

Prof. dr hab. LECH GARDOCKI

SWPS Uniwersytet Humanistycznospołeczny

Wydział Prawa, Katedra Prawa Karnego

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr. Jakuba Kwiecińskiego
„Manipulacje instrumentami finansowymi i *insider trading* w
praktyce wymiaru sprawiedliwości”**

W związku z powołaniem mnie przez Komisję Rady Naukowej Dyscypliny Nauki Prawne nr 3 Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego na recenzenta w przewodzie doktorskim mgr. Jakuba Kwiecińskiego, przedstawiam następującą opinię.

Rozważania w przedmiocie spełniania przez przedstawioną rozprawę doktorską wymagań stawianych przez art.13 ust.1 ustawy z dnia 14 marca 2013 r. o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (tekst jedn. z dnia 27.09.2017 r.,Dz.U.2017,poz.1789) należy przeprowadzić uwzględniając następujące zagadnienia: czy przedstawiona w rozprawie problematyka stanowi problem naukowy oraz czy przedstawione wnioski stanowią jego oryginalne rozwiązanie.

Temat i struktura pracy

Temat wybrany przez doktoranta mgr. Jakuba Kwiecińskiego uważam za ważny społecznie. Z punktu widzenia prawidłowego funkcjonowania mechanizmów ekonomicznych i stanu gospodarki narodowej w Polsce na pewno istotne jest sprawowanie kontroli nad tymi mechanizmami. Kontrola ta może ze strony organów państwa przybierać postać

posługiwania się nie tylko środkami administracyjnoprawnymi i cywilnoprawnymi, lecz także karnoprawnymi. Autor z dość szerokiego pola zajmowanego we współczesnym polskim systemie prawa przez przepisy karne chroniące prawidłowe działanie rynku kapitałowego trafnie wybrał za przedmiot swoich szczegółowych analiz i rozważań dwa typy przestępnego zakłócania stabilności rynku, mianowicie, manipulacje instrumentami finansowymi oraz *insider trading*, rozumiane jako przestępne ujawnienie i wykorzystanie informacji poufnych. Doktorant słusznie określa jako bardzo szkodliwe społecznie te dwa typy przestępstw, zauważając, że: *„Przestępstwa te ze względu niską wykrywalność i trudną do oszacowania liczbę osób poszkodowanych należą do najpoważniejszych na rynku kapitałowym, prowadząc do ponoszenia strat finansowych przez jego uczestników”*.

Z zawartych w pracy uwag wstępnych wynika, że *„celem badań była ocena stosowania unijnych i krajowych regulacji w zakresie zapobiegania i zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym, weryfikacja istniejących w tym zakresie poglądów doktryny, a następnie udzielenie odpowiedzi na pytanie – czy niska skuteczność zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym wynika z niedoskonałości prawa, czy też z czynników pozaprawnych, mających wpływ na efektywność prowadzonych postępowań”*.

W tym punkcie, jak stwierdza doktorant, metodą poszukiwania odpowiedzi na postawione pytanie była analiza przepisów dotyczących przestępstwa z art.183 u.o.i.f. (manipulacja instrumentami finansowymi) oraz art.180 i art.181u.o.i.f. (bezprawne ujawnienie i wykorzystanie informacji poufnych opisanych w tych artykułach.).

Wskazane twierdzenia doprowadziły doktoranta do sformułowania głównej tezy pracy o następującym brzmieniu:

Obowiązujące regulacje unijne w zakresie zapobiegania i zwalczania zjawiska manipulacji instrumentami finansowymi oraz *insider tradingu*

są skomplikowane a zarazem kazuistyczne do tego stopnia, że stwarzają liczne problemy interpretacyjne. Wpływa to na niższą skuteczność ujawniania wskazanych wyżej nadużyć oraz stanowi poważną przeszkodę w rozwoju rynku kapitałowego.

Obok tej głównej tezy znajdujemy w pracy jeszcze jasno sformułowane tezy pomocnicze o następującym brzmieniu:

1/ Obowiązujący aktualnie model instytucjonalny zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym jest nieefektywny, **w niedostateczny sposób chroni inwestorów** przed nieuczciwymi zachowaniami ze strony pozostałych uczestników rynku;

2/ Manipulacja rynkowa może być popełniona **tylko umyślnie z zamiarem bezpośrednim, kierunkowym, obejmującym cel i sposób działania.**

Sprawca nie tylko musi chcieć uzyskać korzyść majątkową w postaci zysku. Lecz musi także chcieć użyć w tym celu określonego sposobu działania.

