

Streszczenie rozprawy doktorskiej
**„Manipulacje instrumentami finansowymi i *insider trading* w praktyce
wymiaru sprawiedliwości”**

Przedmiotem rozprawy doktorskiej jest zagadnienie prawnokarnej ochrony rynku kapitałowego, przed zagrożeniami wynikającymi ze zjawiska manipulacji instrumentami finansowymi i *insider tradingu* rozumianego jako bezprawne ujawnienie i wykorzystanie informacji poufnych. Przepięstwa te, ze względu na niską wykrywalność i trudną do oszacowania liczbę osób poszkodowanych, należą do najpoważniejszych nadużyć na rynku kapitałowym, prowadząc do ponoszenia strat finansowych przez jego uczestników. Z tego względu kluczową kwestią stało się zapewnienie podmiotom działającym na rynku kapitałowym skutecznej ochrony prawnej przed nieuprawnionymi praktykami ze strony innych uczestników rynku. Wskazać należy, że efektywnie działający rynek kapitałowy przyczynia się do wzrostu innowacyjności i konkurencyjności gospodarki oraz stanowi istotny czynnik pobudzający wzrost gospodarczy, dzięki któremu możliwe jest podnoszenie poziomu zamożności społeczeństwa. Utrata zaufania do rynku kapitałowego prowadzi do wycofywania przez inwestorów kapitału i poszukiwania innych bezpiecznych form lokowania środków finansowych.

Wyrazem dążenia ustawodawcy europejskiego do zachowania integralności rynków, a także zapewnienia skutecznej ochrony ich uczestnikom, było uchwalenie niemal dekadę temu nowych regulacji przeciwdziałających nadużyciom na rynku kapitałowym. Były nimi przyjęte w dniu 16 kwietnia 2014 r. przepisy rozporządzenia MAR¹ oraz dyrektywy MAD II². Obie regulacje zastąpiły uchyloną dyrektywę MAD³, która zdaniem prawodawcy europejskiego ze względu na zmiany legislacyjne, rynkowe i technologiczne, jakie zaszły od czasu wejścia jej w życie, w niedostateczny sposób chroniła uczestników rynku przed nadużyciami. Głównym zarzut dotyczył zróżnicowanego podejścia państw członkowskich w zakresie transpozycji

¹ 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.

² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku).

³ Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku).

przepisów dyrektywy MAD z 2003 r. do krajowego porządku. Brak jednolitości w zakresie stosowania sankcji karnych, a w niektórych przypadkach wręcz odstąpienie od ich stosowania skłoniły ustawodawcę europejskiego do przyjęcia regulacji ustanawiających bardziej jednolitą interpretację unijnych ram dotyczących nadużyć na rynku.

Wejście w życie przepisów rozporządzenia MAR i dyrektywy MAD II spowodowało konieczność wprowadzenia na gruncie krajowym wielu daleko idących zmian prawnych. Najważniejsze z nich dotyczyły nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁴ i uchylecia przepisów dotyczących zakazu manipulacji, a także zasad ujawniania i wykorzystania informacji poufnych. Przepisy rozporządzenia MAR nie wymagały bowiem transpozycji do prawa krajowego, gdyż są aktem nadrzędnym względem rodzimych regulacji, obowiązującym bezpośrednio. Z tego względu ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, po nowelizacji w 2017 r.⁵ wprowadza jedynie sankcje karne za manipulację instrumentami finansowymi (art. 183 ust. 1 i 2 u.o.i.f.) oraz za ujawnienie (art. 180 u.o.i.f.) i wykorzystanie informacji poufnych (art. 181 ust. 1 u.o.i.f.). Przepisy te mają charakter blankietowy, nie zawierają bowiem samoistnej definicji zakazanego zachowania, lecz odwołują się wprost do rozporządzenia MAR. W przypadku manipulacji wykładania przepisu art. 183 ust. 1 i 2 u.o.i.f. musi zatem zostać dokonana w odniesieniu do zakazu manipulacji na rynku wyrażonej w art. 15 rozporządzenia MAR i zachowań manipulacyjnych określonych w art. 12 tego rozporządzenia. Z kolei dokonując wykładni przepisu art. 180 u.o.i.f., należy odnieść do zakazu ujawnienia informacji poufnej wyrażonego w art. 14 c rozporządzenia MAR i art. 10 tego rozporządzenia, w którym zdefiniowano zachowanie polegające na bezprawnym ujawnieniu informacji. Analogicznie dokonując wykładni przepisu art. 181 ust. 1 u.o.i.f., koniecznym jest odwołanie się do zakazu wykorzystania informacji poufnej wyrażonego w art. 14 a rozporządzenia MAR i przepisu art. 8 tego rozporządzenia definiującego wykorzystanie informacji poufnych.

