

Uniwersytet Warszawski
Wydział Prawa i Administracji

mgr Jakub Kwieciński

**Manipulacje instrumentami finansowymi i *insider trading*
w praktyce wymiaru sprawiedliwości**

Autoreferat rozprawy doktorskiej

Praca napisana pod kierunkiem:

dr hab. Barbary Namysłowskiej-Gabrysiak
Katedra Prawa Karnego Porównawczego
Wydział Prawa i Administracji
Uniwersytet Warszawski

Recenzenci:

prof. dr hab. Lech Gardocki
Wydział Prawa
SWPS Uniwersytet Humanistycznospołeczny

prof. dr hab. Ryszard Stefański
Wydział Prawa i Administracji
Uczelnia Łazarskiego

Warszawa 2023

1. Przedmiot rozprawy

Rozprawa doktorska zatytułowana „Manipulacje instrumentami finansowymi i *insider trading* w praktyce wymiaru sprawiedliwości” stanowi podsumowanie moich wieloletnich obserwacji i badań poświęconych zjawisku nadużyć na rynku kapitałowym. Problematyka ta, zwłaszcza w aspekcie zwalczania przestępczości na rynku kapitałowym, pozostaje od wielu lat w polu zainteresowania zarówno przedstawicieli doktryny, jak i praktyków. Spowodowane jest to wzrostem nadużyć na rynkach finansowych mających ścisły związek z globalizacją i postępującą integracją rynków finansowych. Do wzrostu tej przestępczości przyczynia się również rozwój nowoczesnych technologii informatycznych, a zwłaszcza handlu algorytmicznego. Wykorzystywanie w obrocie instrumentami finansowymi tego rodzaju strategii, głównie przez inwestorów instytucjonalnych, umożliwia im uzyskanie realnej przewagi nad inwestorami indywidualnymi nie korzystającymi z tego typu narzędzi. Kluczową kwestią stało się zatem zapewnienie skutecznej ochrony drobnym inwestorom przed nieuprawnionymi działaniami ze strony pozostałych uczestników rynku.

Rynek kapitałowy jest częścią systemu finansowego państwa, na którym przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe. To miejsce pozyskiwania przez firmy kapitałów średnio- i długoterminowych przeznaczonych głównie na finansowanie inwestycji związanych z rozwojem prowadzonej działalności gospodarczej. Pozwala on również podmiotom krótko działającym na rynku, zazwyczaj bez odpowiedniego zaplecza finansowego i bez możliwości uzyskania finansowania zewnętrznego na pozyskanie środków w celu realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych. Podstawowym segmentem rynku kapitałowego jest giełda papierów wartościowych, gdzie dochodzi do kojarzenia podmiotów poszukujących kapitału z podmiotami dysponującymi wolnymi środkami, poszukującymi możliwości efektywnego ich ulokowania. Na ocenę atrakcyjności giełdy, wpływa jej transparentność oraz bezpieczeństwo dokonywanych inwestycji. W praktyce oznacza to, konieczność zapewnienia równych praw wszystkim uczestnikom rynku w zakresie dostępu do informacji rynkowych, mających istotny wpływ na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne. Ujawnienie nieprawidłowości wpływa negatywnie na wizerunek giełdy i spadek zaufania do niej. Utrata zaufania zniechęca uczestników rynku do inwestowania na niej, a w rezultacie prowadzi do wycofywania kapitału i poszukiwania innych bezpiecznych form lokowania środków finansowych.

2. Uzasadnienie wyboru tematu

Wybór tematu rozprawy podyktowany został kilkoma względami. Po pierwsze rynek kapitałowy odgrywa kluczową rolę w gospodarce każdego kraju, zaś jego destabilizacja może prowadzić do zachwiania stanu równowagi całej gospodarki. Z tego względu podlega on szczególnej ochronie prawnej, wyrażającej się w konieczności zapewnienia warunków do jego prawidłowego funkcjonowania poprzez skuteczne stosowanie i egzekwowanie prawa wobec podmiotów będących uczestnikami obrotu. 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.

Po drugie problematyka zwalczania i zapobiegania przestępczości kapitałowej, nie była dotychczas przedmiotem szerszych badań kryminologicznych z perspektywy praktycznego stosowania prawa przez organy wymiaru sprawiedliwości. Dotychczasowe publikacje w zdecydowanej części skupiały się na analizie prawnodogmatycznej pomijając kwestie kryminologiczne. W mojej ocenie brak wiedzy empirycznej, popartej rzetelnymi badaniami naukowymi utrudnia formułowanie wniosków i prowadzi do zbytniego upraszczania sposobu wyjaśniania omawianych zjawisk. Dostrzegając tę lukę, przeprowadzono badania aktowe postępowań przygotowawczych i spraw sądowych zakończonych prawomocnymi orzeczeniami.

Po trzecie wybór tematu podyktowany był osobistymi zainteresowaniami problematyką funkcjonowania rynków finansowych, którego istotnym ogniwem jest rynek kapitałowy. Poczynione z perspektywy uczestnika rynku obserwacje i zdobyte doświadczenie doprowadziły do wniosku, że w sprawach karnych referujących do tej tematyki pojawia się wiele zagadnień, wymagających szczegółowej analizy badawczej. Zagadnieniami tymi były kwestie konstytucyjności przepisu art. 183 u.o.i.f., optymalizacji podatkowej, ustalenia kryteriów pozwalających na odróżnienie przestępstwa manipulacji rynkowej od strategii spekulacyjnych. W świetle powyższych rozważań uznałem, że istnieje potrzeba przygotowania kompleksowej rozprawy traktującej o najważniejszych aspektach prawnokarnych i kryminologicznych.

3. Problem badawczy i cel pracy

Podstawowym celem rozprawy była szczegółowa analiza stosowania unijnych i krajowych regulacji prawnych w zakresie zapobiegania i zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym, 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 ramach głównego problemu badawczego sformułowałem następujące kwestie badawcze:

- 1) Czy obowiązujące regulacje prawne, dotyczące manipulacji instrumentami finansowymi oraz bezprawnego ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnych stanowią wystarczającą ochronę rynku kapitałowego, przed nieuczciwymi zachowaniami inwestorów?
- 2) 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.
- 3) Dlaczego nadużycia na rynku kapitałowym, a w szczególności czyny polegające na bezprawnym ujawnieniu i wykorzystaniu informacji poufnych, nie są w należyty sposób zwalczane?
- 4) Jakie działania należy podjąć, aby zapewnić pełną ochronę rynku kapitałowego przed niezgodnymi z prawem zachowaniami uczestników rynku?

Rezultatem prowadzonych badań jest wskazanie problemów związanych ze zwalczaniem przestępczości na rynku kapitałowym, ze szczególnym uwzględnieniem manipulacji instrumentami finansowymi oraz *insider tradingu* i przedstawienie propozycji zmian w celu skuteczniejszego przeciwdziałania tego rodzaju zachowaniom.