W związku z tym, twierdzi autor, **wykluczona jest możliwość popełnienia przestępstwa manipulacji z zamiarem ewentualnym, co utrudnia ściganie przestępstw tego rodzaju;**

3/ Niejasny jest przepis rozporządzenia MAR odnoszący się do okoliczności wyłączającej odpowiedzialność karną, ponieważ nie ma ustalonych rozporządzeniem „przyjętych praktyk rynkowych”. **W konsekwencji organy ścigania mają zbyt dużą swobodę w ustalaniu wypełnienia znamion czynu zabronionego;**

4/ **Optymalizacja podatkowa** jest dopuszczalna, **jeżeli nie prowadzi do naruszenia zakazu manipulacji lub obejścia prawa**. Na przykład zbycie a następnie odkupienie tych samych instrumentów finansowych może być uznane przez organ podatkowy za czynność pozorną;

5/ Odróżnienie **manipulacji rynkowej** od **spekulacji giełdowej** jest bardzo trudne, **niekiedy wręcz niemożliwe**. Wymaga bowiem za każdym razem indywidualnej oceny transakcji a także poznania intencji sprawcy.

6/ **Skuteczna identyfikacja** przez nadzór finansowy nadużyć związanych z bezprawnym ujawnieniem i wykorzystaniem informacji poufnych, **nie przekłada się na ilość aktów oskarżenia i wyroki skazujące**, czego przyczyną jest **brak bezpośrednich dowodów** popełnienia przestępstwa (poszlakowy charakter spraw);

7/ Traktowanie naruszeń informacji poufnych jako **deliktów administracyjnych** oraz nakładanie na ich sprawców dotkliwych **kar finansowych**, stanowi o wiele **skuteczniejsze narzędzie** walki z nieuczciwymi praktykami niż wymierzanie sankcji karnych;

8/ **Niewielki udział kobiet wśród sprawców nadużyć na rynku kapitałowym** wynika z ich większej awersji do podejmowania ryzyka inwestycyjnego, mniejszej reprezentacji kobiet wśród inwestorów indywidualnych oraz mniejszego udziału w organach zarządczych i nadzorczych spółek publicznych.

Autor dysertacji omawiając poświęconą jej tematowi literaturę podkreśla, że analizowana problematyka nadużyć nie była dotąd badana empirycznie. Dlatego włączył do pracy wyniki wykonanych przez siebie badań aktowych postępowań przygotowawczych prowadzonych w latach 2012-2018 (badania akt 34 postępowań) i 61 spraw sądowych zakończonych prawomocnie w latach 2005-2020.

Wyniki badań empirycznych poprzedzone są przedstawieniem historii organizacji funkcjonowania na ziemiach polskich w okresie zaborów, w II Rzeczypospolitej, a następnie w okresie przemian politycznych i gospodarczych po 1989 roku.

Praca składa się z sześciu rozdziałów i zakończenia. W rozdziale I oprócz wątków historycznych wyjaśniono podstawowe pojęcia prawa rynku kapitałowego, a także zasady organizacji obrotu giełdowego. Są to m.in. takie pojęcia jak: oferta publiczna, papiery wartościowe, instrumenty finansowe, rynek kapitałowy, kwity depozytowe i szereg innych. Te fragmenty pracy są napisane w sposób przejrzysty i mogą służyć niektórym czytelnikom jako wprowadzenie do czytania ze zrozumieniem dalszej części tekstu, a poza tym stanowią dowód, wymaganej od doktoranta erudycji.

W rozdziale II omówiono stan prawny w okresie przed rokiem 2005, czyli głównie ustawę z 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Znalazły się już w niej również przepisy karne dotyczące manipulacji rynkowej oraz bezprawnego naruszenia informacji poufnych, podobnie jak w następnej ustawie z 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dalsze zmiany ustawodawstwa polskiego odnoszące się do tematu pracy są już ściśle związane z uzyskaniem przez Polskę członkostwa w Unii Europejskiej i dostosowywanie przepisów polskich (w postaci ustawy z 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi) do przepisów unijnych (dyrektywy MAD i rozporządzenia MAR).