Mając powyższe na uwadze głównym celem pracy była dokonanie oceny stosowania unijnych i krajowych regulacji w zakresie zapobiegania i zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym, a następnie udzielenie odpowiedzi na pytanie – czy niska skuteczność zwalczania tego typu przestępstw wynika z niedoskonałości prawa, czy też z czynników pozaprawnych, mających wpływ na efektywność prowadzonych postępowań.

⁴ Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538 ze zm.

⁵ Ustawa z dnia 10 lutego 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. z 2017 r., poz. 724

W ramach głównego problemu badawczego sformułowałem szereg szczegółowych pytań badawczych: (i) czy obowiązujące regulacje prawne, dotyczące manipulacji instrumentami finansowymi oraz bezprawnego ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnych stanowią wystarczającą ochronę rynku kapitałowego, przed nieuczciwymi zachowaniami inwestorów? (ii) jak w praktyce funkcjonują przepisy dotyczące przestępstwa manipulacji instrumentami finansowymi stypizowanego w art. 183 u.o.i.f. oraz bezprawnego ujawnienia i wykorzystania informacji poufnych określonych w art. 180 i art. 181 u.o.i.f. (iii) dlaczego nadużycia na rynku kapitałowym, a w szczególności czyny polegające na bezprawnym ujawnieniu i wykorzystaniu informacji poufnych, nie są w należyty sposób zwalczane? (iv) jakie działania należy podjąć, aby zapewnić pełną ochronę rynku kapitałowego przed niezgodnymi z prawem zachowaniami uczestników rynku?

Przedstawione powyżej problemy badawcze dały asumpt do postawienia głównej tezy badawczej rozprawy, zgodnie z którą obowiązujące regulacje unijne w zakresie zapobiegania i zwalczania zjawiska manipulacji instrumentami finansowymi oraz *insider tradingu* są skomplikowane, a zarazem kazuistyczne do tego stopnia, że sprawiają liczne problemy interpretacyjne. Wpływa to na niższą skuteczność ujawnianych nadużyć oraz stanowi poważną przeszkodę w rozwoju rynku kapitałowego.

W celu uzyskania odpowiedzi na przedstawione wyżej problemy posłużono się różnymi metodami badawczymi pozwalającymi na wyodrębnienie w pracy dwóch zasadniczych części: teoretycznej i empirycznej. W pierwszej z nich posłużono się metodą tekstów prawnych i dogmatyczną, dodatkowo uzupełnioną o metodę historycznoprawną oraz analizy judykatury.

W części empirycznej dokonano analizy akt prokuratorskich i sądowych w sprawach dotyczących funkcjonowania w praktyce przepisów art. 180 i art. 181 u.o.i.f. oraz art. 183 u.o.i.f. Pierwszy etap badań empirycznych obejmował analizę statystyczną postępowań przygotowawczych prowadzonych przez Prokuraturę Okręgową w Warszawie w latach 2005-2018. Badaniom poddano 281 postępowań zarejestrowanych przez prokuraturę, w których kwalifikacją prawną był art. 180 i art. 181 u.o.i.f. oraz art. 183 u.o.i.f. W celu ustalenia przyczyn zaobserwowanych problemów, przeprowadzone zostały badania losowo wybranych akt postępowań przygotowawczych, w których, w latach 2012-2018 wydano postanowienia o umorzeniu. W tej fazie badań, analizie poddano 34 sprawy, z czego 18 dotyczyło kwalifikacji prawnej łącznie z art. 180 i art. 181 u.o.i.f., pozostałe 16 spraw dotyczyło art. 183 u.o.i.f. Poddane badaniu akta analizowano pod kątem sposobu prowadzenia postępowań przygotowawczych tj. gromadzenia materiału dowodowego w postaci zeznań świadków, opinii

biegłych, a także pozyskiwania danych od instytucji finansowych i operatorów telekomunikacyjnych. Przedmiotem badania były zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, w tym sposoby zawiadamiania organów dochodzeniowych, a także wpływ czasu od zdarzenia do zgłoszenia do prokuratury. Analizie poddane zostały również opinie biegłych sądowych, a zwłaszcza czas i terminowość wydawania opinii na potrzeby prowadzonych postępowań przygotowawczych.