4. Tezy badawcze

W rozprawie doktorskiej sformułowana została jedna główna teza badawcza oraz 8 tez pomocniczych. Główna teza pracy brzmi: 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 powiązaniu z tezą główną sformułowano 8 tez pomocniczych:

- 1) Obowiązujący model instytucjonalny w zakresie zapobiegania i zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym jest nieefektywny oraz 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. Elementy przedmiotowe manipulacji rynkowej muszą się mieścić w świadomości sprawcy i muszą być objęte jego wolą. Sprawca nie tylko musi chcieć uzyskać korzyść majątkową w postaci zysku (albo ograniczenia straty), lecz musi także chcieć w tym celu użyć określonego sposobu działania. Jeżeli jeden z tych elementów nie jest objęty świadomością sprawcy nie można mówić o manipulacji rynkowej. Tak samo, nie można uznać za manipulację rynkową zachowania, jeżeli sprawca nie chce, lecz tylko się godzi na jedną w wyżej wymienionych przesłanek. Takie ujęcie znamion strony podmiotowej wyklucza możliwość popełnienia manipulacji z zamiarem ewentualnym, co utrudnia ściganie przestępstw tego rodzaju.
- 3) Próba zrekonstruowania normy prawnokarnej w oparciu o art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR, do którego odsyła art. 183 ust. 1 u.o.i.f. nie jest możliwa, wobec odniesienia do okoliczności wyłączających odpowiedzialność karną, których ustalenie jest wysoce utrudnione (albo niewykonalne) z uwagi na brak „przyjętych praktyk rynkowych”. Brak ustanowienia tych praktyk przez organ wykonawczy powoduje, że organy postępowania dokonujące przyporządkowania określonego stanu faktycznego do konkretnej normy prawnej mają zbyt dużą swobodę w ustaleniu wypełnienia znamion czynu zabronionego.
- 4) Optymalizacja podatkowa, jako dążenie do zmniejszenia efektywnego obciążenia podatkowego jest dopuszczalna, o ile nie prowadzi do naruszenia zakazu manipulacji instrumentami finansowymi lub obejścia prawa. Nieprawidłowe jej przeprowadzenie, skutkujące nabyciem od samego siebie instrumentów finansowych stanowi przesłankę do uznania tego typu transakcji za manipulację instrumentami finansowymi. Dokonanie czynności w postaci zbycia, a następnie odkupienia tych samych instrumentów finansowych może być uznane przez organ podatkowy za czynność pozorną.
- 5) Odróżnienie manipulacji rynkowej od spekulacji giełdowej jest niezwykle trudne, a w niektórych przypadkach wręcz niemożliwe ze względu na zbliżoną naturę obu praktyk, wymagającą każdorazowo indywidualnej oceny dokonywanych transakcji, a także poznania intencji sprawcy, które związane są z jego stanem psychicznym i emocjami.
- 6) Skuteczna identyfikacja przez nadzór finansowy nadużyć związanych z bezprawnym ujawnieniem i wykorzystaniem informacji poufnych nie przekłada się na liczbę aktów oskarżenia i wyroki skazujące, czego przyczyną jest brak bezpośrednich dowodów popełnienia przestępstwa, niepozwalających na przypisanie odpowiedzialności sprawcom tych nadużyć i wynikający z tego 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.

5. Metody badawcze

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 postępowania. W tej fazie badań, analizie poddano 34 sprawy, z czego 18 dotyczyło kwalifikacji prawnej 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 świadczących usługi telekomunikacyjne. Przedmiotem badania były zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, w tym sposoby zawiadamiania organów ścigania, a także upływ czasu od momentu zdarzenia do zgłoszenia do prokuratury. Analizie poddano również opinie biegłych sądowych pod kątem fachowości i rzetelności ich sporządzenia. Badaniu podlegała również terminowość wydawania opinii na potrzeby prowadzonych postępowań przygotowawczych.

Przedmiotem drugiego etapu badań była analiza akt prawomocnie zakończonych postępowań sądowych, prowadzonych z art. 180 i art. 181 u.o.i.f. oraz art. 183 u.o.i.f. w latach 2005-2020. W tej fazie badań, analizie poddano ogółem 61 spraw, z czego 1 (jedna) dotyczyła kwalifikacji prawnej z art. 180 u.o.i.f. w zb. z art. 181 u.o.i.f., 10 kwalifikacji prawnej z art. 181 u.o.i.f., pozostałe 50 obejmowało kwalifikację z art. 183 u.o.i.f. Były to sprawy wskazane przez Prokuraturę Okręgową w Warszawie, w których wniosła ona akty oskarżenia do sądów. Badania koncentrowały się na analizie orzeczeń sądowych. Celem było uzyskanie wiedzy na temat sposobu zakończenia postępowań sądowych, rodzaju oraz wysokości wymierzanych kar, a także analiza profilu sprawców tych przestępstw. Analizie poddano *modus operandi* sprawców oraz motywy ich działania.

6. Struktura pracy

Praca składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów i zakończenia. Do pracy dołączono, spisy tabel, wykresów oraz wzór kwestionariusza badawczego. W rozdziale pierwszym przedstawiono tło historyczne funkcjonowania giełd na ziemiach polskich w okresie zaborów oraz w dwudziestoleciu 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 w zakresie możliwości dokonania manipulacji rynkowej w zamiarze bezpośrednim, a także ewentualnym. Przedstawiono poglądy doktryny i stanowisko judykatury 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 dwie istotne z punktu widzenia manipulacji rynkowej 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.

Rozdział szósty został w całości poświęcony badaniom własnym. Dokonano w nim oceny funkcjonowania w praktyce prokuratorskiej i sądowej przepisów prawnokarnych dotyczących przestępstwa manipulacji instrumentami finansowymi i *insider tradingu*.

7. Wyniki przeprowadzonych badań

Wyniki badań akt postępowań przygotowawczych prowadzonych w sprawach manipulacji rynkowej i *insider tradingu*, wskazują na niską skuteczność organów dochodzeniowych w zakresie wykrywalności tego rodzaju nadużyć. Potwierdzeniem tego są statystyki dotyczące spraw rejestrowanych w prokuraturze, w stosunku do liczby postępowań umorzonych oraz liczby skierowanych do sądów aktów oskarżenia. Duża liczba umorzonych postępowań świadczy o trudnościach związanych z zebraniem wyczerpującego materiału dowodowego, niepozwalającego prokuraturze na sporządzenie aktu oskarżenia i wniesienia go do sądu.

