

MANIPULACJE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI I *INSIDER TRADING*

ANALIZA PRAWNO-EKONOMICZNA

Czesław Bartłomiej Martysz

MONOGRAFIE LEX



LEX

a Wolters Kluwer business

MANIPULACJE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI I *INSIDER TRADING*

ANALIZA PRAWNO-EKONOMICZNA

Czesław Bartłomiej Martysz

Zamów książkę w księgarni internetowej

proinfo.pl
księgarnia internetowa



LEX

a Wolters Kluwer business

Warszawa 2015

Stan prawny na 1 lipca 2015 r.

Recenzent

Prof. dr hab. Jan Głuchowski

Wydawca

Grzegorz Jarecki

Redaktor prowadzący

Ewa Fonkowicz

Łamanie

Wolters Kluwer

Układ typograficzny

Marta Baranowska

.....
Ta książka jest wspólnym dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, byś przestrzegał przysługujących
im praw. Książkę możesz udostępnić osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej
w internecie. Jeśli cytujesz fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło.
A jeśli musisz skopiować część, rób to jedynie na użytek osobisty.
.....


prawolubni

SZANUJMY PRAWO I WŁASNOŚĆ

Więcej na www.legalnakultura.pl

POLSKA IZBA KSIĄŻKI

© Copyright by

Wolters Kluwer SA, 2015

ISBN 978-83-264-9245-7

ISSN 1897-4392

Wydane przez:

Wolters Kluwer SA

Dział Praw Autorskich

01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33

tel. 22 535 82 19

e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Spis treści

Wykaz skrótów / 11

Wstęp / 15

Rozdział I

Podstawowe zasady funkcjonowania publicznego rynku kapitałowego w Polsce / 25

1. Pojęcie rynku kapitałowego / 25
2. Historia rozwoju polskiego rynku kapitałowego / 26
3. Funkcje i cechy rynku kapitałowego / 31
 - 3.1. Funkcje rynku kapitałowego / 31
 - 3.2. Kluczowe cechy rynku kapitałowego / 32
 - 3.3. Efektywność rynku kapitałowego / 35
4. Typologie rynku kapitałowego / 37
 - 4.1. Rynek pierwotny i wtórny / 37
 - 4.2. Rynek publiczny i niepubliczny / 37
 - 4.3. Rynek regulowany i obrót zorganizowany / 41
5. Uczestnicy obrotu giełdowego / 44
6. Najważniejsze podmioty rynku kapitałowego / 46
7. Instrumenty finansowe / 49
8. Krótka sprzedaż instrumentów finansowych / 54
9. Podstawowe zasady obrotu giełdowego / 56
 - 9.1. Mechanizmy i harmonogramy notowań / 57
 - 9.2. Rodzaje zleceń i ograniczenia wahań kursu / 60
10. Podsumowanie / 62

Rozdział II

Istota manipulacji instrumentami finansowymi oraz informacji poufnej / 63

1. Przestępczość giełdowa – uwagi wprowadzające / 63

2. Istota manipulacji instrumentami finansowymi / **68**
 - 2.1. Termin manipulacji instrumentami finansowymi / **68**
 - 2.2. Wyłączenia z definicji manipulacji instrumentami finansowymi / **76**
 - 2.3. Wytyczne CESR/ESMA / **78**
3. Istota informacji poufnej, tajemnicy zawodowej oraz *insider tradingu* / **81**
 - 3.1. Wprowadzenie / **81**
 - 3.2. Termin *insidera* / **84**
 - 3.3. Cechy informacji poufnej / **86**
 - 3.4. Okres zamknięty / **90**
 - 3.5. Ujawnianie i wykorzystywanie informacji poufnej / **91**
4. Obowiązki informacyjne w publicznym obrocie instrumentami finansowymi / **95**
5. Podsumowanie / **102**