W rozdziale III przedstawiono krytycznie najważniejsze kwestie związane z przestępstwem manipulacji instrumentami finansowymi, zwłaszcza omówiono znamiona przestępstwa zamieszczonego w art.183 u.o.i.f., przy czym dokonano tego na podstawie wyników badań aktowych, opisując najczęściej stosowane techniki manipulacyjne, dodatkowo ilustrując ich opisy przedstawieniem przykładami z

konkretnych zakończonych już spraw sądowych (*case studies*). Autor w sposób błyskotliwy przedstawia ewolucję znaczenia słowa „manipulacja” będącego, jak się wydaje, najważniejszym znamieniem omawianego przestępstwa, którego pełna nazwa („manipulacja instrumentami finansowymi”) współcześnie przez samo użycie tego rzeczownika sygnalizuje negatywną ocenę kryminalizowanego czynu, najwyraźniej rezygnując z utrzymywanego w języku polskim przez wiek XVIII i XIX neutralnego moralnie zabarwienia słów „manipulować” i „manipulacja”. Przyjęta przez autora pracy charakterystyka manipulacji (str.117) jako „wywieranie wpływu na drugą osobę poprzez świadome i zamierzone działanie, nastawione na określony efekt i korzyść manipulatora, przy czym charakterystyczne dla podejmowanego działania jest utrzymywanie ofiary w nieświadomości co do oszukańczego (w szerokim znaczeniu tego słowa) charakteru czynu popełnianego przez sprawcę. Bardzo interesujące są uwagi autora na temat ewolucji form manipulacji, związanej z nowymi możliwościami otwieranymi przez używanie internetu przy posługiwaniu się manipulacjami.

Autor w oparciu o obserwację praktyki mieszczącej się w pojęciu manipulacji przedstawia obszerną bardzo pouczającą informację z zakresu typologii „praktyk manipulacyjnych”. Jest to jeden z ciekawszych fragmentów pracy. Wiedza o tych praktykach pozwala lepiej rozumieć sens lakonicznego przepisu karnego wartego w art.183, ale ogólnie czytelnik pracy pozostaje z wrażeniem, że na polu stworzenia wystarczająco precyzyjnego opisu tego typu przestępstwa pozostaje jednak wiele do zrobienia dla zadośćuczynienia zasadzie *nullum crimen sine lege certa*. I nie jest to na pewno dla ustawodawcy zadanie łatwe do pełnego wykonania.

Odrębnie warto wspomnieć o próbie rewizji stanowiska polskiej doktryny prawa karnego w przedmiocie strony podmiotowej

przestępstwa , w szczególności w kwestii rodzaju zamiaru (czy tylko zamiar bezpośredni, czy również zamiar ewentualny)wymaganego dla przypisania przestępstwa manipulacji instrumentami finansowymi. W polskiej doktrynie prawa karnego przeważa pogląd, że przestępstwo manipulacji instrumentami finansowymi jako przestępstwo umyślne wymaga do przypisania podmiotowi istnienia zamiaru jego popełnienia. Nie musi to być jednak wyłącznie zamiar bezpośredni. Przestępstwo to może być również popełnione w zamiarze ewentualnym. Doktorant reprezentuje w dysertacji odmienny pogląd, przyłączając się do opinii mniejszościowej, według której dla przypisania komuś popełnienia przestępstwa manipulacji instrumentami finansowymi wymagać należy udowodnienia, że sprawca działał w zamiarze bezpośrednim. Nie wystarczy z jego strony, że godził się na wypełnienie znamion przestępstwa. Przy lekturze poświęconego temu zagadnieniu fragmentu pracy, wyraźnie widoczna jest prawnokarna erudycja autora, który swobodnie posługuje się argumentami należącymi do arsenału narzędzi z zakresu metody dogmatycznoprawnej w zastosowaniu do zagadnień prawnokarnych. Autor wykazuje się w tym zakresie umiejętnościami, które świadczą o jego erudycji i umiejętności konstruowania argumentacji pozwalającej sprawnie poddać w wątpliwość słuszność panujących poglądów w tym zakresie. Moim zdaniem, w szczególności trafnie posłużył się w zastosowanej argumentacji podkreśleniem, że omawiane przestępstwo manipulacji instrumentami finansowymi wykazuje wyraźne „pokrewieństwo” do klasycznej konstrukcji przestępstwa oszustwa (obecnie art.286 KK), przy którym bezsporne jest, że popełnione być może tylko w zamiarze bezpośrednim.