Spśród 281 spraw dotyczących manipulacji instrumentami finansowymi i *insider tradingu* zarejestrowanych w latach 2005-2018 w Prokuraturze Okręgowej w Warszawie, 133 postępowania prowadzone były z art. 183 u.o.i.f., 137 postępowań dotyczyło kwalifikacji

prawnej z art. 180 i art. 181 u.o.i.f. W pozostałych 11 sprawach, zastosowana została kwalifikacja kumulatywna art. 183 u.o.i.f. oraz art. 180 i art. 181 u.o.i.f. w zbiegu z innymi przepisami. Postanowienia o umorzeniu wydano w 204 postępowaniach (72,6% wszystkich zarejestrowanych spraw). Przy porównywalnej liczbie spraw zarejestrowanych znacznie lepszą wykrywalność odnotowuje się w przypadku przestępstw manipulacji rynkowej niż *insider tradingu*. Ze 133 zarejestrowanych spraw dotyczących manipulacji rynkowej, w 71 z nich wydano postanowienia o umorzeniu postępowania, co stanowi 53,4% spraw z tego zakresu. Prokuratura Okręgowa w Warszawie skierowała do sądów 47 aktów oskarżenia wobec 67 sprawców. W trzech sprawach wniosła o warunkowe umorzenie postępowania karnego wobec 3 osób.

W przypadku bezprawnego ujawnienia i wykorzystania informacji poufnych, na 137 zarejestrowanych spraw, w 124 z nich wydano postanowienia o umorzeniu postępowania, co stanowi 90,5% spraw prowadzonych z tego zakresu. Prokuratura Okręgowa w Warszawie skierowała do sądów 10 aktów oskarżenia wobec 13 oskarżonych. W jednej sprawie wystąpiła z wnioskiem o warunkowe umorzenie postępowania karnego.

Uzyskane wyniki badań akt prokuratorskich pozwoliły na zidentyfikowanie głównych przyczyn leżących u podstaw małej skuteczności organów dochodzeniowych. Po pierwsze, są to trudności z pozyskiwaniem danych retencyjnych wynikające z ograniczeń prawa telekomunikacyjnego, a także przeszkody natury technologicznej uniemożliwiające pozyskiwanie danych o użytkownikach końcowych korzystających z sieci bezprzewodowych w ogólnodostępnych przestrzeniach. Po drugie, jest to słabej jakości materiał dowodowy w postaci zeznań świadków pozyskiwany w ramach pomocy prawnej od lokalnych jednostek Policji. Po trzecie, są to niejednoznaczne opinie biegłych pozostawiające zbyt duże pole do interpretacji uzyskanych wyników.

W przypadku *insider tradingu* niska wykrywalność przestępstw związanych z naruszeniem informacji poufnych wynika z poszlakowego charakteru prowadzonych postępowań. W tego rodzaju sprawach materiał dowodowy opiera się na trzech filarach. Po pierwsze, są to zeznania świadków, po drugie dowody cyfrowe zapisane na nośnikach elektronicznych (bilingi rozmów telefonicznych, korespondencja mailowa, wiadomości sms), po trzecie, zestawienia operacji na rachunkach bankowych i maklerskich. Nieprzyznanie się osoby podejrzanej do ujawnienia bądź wykorzystania informacji poufnej oraz niedysponowanie przez organy dochodzeniowe dowodami cyfrowymi, oznacza w praktyce brak możliwości przedstawienia sprawcy zarzutów. Zupełnie inaczej kwestia ta wygląda w przypadku

manipulacji rynkowej, gdzie zeznania osób podejrzanych o tego rodzaju praktyki weryfikowane są zazwyczaj przez biegłych, których opinie stanowią kluczowy dowód w sprawie.

Analiza zgromadzonego materiału badawczego spraw o przestępstwo z art. 183 u.o.i.f., pozwoliła na identyfikację najważniejszych problemów występujących na etapie prowadzonych postępowań sądowych. Prokuratura Okręgowa w Warszawie w latach 2005-2018 skierowała do sądów 47 aktów oskarżenia oraz 3 wnioski o warunkowe umorzenie postępowania karnego wobec 70 osób. Wyroki skazujące orzeczono w 31 sprawach wobec 42 sprawców. Najczęściej stosowaną sankcją była kara grzywny orzeczona wobec 35 sprawców. Ustalono, że średni jej wymiar kształtował się na poziomie 15,2 tys. zł. Poza karą grzywny sądy rzadko korzystały z możliwości orzeczenia bardziej dotkliwych kar. W toku realizowanych badań stwierdzono 6 wyroków na karę pozbawienia wolności z warunkowym jej zawieszeniem, z czego w trzech sprawach orzeczono dodatkowo karę grzywny. W toku badania nie odnotowano wyroku skazującego na bezwzględną karę pozbawienia wolności.

Analiza akt pozwoliła na określenie długości trwania postępowań sądowych. Czas trwania postępowań toczących się przed sądami I i II instancji wynosił średnio 839 dni, przy medianie wynoszącej 495 dni. Analizie poddano czynniki wpływające na przewlekłość postępowań prowadzonych w sprawach manipulacji rynkowej. Do najważniejszych z nich zaliczyć należy: długi czas sporządzania opinii przez biegłych sądowych; konieczność sporządzenia opinii uzupełniających uwzględniających pytania zgłaszane przez strony postępowania; zdejmowanie spraw z wokandy w związku z usprawiedliwioną nieobecnością obrońców, wynikającą z kolizji terminów w sprawach wyznaczonych przez inne sądy; usprawiedliwioną nieobecność oskarżonych z powodu przedkładania zaświadczeń lekarskich stwierdzających niezdolność uczestniczenia w rozprawie; konieczność ustalenia miejsca zamieszkania świadków wobec nieodbierania wezwań na terminy rozpraw.

Badania akt sądowych pozwoliły na określenie sylwetki sprawcy przestępstwa manipulacji instrumentami finansowymi. Ustalono, że jest nim żonaty mężczyzna, w wieku około 42 lat, legitymujący się wykształceniem wyższym, mieszkający w mieście, posiadający obywatelstwo polskie, czynny zawodowo, w większości przypadków będący osobą dotychczas niekaraną.

Badania pozwoliły także na ustalenie najbardziej typowych zachowania sprawców manipulacji rynkowej. Zaliczyć do nich należy dokonywanie: transakcji przeciwstawnych „sam ze sobą”, transakcji wzajemnych oraz transakcji naprzemiennych.

Przeprowadzone badania akt spraw o przestępstwo z art. 180 i art. 181 u.o.i.f. oraz uzyskane na ich podstawie wyniki, pozwoliły na bardzo ogólne określenie najważniejszych problemów występujących na etapie postępowań sądowych. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest niewielka liczba spraw podlegających badaniu będąca następstwem niskiej wykrywalności tego rodzaju przestępstw. Prokuratura Okręgowa w Warszawie w latach 2005-2018 skierowała do sądów 10 aktów oskarżenia wobec 13 osób, a także skierowała jeden wniosek o warunkowe umorzenie postępowania karnego. W latach 2005-2020 prawomocne wyroki skazujące z art. 180 i art. 181 u.o.i.f., orzeczono w 8 sprawach wobec 9 osób.

Porównanie tych danych z liczbą zawiadomień o podejrzeniu popełnienia przestępstwa oraz liczbą umorzonych postępowań przygotowawczych, skłania ku tezie, zgodnie z którą w przypadku tego rodzaju przestępczości mamy do czynienia z „ciemną liczbę” niewykrytych przypadków nadużyć, których rzeczywista skala trudna jest do precyzyjnego oszacowania.