Rozdział III

Manipulacje i wykorzystywanie informacji poufnych w teoriach ekonomicznych / 104

1. Wprowadzenie / **104**
2. Manipulacja vs. *insider trading*, spekulacja, arbitraż i *hedging* / **106**
 - 2.1. Manipulacja vs. *insider trading* / **106**
 - 2.2. Spekulacja giełdowa / **108**
 - 2.3. Arbitraż i *hedging* / **112**
3. Teoria efektywności informacyjnej / **113**
4. Model racjonalnego inwestora / **119**
5. Teoria finansów behawioralnych / **125**
6. Teoria (kosztów) agencji oraz teoria pokusy nadużycia / **130**
7. Asymetria informacji i zjawisko negatywnej selekcji / **132**
8. Wpływ manipulacji na proces kształtowania cen / **135**
 - 8.1. Manipulacja jako zjawisko samozacierające się / **136**
 - 8.2. Hipotezy wyjaśniające zmienność cen / **138**
 - 8.3. Publiczne wezwania i ujawnianie stanu posiadania / **141**
 - 8.4. Pozycja dominująca i kontrola nad rynkiem / **143**
 - 8.5. Badania ilościowe / **145**
9. Wpływ informacji poufnych na proces kształtowania cen / **149**
 - 9.1. Aspekty pozytywne / **150**
 - 9.2. Aspekty negatywne / **153**

- 9.3. Badania ilościowe / 155
10. Podsumowanie / 161

Rozdział IV

Typologia zjawisk manipulacyjnych / 162

1. Wprowadzenie / 162
2. Manipulacje transakcyjne / 164
 - 2.1. Transakcje fikcyjne / 164
 - 2.2. Zlecenia równoległe / 167
 - 2.3. Składanie zleceń przed ustaleniem kursu rozliczeniowego / 173
 - 2.4. *Churning* / 176
 - 2.5. Manipulowanie płynnością instrumentów finansowych / 178
 - 2.6. *Cornering* / 181
 - 2.7. *Abusive squeeze* / 185
 - 2.8. Manipulacje wynikające z systemu informatycznego giełdy / 189
 - 2.9. Manipulacje akcjami spółek groszowych / 194
 - 2.10. Manipulacje na rynku natychmiastowym i terminowym / 195
3. Manipulacje informacyjne / 203
 - 3.1. Pompowanie ceny (*pump and dump*) / 203
 - 3.2. *Scalping* / 207
 - 3.3. Komunikaty spółek publicznych / 210
4. Wykorzystanie informacji poufnych i tajemnicy zawodowej / 212
 - 4.1. *Insider trading* / 212
 - 4.1.1. Przykłady *insider tradingu* z rynku amerykańskiego / 212
 - 4.1.2. Przykłady *insider tradingu* z rynku polskiego / 218
 - 4.2. *Front-running* i transakcje wyprzedzające / 221
5. Manipulowanie wartością przedsiębiorstwa / 222

Rozdział V

Zasadność karalności manipulacji i wykorzystywania informacji poufnych / 225

1. Manipulacja kursem instrumentów finansowych / 225
 - 1.1. Szkodliwość manipulacji / 225

- 1.2. Pojęcie „sztucznej ceny” a manipulacje transakcyjne / 231
- 1.3. Podsumowanie / 237
- 2. Wykorzystywanie informacji poufnych / 240
 - 2.1. Argumenty etyczne / 241
 - 2.2. Argumenty ekonomiczne / 243
 - 2.3. Argumenty prawne / 249
 - 2.4. Podsumowanie / 256