Przedmiotem drugiego etapu badań była analiza akt prawomocnie zakończonych postępowań sądowych za lata 2005-2020 w których kwalifikacją prawną był art. 180 i art. 181 u.o.i.f. oraz art. 183 u.o.i.f. W tej fazie badań, analizie poddano ogółem 61 spraw, z czego 1 (jedna) dotyczyła kwalifikacji prawnej z art. 180 u.o.i.f. w zbiegu z art. 181 u.o.i.f., 10 kwalifikacji prawnej z art. 181 u.o.i.f., pozostałe 50 spraw obejmowało kwalifikację z art. 183 u.o.i.f. Badania koncentrowały się na analizie orzeczeń sądowych. Celem ich było uzyskanie wiedzy na temat sposobu zakończenia postępowań sądowych, rodzaju i wysokości wymierzanych kar. W toku badań własnych, dokonano analizy czasu trwania postępowań sądowych w I i II instancji, w celu zdiagnozowania czynników wpływające na ich przewlekłość. Podsumowaniem badań akt sądowych była analiza profilu sprawcy przestępstwa *insider tradingu* i manipulacji rynkowej. Na podstawie zebranych danych osobopoznawczych, dokonano charakterystyki sprawców tych przestępstw. Analizie poddano także *modus operandi* sprawców oraz motywy ich działania.

Praca została podzielona na sześć rozdziałów poprzedzonych wstępem i podsumowanych zakończeniem. Do pracy dołączono spis tabel i wykresów oraz wzór kwestionariusza badawczego. W rozdziale pierwszym przedstawiono zasady organizacji i funkcjonowania giełd na ziemiach polskich w ujęciu historycznym. Pokazano ich wkład w rozwój gospodarczy tych ziem w okresie zaborów oraz w dwudziestolecie międzywojennym. Przedstawione zostały początki tworzenia rynku kapitałowego w Polsce, przypadające na okres przemian społeczno-gospodarczych rozpoczętych w 1989 r.

Rozdział drugi zawiera omówienie regulacji dotyczących publicznego obrotu papierami wartościowymi przed 2005 r. Przedstawiono genezę regulacji prawnych dotyczących manipulacji rynkowej i bezprawnego naruszenia informacji poufnych. Punktem wyjścia była analiza przepisów karnych wprowadzonych ustawą z 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz przepisów ustawy z 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Następnie dokonano analizy i oceny

przepisów ustawy z 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz przepisów dyrektywy MAD II i rozporządzenia MAR.

Rozdział trzeci stanowi wprowadzenie do zasadniczej części pracy, dotyczącej przestępstwa manipulacji instrumentami finansowymi. Przedstawiona została definicja manipulacji instrumentami finansowymi oraz omówiono ustawowe znamiona przestępstwa typizowanego w art. 183 u.o.i.f. Przedstawiono najczęściej stosowane techniki manipulacyjne. Podjęto próbę rewizji dotychczasowego stanowiska doktryny i judykatury w zakresie możliwości dokonania manipulacji rynkowej w zamiarze bezpośrednim, a także ewentualnym. Przedstawiono poglądy doktryny w kwestii konstytucyjności przepisu art. 183 ust. 1 u.o.i.f. dokonując jednocześnie rekonstrukcji normy prawnokarnej w oparciu o art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR. W rozdziale tym poruszono również kwestie dotyczące optymalizacji podatkowej i różnic pomiędzy spekulacją giełdową a praktykami manipulacyjnymi.

Rozdział czwarty poświęcony został w całości omówieniu problematyki bezprawnego ujawnienia i wykorzystania informacji poufnych. Podjęto w nim rozważania na temat roli jaką odgrywa we współczesnej gospodarce rynkowej „informacja”, zdefiniowano pojęcie „informacji poufnej” oraz omówiono najbardziej charakterystyczne jej elementy. Wyjaśniono pojęcie insidera pierwotnego i wtórnego oraz kryteria klasyfikowania do jednej z tych grup. Analizie poddano rozwiązania dotyczące obowiązków informacyjnych emitentów, tworzenia list insiderów, a także wypełniania przez nich obowiązków notyfikacyjnych w związku z dokonywanymi transakcjami.

W rozdziale piątym omówiono rolę Komisji Nadzoru Finansowego w procesie wykrywania przestępstw na rynku kapitałowym. Przedstawiono statystyki za lata 2005-2020 dotyczące skierowanych do prokuratury zawiadomień o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, wniesionych aktach oskarżenia i postępowaniach sądowych zakończonych prawomocnymi wyrokami.

W ostatnim, szóstym rozdziale dokonano oceny funkcjonowania w praktyce prokuratorskiej i sądowej przepisów prawnokarnych dotyczących przestępstwa manipulacji instrumentami finansowymi i *insider tradingu*.

W zakończeniu dokonano podsumowania najważniejszych poruszanych w rozprawie zagadnień i wskazano wnioski *de lege ferenda*.

Słowa kluczowe: manipulacja instrumentami finansowymi, manipulacja rynkowa, ujawnienie informacji poufnych, wykorzystanie informacji poufnych, *insider trading*, nadużycia na rynku