W badanych sprawach zakończonych prawomocnymi wyrokami, jedyną stosowaną sankcją wobec sprawców *insider tradingu* była kara grzywny. Wysokość zasądzonych kar była bardzo zróżnicowana. Średni wymiar kary grzywny za przestępstwo naruszenia informacji poufnych wynosił 53,3 tys. zł.

Badania aktowe pozwoliły również na określenie czasu trwania postępowań sądowych. W przypadku badanej próby, czas trwania postępowań toczących się przed sądami I i II instancji wynosił średnio 918 dni, przy medianie kształtującej się na poziomie 800 dni. Wśród okoliczności wpływających na długość postępowań sądowych prowadzonych z zakresu *insider tradingu* wymienić należy konieczność przesłuchania dużej liczby kluczowych dla sprawy świadków oraz ich niestawiennictwo na rozprawach. Jak ustalono w wielu przypadkach nie wynikało ono z celowego działania i braku woli stawienia się przed sądem, lecz spowodowane było sytuacją materialną i osobistą tych osób.

Badania pozwoliły na sporządzenie sylwetki sprawcy przestępstwa *insider tradingu*. Ustalono, że sprawcą tego rodzaju przestępstw jest najczęściej mężczyzna, stanu wolnego, w wieku około 37 lat, posiadający wykształcenie wyższe lub niepełne wyższe, zatrudniony na podstawie umowy o pracę, mieszkujący w mieście, posiadający obywatelstwo polskie. Były to zazwyczaj osoby niekarane wcześniej za podobne czyny.

Wyniki badań pozwoliły na poznanie *modus operandi* sprawców przestępstw *insider tradingu*. Najczęstszym sposobem dokonania tego rodzaju przestępstw było nabycie akcji przed opublikowaniem raportu bieżącego zawierającego informacje o charakterze cenotwórczym, a po jego opublikowaniu i ewentualnym wzroście kursu natychmiastowa sprzedaż wcześniej

zakupionych walorów z zyskiem. Ustalono, że sprawcy stosunkowo rzadko wykorzystywali do tego celu własne rachunki inwestycyjne, ze względu na możliwość zidentyfikowania. Najczęściej w celu maskowania swoich działań korzystali z rachunków inwestycyjnych członków najbliższej rodziny lub znajomych.

8. Wnioski

Obowiązujące regulacje w zakresie zapobiegania i zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym ocenić należy pozytywnie. Mimo początkowo licznych głosów krytyki ze strony uczestników obrotu, wskazujących na negatywne konsekwencje wprowadzania ich do europejskiego porządku prawnego, regulacje te w sposób kompleksowy ujednoliciły zasady przeciwdziałania nadużyciom w obrocie instrumentami finansowymi. Asumptem do wprowadzenia zmian było zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynków, poprzez zagwarantowanie jego uczestnikom bezpieczeństwa realizowanych na nich transakcji.

Przeciwnicy wprowadzonych rozwiązań wskazują na nadmierną kazuistykę i niedookreśloność wprowadzonych przez ustawodawcę unijnego pojęć. Ich zdaniem zbyt duża szczegółowość przekłada się na słabą znajomość regulacji wśród uczestników obrotu kapitałowego. Szczególnie widoczne jest to w przypadku zachowań manipulacyjnych, gdzie uczestnicy rynku nie są nieraz świadomi bezprawności działań. Potwierdzeniem tego są zeznania sprawców, w których osoby te często nie kryły zaskoczenia z powodu stawianych im zarzutów. Do grupy tej należy również zaliczyć niemałą liczbę uczestników rynku, którzy spekulację rynkową myślą z manipulacją instrumentami finansowymi.

Ujawnianie przez organa nadzoru przypadki zachowań manipulacyjnych, wynikają również pośrednio ze słabości polskiego rynku kapitałowego, którego jednym z przejawów jest mała płynność wielu oferowanych na nim instrumentów. Regulacje europejskie nie różnicują bowiem rynków w zależności od ich wielkości, co sprawia, że w równym stopniu dotyczą one rynków kapitałowych o globalnym zasięgu, jak również rynków lokalnych do których zaliczana jest GPW w Warszawie. Ryzyko dokonania manipulacji rynkowej jest znacznie wyższe w przypadku mało płynnych instrumentów, niż walorów cieszących się większym zainteresowaniem inwestorów.

W efekcie przeprowadzonej analizy, częściowo potwierdzona została główna teza pracy, 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.

Nie ulega wątpliwości, że przepisy normujące zasady obrotu instrumentami finansowymi, cechują się dużym stopniem złożoności. Pomimo swojego złożonego charakteru zapewniają należytą ochronę inwestorów przed nieuprawnionymi zachowaniami ze strony innych uczestników rynku. Zagwarantowanie tej ochrony było jednym z priorytetów ustawodawcy unijnego. Obecne regulacje pozwalają o wiele skuteczniej walczyć z nadużyciami na rynku, niż miało to miejsce przed wejściem w życie rozporządzenia MAR i dyrektywy MAD II. Przeciwnicy wprowadzonych rozwiązań, głównie uczestnicy rynku, wskazują na trudności związane z odkodowaniem zawartych w przepisach norm prawnych poprzez stosowanie klauzul generalnych i nieprecyzyjnych terminów, które w wielu przypadkach utrudniają lub wręcz uniemożliwiają zastosowanie prawidłowej wykładni językowej. Wyrażany jest również pogląd, zgodnie z którym ustawodawca unijny doprowadził do przeregulowania rynku, co może skutkować wycofywaniem się inwestorów z rynku kapitałowego ze względu na zbyt restrykcyjne przepisy. Należy jednak pamiętać, że wprowadzone przepisy są pewnego rodzaju kompromisem wynikającym z konieczności zapewnienia uczestnikom rynku jednolitej ochrony prawnej we wszystkich państwach członkowskich, mających często odmienne systemy prawne. Wnikliwa analiza aktualnie obowiązujących przepisów normujących obrót instrumentami finansowymi nie pozostawia wątpliwości, że regulacje te są spójne i logicznie powiązane.

Jako niezasadne należy uznać twierdzenie uzupełniające tezę główną, zgodnie z którym złożoność i kazuistyczność regulacji wpływa na niższą skuteczność ujawnianych nadużyć oraz stanowi poważną przeszkodę w rozwoju rynków. Odnosząc się do pierwszej z poruszonych kwestii, stwierdzić należy, iż skuteczność wykrywania przestępstw kapitałowych w żaden sposób nie wynika ze złożoności przepisów, lecz ma swoje źródła w czynnikach pozaprawnych, do których zaliczyć należy nieefektywnie funkcjonujący model instytucjonalny. Również jako nietrafne należy uznać kolejne twierdzenie dopełniające tę tezę, zgodnie z którym złożoność i kazuistyczność regulacji stanowi poważną przeszkodę w rozwoju rynku kapitałowego. Twierdzenie takie byłoby w opozycji do celu, który przyświecał prawodawcy unijnemu, a którym było zapewnienie wzrostu konkurencyjności rynków finansowych. Doświadczenia ostatnich lat pokazały, że wprowadzone regulacje, w żaden sposób nie wpłynęły na zahamowanie rozwoju rynków finansowych. Wręcz przeciwnie, po chwilowym załamaniu spowodowanym pandemią w 2020 r., ostatnie lata przyniosły dynamiczny ich rozwój.