Rozdział VI

Ochrona przed manipulacjami i wykorzystywaniem informacji poufnych / 258

- 1. Historia systemu ochrony instytucjonalnej rynków kapitałowych / 258
 - 1.1. Geneza regulacji i ochrony rynku kapitałowego / 258
 - 1.2. Regulacje UE / 259
 - 1.3. Dyrektywa Market Abuse / 263
 - 1.4. Rozporządzenie Market Abuse Regulation (MAR) / 266
 - 1.5. Nowa dyrektywa Market Abuse (MAD II) / 272
 - 1.6. Podsumowanie / 273
- 2. Prawne środki ochrony inwestorów przed naruszeniami / 274
 - 2.1. Ochrona karnoprawna / 275
 - 2.2. Ochrona cywilnoprawna / 282
 - 2.3. Ochrona administracyjna / 291
 - 2.4. Podsumowanie / 295
- 3. Ocena skuteczności ścigania zjawisk związanych z manipulacjami i informacjami poufnymi w Polsce na tle rozwiązań zagranicznych / 297
 - 3.1. Ściganie manipulacji i *insider tradingu* w Polsce / 297
 - 3.2. Ściganie manipulacji i *insider tradingu* w USA / 307
 - 3.3. Ściganie manipulacji i *insider tradingu* w Niemczech / 310
 - 3.4. Podsumowanie / 314
- 4. Metody ograniczania manipulacji instrumentami finansowymi i wykorzystywania informacji poufnych / 315
 - 4.1. Rozwiązania ogólnoustrojowe i nadzorcze / 315
 - 4.2. Regulacje spółek prowadzących giełdy / 320
 - 4.3. Firmy inwestycyjne i emitenci / 325
 - 4.4. Postulaty i propozycje przyszłych rozwiązań / 331
 - 4.5. Podsumowanie / 335

5. Rozwój rynku, skala przestępczości a zaufanie inwestorów do
rynku kapitałowego / **336**
6. Stopień regulacji a bezpieczeństwo rynku kapitałowego / **341**

Zakończenie / **351**

Bibliografia / **359**

Spis tabel, rysunków i wykresów / **377**

Wykaz skrótów

ASO	alternatywny system obrotu
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
DI	dom inwestycyjny
DM	dom maklerski
ESMA	European Securities and Market Authority
ESPI	Elektroniczny Systemu Przekazywania Informacji
FSA	Financial Services Authority
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
k.c.	ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 121 z późn. zm.)
KE	Komisja Europejska
KDPW	– Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
k.k.	ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. – Kodeks karny (Dz. U. Nr 88, poz. 553 z późn. zm.)
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
KNUiFE	Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (dziś KNF)
Konstytucja RP	Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. Nr 78, poz. 483 z późn. zm.)

- k.p.a.** ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 267 z późn. zm.)
- k.p.c.** ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 101 z późn. zm.)
- k.p.k.** ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. – Kodeks postępowania karnego (Dz. U. Nr 89, poz. 555 z późn. zm.)
- KPWIG** Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie KNF)
- k.s.h.** ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 1030 z późn. zm.)
- LOP** liczba otwartych pozycji
- LSE** London Stock Exchange
- MAD** Market Abuse Directive; 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) (Dz.Urz. UE L 96 z 12.04.2003, s. 16; Dz. Urz. UE Polskie wydanie specjalne, rozdz. 6, t. 4, s. 367)
- MAD II** Market Abuse Directive; dyrektywa 2014/57/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 kwietnia 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)
- MAR** Market Abuse Regulation; rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 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 173/1 z 12.06.2014, s. 1)
MF	minister finansów
NSA	Naczelny Sąd Administracyjny
OBI	ogólnopolskie badania inwestorów
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)
OTC	over the counter (rynek pozagiełdowy)
PCR	po cenie rynkowej
PE	Parlament Europejski
PKC	po każdej cenie
p.p.o.p.w.	ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 z późn. zm.), uchylona z dniem 31 grudnia 2005 r.
r.i.b.o.	rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 133)
RP	Rzeczpospolita Polska
SEC	Securities and Exchange Commission
SII	Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
SZOG	Szczegółowe zasady obrotu giełdowego
TK	Trybunał Konstytucyjny
TKO	teoretyczny kurs otwarcia
u.f.i.	ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 157 z późn. zm.)