W rozdziale III zaprezentowano też poglądy doktryny i judykatury co do konstytucyjności art.183ust.1 u.o.i.f. Ponadto dokonano rekonstrukcji normy prawnokarnej z wykorzystaniem art.12 ust.1 lit.a rozporządzenia MAR.W omawianym rozdziale poruszono też kwestię

optymalizacji podatkowej i granicy między taką optymalizacją a zakazem manipulacji. Doktorant podjął też próbę wytyczenia granicy między manipulacją rynkową a spekulacją giełdową. Omówienie tych zagadnień, a są one wszystkie niewątpliwie bardzo trudne, reprezentuje wysoki poziom merytoryczny.

Istotnej problematyce bezprawnego ujawnienia i wykorzystania informacji poufnej poświęcony jest rozdział IV. Pomijając zagadnienia bardzo szczegółowo wyjaśniające znaczenie poszczególnych sformułowań wynikające z wnikliwych rozważania interpretacyjne i przekonujące tezy autora odnoszące się do sensu i konieczności kryminalizacji *insider tradingu*, należy tę część pracy również ocenić jako potwierdzające umiejętność prowadzenia wywodu naukowego. Rozdział V poświęcony jest roli Komisji Nadzoru Finansowego w procesie wykrywania przestępstw na rynku kapitałowym.

Ostatni VI rozdział pracy zawiera analizę praktyki prokuratorskiej i sądowej. Dotyczyła ona zwłaszcza długości trwania postępowań w sprawach o przestępstwa manipulacji instrumentami finansowymi i *insider tradingu*, a także sposobu ich zakończenia. Przeanalizowano też wyroki skazujące w szczególności rodzaj i wymiar orzekanych kar, zgromadzono też dane odnoszące się do sprawców, tworząc tzw. profil sprawczy i opisując *modus operandi*. Tym fragmentem autor potwierdził wrażenie o tym, że opanował umiejętności prowadzenia badań naukowych i formułowania wynikających z tych badań konkluzji.

W zakończeniu przedstawiono interesujące wnioski oraz postulaty *de lege ferenda*.

Zdaniem autora ^{uzupełniono} potwierdziła się główna teza ^{bo} pracy, ~~że~~ wprowadzenie obowiązujące regulacje unijne w zakresie zapobiegania i zwalczania zjawiska manipulacji instrumentami finansowymi oraz *insider tradingu* są skomplikowane i kazuistyczne, i dlatego sprawiają różne problemy interpretacyjne, niemniej jednak w sumie zapewniają należyta

ochronę inwestorom przed nieuprawnionymi zachowaniami ze strony innych uczestników rynku.

W wyniku analiz teoretycznych i badań praktyki organów ścigania oraz sądów potwierdzone zostały w całości lub częściowo tezy pomocnicze, w szczególności krytyczne twierdzenia na temat niedostatecznej sprawności działania organów państwowych zwalczających obydwa omawiane w pracy typy przestępstw. Usprawnienie ich funkcjonowania wymaga zmian prawnych i organizacyjnych, które autor przedstawia w formie interesujących postulatów *de lege ferenda*.

Jedynym postulatem, zgłoszonym przez autora pod adresem ustawodawcy, który budzi moje poważne wątpliwości jest propozycja, by przy zwalczaniu nadużyć opisanych w pracy przenieść akcent z klasycznych postępowań karnych na karanie w trybie administracyjnym. Być może poprawiłoby to sprawność ścigania sprawców tych nadużyć, ale z pewnością pozbawiłoby ich licznych uprawnień jednostki wynikających z kodeksu postępowania karnego.

W konkluzji należy stwierdzić, że:

1. Recenzowana rozprawa doktorska przygotowana pod opieką promotora dr hab., prof. UW Barbary Namysłowskiej Gabrysiak reprezentuje bardzo wysoki poziom merytoryczny i formalny. Autor wykorzystał w szerokim zakresie literaturę przedmiotu i wyniki badań praktyki;

2. Praca spełnia z pewnością wymagania stawiane przez art.13 ust.1 ustawy z dnia 14 marca 2013 r. o stopniach i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki (tekst jedn. Z dnia 27 września 2017 r. , Dz.U. z 2017 r.,poz.1789). Wykazuje też znaczną ogólną wiedzę doktoranta w dyscyplinie nauki prawne i i dowodzi posiadania przez niego umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

3. Opracowana w rozprawie w pracy problematyka stanowi niewątpliwie problem naukowy, a zaprezentowane rozważania i wnioski stanowią jego oryginalne rozwiązanie.

4. W związku z powyższym stwierdzam, że dysertacja doktorska mgr. Jakuba Kwiecińskiego spełnia wszystkie warunki pozwalające na dopuszczeniu jej do publicznej obrony.

Lech Gardocki