Pozytywnie zweryfikowana została pierwsza teza rozprawy, zgodnie z którą obowiązujący model instytucjonalny w zakresie zapobiegania i zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym jest nieefektywny oraz w niedostateczny sposób chroni inwestorów przed nieuczciwymi zachowaniami ze strony pozostałych uczestników rynku.

Przeprowadzone badania aktowe pozwoliły na ustalenie dwóch najsłabszych ogniw w postępowaniach prowadzonych przez organa nadzoru i organa dochodzeniowe. Po pierwsze jest to zbyt długi czas prowadzenia postępowań wyjaśniających przez KNF. Wprawdzie przepisy ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym dopuszczają możliwość prowadzenia postępowań do 12 miesięcy, jednak korzystanie przez Komisję z przysługujących jej uprawnień w pełnym wymiarze czasu utrudnia, a niekiedy wręcz uniemożliwia prokuraturze pozyskanie istotnych dowodów w postaci danych retencyjnych. Dane te zaś są kluczowe w przypadku przestępstw dotyczących *insider tradingu*. Przepisy prawa telekomunikacyjnego są w tym względzie bardzo restrykcyjne, gdyż nakładają na operatorów obowiązek ich przechowywania przez maksymalny okres 12 miesięcy, po upływie którego muszą one zostać usunięte.

Drugim słabym ogniwem omawianego procesu są dochodzenia prowadzone przez Wydział do walki z Przestępczością Gospodarczą Komendy Stołecznej Policji pod nadzorem Prokuratury Okręgowej w Warszawie. Jak wykazały badania aktowe sposób realizowania czynności dochodzeniowych przez Policję jest wysoce nieefektywny. Z badań wynika, że Wydział dw. z PG KSP pełni bardziej rolę koordynującą w stosunku do jednostek Policji na terenie kraju, którym podzleca wykonanie wielu czynności dochodzeniowych. Przykładem takich nieefektywnych czynności są przesłuchania świadków prowadzone w ramach pomocy prawnej. Ze względu na ekonomikę procesu przeprowadzane są one zazwyczaj w miejscu pobytu świadka, przez lokalne jednostki Policji. Analiza akt prokuratorskich wykazała, że pozyskiwane w tym trybie zeznania niewiele dowodowo wnoszą do sprawy ze względu na ich zbytnią ogólność, nieprecyzyjność, a także liczne braki. Skomplikowana materia spraw, do jakich niewątpliwie należą nadużycia w obrocie instrumentami finansowymi, sprawia, że policjanci wykonujący czynności w ramach pomocy prawnej nie są merytorycznie przygotowani do tego rodzaju przesłuchań. Potwierdziła to analiza protokołów zeznań świadków, z których wynika, że funkcjonariusze Policji, w ramach prowadzonych czynności nie stosują odpowiednich technik prowadzenia przesłuchań pozwalających na uzyskanie wyczerpujących zeznań od osób przesłuchiowanych, a także nie formułują dodatkowych pytań w związku z nieprecyzyjnymi lub niepełnymi odpowiedziami. Rola ich sprowadza się najczęściej do zaprotokołowania odpowiedzi na przesłane im pytania. W rezultacie prokuratura

otrzymuje niepełny i słabej jakości materiał dowodowy, niepozwalający jej na postawienie podejrzanym zarzutów.

Potwierdzenie znalazła druga teza pracy, zgodnie z którą manipulacja rynkowa może być popełniona tylko umyślnie z zamiarem bezpośrednim, kierunkowym, obejmującym cel i sposób działania. Choć w doktrynie nie brak głosów, że dopuszczalny jest zamiar ewentualny, to dotychczas, nie została przedstawiona głębsza argumentacja przemawiająca za możliwością dokonania przestępstwa manipulacji rynkowej z *dolus eventualis*. Również dokonując przeglądu orzecznictwa za lata 2005-2020, nie stwierdziłem ani jednego przypadku wystąpienia zamiaru ewentualnego, mimo wielokrotnego powoływania się w judykatach na taką możliwość. Z tego względu, wbrew stanowisku wyrażanemu w doktrynie, przyjąć należy, że manipulacji rynkowej można dokonać jedynie umyślnie w zamiarze kierunkowym, tj. gdy sprawca chce popełnić tego typu czyn oraz działa w celu jego popełnienia. Celem tym będzie uzyskanie korzyści majątkowej w postaci osiągnięcia zysku lub uniknięcia straty, kosztem pozostałych uczestników rynku kapitałowego. Sprawca dążąc do uzyskania korzyści majątkowej, musi chcieć użyć w tym celu określonego sposobu działania. Działaniem tym będzie składanie zleceń lub zawieranie transakcji z zamiarem wprowadzenia innych uczestników w błąd, co do popytu, podaży, lub ceny instrumentu finansowego, jak również utrzymywanie ceny instrumentu na nienaturalnym lub sztucznym poziomie. Wypełnienie znamion przestępstwa manipulacji rynkowej wymaga łącznego spełnienia dwóch wymienionych przesłanek. Ważny jest tu aspekt intelektualny nierozdzielnie związany ze świadomością sprawcy, który pozwala na rozpoznanie znaczenia okoliczności czynu zabronionego. Jeżeli zatem którakolwiek z wymienionych przesłanek nie jest objęta świadomością sprawcy, nie można uznać takiego zachowania za manipulację rynkową. Również, gdy sprawca nie chce, lecz tylko się godzi na jedną z wymienionych przesłanek tj. nie ma do końca pewności, czy jego zachowanie spowoduje jakiegokolwiek naruszenie zakazu manipulacji, nie można uznać jego zachowania za przestępstwo.

