Sciences at the Faculty of Law and Administration, UKSW (2019–2020). An academic author, who has made significant contributions to legal scholarship through numerous scientific publications. His expertise extends beyond academia, as he serves on various supervisory boards and advisory bodies, bridging the gap between theoretical knowledge and practical application of law. His professional experience combines academic excellence with practical legal expertise. His research and publications have significantly influenced the field of financial law and legal studies in Poland.



POLSKIE WYDAWNICTWO EKONOMICZNE



Książki do nabycia na stronie: www.pwe.com.pl