Potwierdzenia nie znalazła trzecia teza, zgodnie z którą próba zrekonstruowania normy prawnokarnej w oparciu o art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR, do którego odsyła art. 183 ust. 1 u.o.i.f. nie jest możliwa, wobec odniesienia do okoliczności wyłączających odpowiedzialność karną, których ustalenie jest wysoce utrudnione (albo niewykonalne) z uwagi na brak „przyjętych praktyk rynkowych”. Analiza materiału badawczego wykazała, że nieprzyjęcie praktyk rynkowych, w żaden sposób nie wpływa na brak możliwości rekonstrukcji normy prawnokarnej w oparciu o art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR. Przez wiele lat

obowiązywania instytucji „przyjętych praktyk rynkowych”, dokonywano jej błędnej wykładni. Wynikało to ze zbyt ogólnej definicji, która nie do końca oddawała ideę wprowadzenia tego rodzaju praktyk. Uważano, że stanowią one katalog dopuszczalnych zachowań na rynku, które powinny być ustanowione przez organ nadzoru. Błędem było też utożsamianie instytucji „przyjętych praktyk rynkowych” z kodeksem dobrych praktyk. Te drugie kodyfikują zasady ładu korporacyjnego, stanowiąc dobrowolny zbiór postępowania, w zakresie przestrzegania norm etycznych i zawodowych przez inwestorów instytucjonalnych. Ideą „przyjętych praktyk rynkowych” jest natomiast regulacyjne wyłączenie określonych zachowań wypełniających znamiona manipulacji spod zakazu manipulacji. Celem wprowadzenia takiego rozwiązania była wspieranie płynności wybranych instrumentów finansowych oraz zwiększenie efektywności rynków. W dużym uproszczeniu można uznać, że „przyjęte praktyki rynkowe” są legalną formą manipulacji rynkowej zaakceptowaną przez organa nadzoru. Ustanowienie „przyjętej praktyki rynkowej” jest procesem bardzo sformalizowanym, wymagającym uzyskania przez KNF opinii regulatora europejskiego, a także opublikowania na stronie internetowej uzasadnienia dla danej praktyki. Do tej pory, na rodzimym rynku, nie zaistniała konieczność ustanowienia praktyki rynkowej w myśl przepisów rozporządzenia MAR. Możliwość taka znajduje się w gestii ministra właściwego do spraw instytucji finansowych, który może ją wydać w formie rozporządzenia. Uznać zatem należy, że ich brak w żaden sposób nie wpływa na możliwość rekonstrukcji normy prawnokarnej w oparciu o art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR, z uwagi na ich inną rolę, niż funkcjonowała ona w świadomości uczestników rynku.

Czwarta teza okazała się jedynie częściowo zasadna. Zgodnie z nią optymalizacja podatkowa, jako dążenie do zmniejszenia efektywnego obciążenia podatkowego, jest dopuszczalna, o ile nie prowadzi do naruszenia zakazu manipulacji instrumentami finansowymi lub obejścia prawa. Jak wykazały badania, transakcje optymalizacyjne są stosunkowo częstą metodą obniżenia podstawy opodatkowania dochodów z rynku kapitałowego. Metoda ta polega na wykorzystaniu tzw. straty finansowej. Oznacza to, że inwestor musi posiadać w swoim portfelu instrumenty finansowe, co do których przewiduje, że w danym roku podatkowym wykaże niezrealizowaną stratę. Sprzedaż tych walorów, a następnie ich odkupienie, pozwala na rozliczenie w danym roku podatkowym straty z wypracowanymi zyskami. Jak wykazały badania, uczestnicy rynku chcąc skorzystać z obniżenia podstawy opodatkowania, popełniają błąd w postaci równoczesnego złożenia zlecenia sprzedaży i kupna o identycznym wolumenie i cenie. Szybka realizacja transakcji ma zapewnić inwestorowi uniknięcie ewentualnej straty związanej ze zmianą kursu waloru. Tego rodzaju transakcje rodzą jednak często ryzyko nabycia

walorów od samych siebie, co w świetle rozporządzenia MAR jest zakazaną manipulacją. Skuteczne przeprowadzenie optymalizacji podatkowej możliwe jest pod warunkiem zachowania reżimu czasowego. Szczególnie istotne jest to w przypadku mało płynnych instrumentów finansowych, gdzie ryzyko nabycia walorów od samego siebie jest bardzo wysokie. W celu uniknięcia zarzutu dokonania transakcji „sam ze sobą” najbezpieczniejszym sposobem jest zamknięcie pozycji na danym instrumencie i odkupienie tych samych walorów dopiero po rozliczeniu ich zbycia. Przeprowadzenie takiej operacji, rodzi co prawda ryzyko zmiany kursu na niekorzyść inwestora, jednak istotnie zmniejsza niebezpieczeństwo uznania takich transakcji za manipulacyjne.

Skutki optymalizacji podatkowej na rynku kapitałowym analizowane były także z perspektywy ordynacji podatkowej. W kontekście omawianego zagadnienia rozważana była możliwość wszczęcia postępowania podatkowego wobec osób dokonujących tego rodzaju operacji, które mogą być uznane za tzw. transakcje sztuczne. Dokonanie sprzedaży, a następnie nabycie tego samego instrumentu finansowego może być uznane zgodnie z przepisami podatkowymi dwojako, bądź jako działanie prowadzące do uzyskania stanu identycznego lub zbliżonego do stanu istniejącego przed dokonaniem czynności, albo jako transakcje wzajemnie się znoszące lub kompensujące. Z tego względu, mimo iż transakcje optymalizacyjne nie będą budziły zastrzeżeń nadzoru finansowego, mogą zostać zakwestionowane przez organy skarbowe. Dlatego też, przeprowadzenie optymalizacji podatkowej powinno być każdorazowo weryfikowane, nie tylko pod kątem zgodności z przepisami dotyczącymi obrotu instrumentami finansowymi, ale także oceny ryzyka podatkowego.

Udowodniona została piąta teza, zgodnie z którą, odróżnienie manipulacji rynkowej od spekulacji giełdowej jest niezwykle trudne, a w niektórych przypadkach wręcz niemożliwe ze względu na zbliżoną naturę obu praktyk, wymagającą każdorazowo indywidualnej oceny dokonywanych transakcji a także poznania intencji sprawcy, które związane są z jego stanem psychicznym i emocjami. Mimo, że manipulacja instrumentami finansowymi jest przestępstwem, a spekulacja rynkowa jedną ze strategii inwestycyjnych, obie praktyki są tak samo negatywnie postrzegane, głównie ze względu na korzyści finansowe osiągnane przez osoby manipulujące lub spekulujące kosztem innych uczestników rynku. Podkreślić należy, że spekulacja na giełdzie w przeciwieństwie do manipulacji jest bardzo pożądanym zjawiskiem, głównie ze względu na rolę jaką pełnią spekulanci polegającą na zapewnieniu płynności rynku. Jednak wytyczenie granicy między obu strategiami jest niezwykle trudne, albowiem przebieg obrotów może być w obu przypadkach bardzo podobny. Dlatego też w celu określenia, z którą

praktyką mamy do czynienia, istotne jest poznanie motywów, którymi kierował się inwestor. Te zaś można ustalić opierając się na psychice i emocjach inwestora, które wpłynęły na jego decyzje inwestycyjne.

Na powyższą ocenę składają się wyniki badań aktowych, które wskazują na duże problemy organów postępowania z jednoznacznym zakwalifikowaniem transakcji jako działań spekulacyjnych bądź manipulacyjnych. To, co w opinii organu nadzoru i dochodzeniowego było rynkową manipulacją, w ocenie oskarżonych było spekulacją giełdową, potocznie rozumianą jako *day trading*. Tego rodzaju krótkoterminowa strategia, polegająca na otwieraniu i zamykaniu pozycji na instrumentach finansowych, w trakcie zazwyczaj jednej sesji, może w pewnych okolicznościach wypełniać znamiona manipulacji. Istotą *day tradingu* jest bowiem wykorzystywanie zmian cen walorów, zapewniających niewielki jednostkowy zysk z transakcji kupna i sprzedaży instrumentów. Tym samym osiągnięcie przez spekulanta oczekiwanego zysku, zmusza go do wielokrotnego nabywania i zbywania walorów. Rodzi to jednak ryzyko niezamierzonego dokonywania transakcji, które mogą być uznane za manipulacyjne.

Zasadna okazała się teza szósta, zgodnie z którą skuteczna identyfikacja przez nadzór finansowy nadużyć związanych z bezprawnym ujawnieniem i wykorzystaniem informacji poufnych nie przekłada się na liczbę aktów oskarżenia i wyroki skazujące, czego przyczyną jest brak bezpośrednich dowodów popełnienia przestępstwa, niepozwalających na przypisanie odpowiedzialności sprawcom tych nadużyć i wynikający z tego poszlakowy charakter spraw. Jak wykazały badania aktowe mała skuteczność zwalczania przestępstw z zakresu *insider tradingu* wynika z poszlakowego charakteru prowadzonych postępowań. Materiał dowodowy w tego rodzaju sprawach opiera się na trzech rodzajach dowodów, tj. zeznaniach świadków, danych pozyskiwanych od operatorów telekomunikacyjnych oraz zestawieniach zrealizowanych transakcji. Istotnym problemem prowadzonych postępowań przygotowawczych jest duża liczba świadków wymagających przesłuchania na etapie prowadzonego dochodzenia. Z tego względu znaczna część czynności procesowych odbywa się w miejscu ich zamieszkania. Pozyskany w tym trybie materiał dowodowy jest słabej jakości, głównie z powodu nieprzygotowania merytorycznego osób przesłuchujących, dla których realizacja dodatkowych czynności w ramach pomocy prawnej jest jedną z wielu wykonywanych na rzecz innych jednostek Policji. Kluczowym dowodem w sprawach są również dane retencyjne pozyskiwane od operatorów świadczących usługi telekomunikacyjne, które mogą być przechowywane przez okres 12 miesięcy, co skutkuje ich bezpowrotną utratą po tym czasie. Należy podkreślić, że zestawienie połączeń nie stanowi jeszcze samo w sobie

dowodu w sprawie. Dopiero powiązanie wykonanych połączeń z wykazem zrealizowanych transakcji, pozwala na przedstawienie sprawcy zarzutów pod warunkiem, gdy zebrane w sprawie poszlaki układają się w jeden logiczny ciąg zdarzeń i nie pozostawiają żadnych wątpliwości co do tego, że do ujawnienia bądź wykorzystania informacji rzeczywiście doszło.

W efekcie udowodnienia tezy szóstej, za zasadną należy uznać tezę siódmą, zgodnie z którą, traktowanie naruszeń informacji poufnych jako deliktów administracyjnych oraz nakładanie na ich sprawców kar pieniężnych, stanowi o wiele skuteczniejsze narzędzie walki z nieuczciwymi praktykami, niż wymierzanie sankcji karnych. Za takim poglądem przemawia, przede wszystkim mała skuteczność prowadzonych przez organa dochodzeniowe postępowań, oraz niski wymiar kar zasądzanych przez sądy, których wysokość znajduje w dolnej granicy ustawowego zagrożenia. Czynniki te, nie tylko nie oddziałują odstraszająco na potencjalnych sprawców przestępstwa *insider tradingu*, lecz wręcz przeciwnie mogą stanowić przesłankę do dalszych tego typu nieuprawnionych zachowań wobec widocznej słabości organów prowadzących postępowania. Z tego też względu, bardziej racjonalnym sposobem przeciwdziałania tego rodzaju nadużyciom jest stosowanie pieniężnych kar administracyjnych, które w istocie są bardziej dolegliwe niż sankcje karne. Ustalone przez ustawodawcę unijnego, maksymalne stawki kar administracyjnych dla sprawców tego rodzaju nadużyć uznać należy za wyjątkowo dotkliwe. Przepisy rozporządzenia MAR przewidują dla osoby fizycznej dopuszczającej się bezprawnego ujawnienia informacji poufnych bądź ich wykorzystania karę w wysokości co najmniej 5 mln EUR, a w przypadku osoby prawnej co najmniej 15 mln EUR lub 15% rocznych obrotów. W obliczu niskiej skuteczności organów dochodzeniowych proponowany kierunek zmian wydaje się jak najbardziej właściwy i pożądany.

Udowodniona została ostatnia teza pracy, zgodnie z którą 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.

Wyniki badań pokazały, że w zdecydowanej większości sprawcami manipulacji rynkowej byli mężczyźni, którzy stanowili 85,7% ogółu skazanych. Odsetek kobiet skazanych za przestępstwo manipulacji wynosił 14,3%. Niewielki udział kobiet wśród sprawców tego rodzaju przestępstw wynika z ich mniejszej reprezentacji w grupie inwestorów. Potwierdzają to wyniki badań przeprowadzonych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, z których wynika, że ponad 90,2% inwestorów w Polsce stanowią mężczyźni, zaś 9,8% – kobiety. Przewaga mężczyzn na rynku kapitałowym, wynika z ich większej skłonności do

podejmowania ryzyka inwestycyjnego. Mężczyźni w swoich decyzjach inwestycyjnych wykazują postawę bardziej niezależną, polegając na własnym osądzie sytuacji i intuicji. Przekonanie o słuszności podejmowanych decyzji, będące efektem nadmiernej pewności siebie, do tego przecenianie własnych umiejętności inwestycyjnych, prowadzi często do podejmowania przez nich zbyt ryzykownych zachowań na rynku. W przeciwieństwie do mężczyzn, kobiety wykazują się większą rozwagą w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Z tego względu, bliżej im do wzorca racjonalnego inwestora podejmującego przemyślane decyzje, w oparciu o wiarygodne i powszechnie dostępne źródła informacji, kierującego się przy tym wyborem najkorzystniejszego rozwiązania. Ta racjonalność przejawia się w inwestowaniu w bezpieczne instrumenty, jak obligacje lub jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (stabilnego wzrostu, zrównoważone), niż w instrumenty finansowe o dość wysokim poziomie ryzyka inwestycyjnego (akcje, kontrakty terminowe).

Brak kobiet wśród sprawczyń dopuszczających się nadużyć związanych z bezprawnym ujawnieniem i wykorzystaniem informacji poufnych, wynika z ich mniejszej reprezentacji w organach zarządczych i nadzorczych spółek publicznych. Teza ta znajduje potwierdzenie w badaniach przeprowadzonych przez stowarzyszenie CFA Society Poland wśród 140 największych spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie, z których wynika, że kobiety stanowią zdecydowaną mniejszość we władzach emitentów. Udział kobiet w zarządach i radach nadzorczych spółek giełdowych kształtuje się na poziomie 13,8% (dane za 2019 r.).

Wyniki badań pozwoliły na sformułowanie wniosków *de lege ferenda* w zakresie propozycji zmian legislacyjnych w dotychczasowym modelu instytucjonalnym. Opracowane na ich podstawie rozwiązania, pozwoliłyby na bardziej efektywne prowadzenie postępowań, nie tylko w zakresie manipulacji instrumentami finansowymi i *insider tradingu*, lecz także we wszystkich sprawach dotyczących nadużyć na rynku kapitałowym.

Pierwsze z proponowanych rozwiązań obejmuje przeprowadzenie zmian legislacyjno-organizacyjnych polegających na zmianie dotychczasowego modelu postępowania przygotowawczego. Działania te powinny obejmować przyznanie dodatkowych uprawnień Komisji Nadzoru Finansowego, w zakresie możliwości prowadzenia dochodzeń. Obecne rozwiązanie, w którym Policja pod nadzorem Prokuratury Okręgowej w Warszawie prowadzi dochodzenia jest wysoce nieefektywne. W postulowanym rozwiązaniu, czynności dochodzeniowe realizowane przez Policję przyznane zostałyby Komisji Nadzoru Finansowego, która prowadziłaby je pod nadzorem Prokuratury Okręgowej w Warszawie. Rozwiązanie to usprawniłoby proces koncentracji materiału dowodowego. Po zakończonym dochodzeniu,

organ nadzoru sporządzałaby akt oskarżenia, który wraz z zebraniem materiałem dowodowym przekazywany byłby do prokuratury. Prokurator, jako oskarżyciel publiczny, byłby odpowiedzialny za jego wniesienie, popieranie i wynik procesu. Niewątpliwą zaletą tego rozwiązania byłoby, po pierwsze – lepsza jakość zebranego materiału dowodowego, z uwagi na większe doświadczenie i wiedzę pracowników KNF niż Policji, po drugie – wyeliminowanie powielania przez prokuraturę szeregu czynności procesowych realizowanych przez KNF na etapie postępowania wyjaśniającego.

W drugim alternatywnym rozwiązaniu, zakres kompetencyjny organu nadzoru i dochodzeniowego pozostałby bez zmian. Jednakże w zakresie postulowanych zmian *de lege ferenda* zasadnym byłoby skrócenie czasu trwania postępowań wyjaśniających prowadzonych przez KNF z dotychczasowych 12 do 6 miesięcy. Proponowana zmiana zapewniłaby organom prowadzącym dochodzenie 6 miesięczny zapas czasu na pozyskanie danych retencyjnych, bez obawy ich bezpowrotnego usunięcia.

Kolejna z postulowanych zmian dotyczy zmiany ustrojowej sądów. Sprawy z zakresu nadużyć w obrocie instrumentami finansowymi rozpoznawane byłyby w ramach każdej apelacji przez wyznaczone do tego sądy okręgowe i rejonowe. Jak pokazały wyniki badań, obecnie funkcjonująca struktura jest nieefektywna, co sprawia, że postępowania prowadzone są w sposób przewlekły i długotrwały. *De lege ferenda* zasadnym jest postulat przekazania spraw z zakresu obrotu instrumentami finansowymi pod jurysdykcję wyznaczonych do tego sądów oraz wyspecjalizowanych sędziów. Proponowane rozwiązanie powinno obejmować przestępstwa penalizowane zarówno w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, jak również w innych ustawach regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego. Wprowadzone zmiany przyczyniłyby się do poprawy skuteczności prowadzonych postępowań, a także do podniesienia jakości orzecznictwa. Wskazać tu również należy na kwestię podnoszenia kwalifikacji przez sędziów, która w przypadku tak wąskiej wyspecjalizowanej grupy pozwoliłaby na efektywniejszy proces ich szkolenia, co w rezultacie przełożyłoby się na ograniczenie kosztów związanych ze szkoleniem tej grupy zawodowej.

W odniesieniu do tezy głównej należy *de lege ferenda* postulować doprecyzowanie pojęcia „przyjęte praktyki rynkowe”. Proponowana zmiana wymagałaby nowelizacji przepisów rozporządzenia MAR, w tym w szczególności motywu 42, a także treści przepisu art. 13, do którego odsyła art. 3 ust. 1 pkt 9. W obecnej formie przepisy te są nieprecyzyjne i budzą wiele wątpliwości interpretacyjnych. Alternatywnie należałoby rozważyć skreślenie z regulacji art. 12 ust. 1 pkt a rozporządzenia MAR słów o treści „(...) są zgodne z przyjętymi praktykami

rynkowymi ustanowionymi zgodnie z art. 13”, oraz przyjęcie *a priori* założenia, że wszelkie działania mogące wypełniać znamiona manipulacji transakcyjnej, realizowane w ramach zaakceptowanych przez nadzór finansowy „przyjętych praktyk rynkowych” są w pełni dopuszczalnymi zachowaniami.

W związku z udowodnieniem tezy, że manipulacja rynkowa może być popełniona tylko umyślnie z zamiarem bezpośrednim kierunkowym, obejmującym cel i sposób działania, *de lege ferenda* należy postulować modyfikację treści art. 183 ust. 1 u.o.i.f. w następujący sposób: „Kto, w celu dokonania manipulacji, wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 15 rozporządzenia 596/2014, podejmuje czynności, o których mowa w art. 12 tego rozporządzenia, podlega grzywnie do 5.000.000 zł albo karze pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5, albo obu tym karom łącznie”. Wprowadzenie powyższej zmiany, przesądziłoby jednoznacznie o charakterze kierunkowym manipulacji rynkowej oraz pozwoliłoby na usunięcie wszelkich wątpliwości interpretacyjnych dotyczących zamiaru popełnienia tego przestępstwa.

Postulować należy *de lege ferenda* wprowadzenie w systemie notowań ciągłych, w fazie „przed otwarciem” i „przed zamknięciem” losowo wybranego przez system momentu zakończenia danej fazy notowań w obrębie ustalonego harmonogramu. Rozwiązanie to pozwoliłoby na wyeliminowanie z obrotu praktyk manipulacyjnych określonych w załączniku II rozporządzenia MAR, w art. 1 pkt c oraz art. 5 ust. d, znanych odpowiednio jako „zlecenia służące sondowaniu” i „ustalenie ceny zamknięcia”. Ryzyko wynikające z zawarcia nieplanowanej, a także z reguły niekorzystnej transakcji, byłoby czynnikiem odstraszającym dla wszystkich uczestników rynku zamierzających w fazach nietransakcyjnych testować poziom ukrytych zleceń, bądź też manipulować kursem rozliczeniowym, przez wprowadzanie zleceń, a następnie ich anulowanie tuż przed zakończeniem danej fazy notowań.