UKNF	Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
u.n.r.f.	ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2012 r. poz. 1149 z późn. zm.), wygasła z dniem 6 maja 2015 r.
u.n.r.k.	ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 1537 z późn. zm.)
u.o.i.f.	ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 94 z późn. zm.)
u.o.p.	ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 1382)
WSA	wojewódzki sąd administracyjny
WTO	World Trade Organisation (Światowa Organizacja Handlu)
WZA	walne zgromadzenie akcjonariuszy

Wstęp

*„Jedynym pewnym sposobem przewidzenia przyszłości
jest jej stworzenie”*
Peter R. Drucker

Intensywny rozwój giełd, postępująca globalizacja gospodarki, wprowadzanie nowych typów instrumentów finansowych oraz szybszy obieg informacji sprawiają, że rynek kapitałowy odgrywa coraz większą rolę w rozwoju gospodarczym. Dzięki dematerializacji instrumentów finansowych i postępowi technologicznemu liczba potencjalnych inwestorów znacznie wzrosła. Transakcje instrumentami finansowymi, będące efektem interakcji wielu tysięcy inwestorów, są wyznacznikiem wartości kapitału. Dzięki dużej liczbie inwestorów wycena walorów na rynku kapitałowym uważana jest za najbardziej obiektywną. Warto podkreślić, że rozwój rynku kapitałowego uzależniony jest od zaufania inwestorów, które rodzi się wówczas, gdy rynek jest transparentny i efektywny, a jego uczestnicy mają równe prawa.

Rosnące zainteresowanie rynkiem kapitałowym paradoksalnie potęguje ryzyka związane z prawidłową wyceną instrumentów finansowych oraz zasadą równego dostępu do informacji. Część inwestorów może starać się w nieuprawniony sposób wpływać na kursy tych instrumentów lub wykorzystywać informacje zastrzeżone. Od sytuacji na rynku kapitałowym zależy stan całej gospodarki, dlatego też ważne staje się zapobieganie potencjalnym naruszeniom zasad obrotu instrumentami finansowymi (w szczególności **manipulacjom instrumentami finansowymi**¹) oraz eliminacja asymetrii informacyjnej (związanej m.in. z **wykorzystywaniem informacji poufnych** – czynności zwanej w literaturze anglojęzycznej *insider trading*).

¹ W książce termin „manipulacja” będzie zawsze oznaczał **manipulację instrumentami finansowymi**.

Jak pokazują coroczne **ogólnopolskie badania inwestorów** (OBI), przeprowadzane przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII)², przestępstwa na rynku kapitałowym, w tym w szczególności manipulacje kursami instrumentów finansowych, stanowią poważną słabość polskiego rynku kapitałowego³. Przestępstwa te należy postrzegać nie tyle w kategoriach liczby dokonanych naruszeń, ile przez pryzmat skomplikowanych i długotrwałych procesów wyszukiwania i karaniania winnych, istotnych, choć trudnych do oszacowania strat inwestorów i wreszcie utraconego zaufania inwestorów do samego rynku. Pomimo rosnącego na całym świecie zainteresowania tymi zagadnieniami wciąż nie udaje się ich skutecznie wyeliminować. Poglądy niektórych pracowników naukowych, dotyczące w szczególności legalizacji i wpływu wykorzystywania informacji poufnych na efektywność rynku kapitałowego, nadal wzbudzają niemałe kontrowersje, inspirując do dalszych badań.

Istota zjawisk ekonomicznych jest uniwersalna i tym samym niezależna od systemu instytucjonalnego państwa, jednakże regulacje prawne mogą te zjawiska wzmacniać, modyfikować lub w pewnych przypadkach nawet całkowicie wyłączać (zakazywać). Istotnym obowiązkiem państwa jest gwarantowanie ich realizacji oraz określenie granic ich wykorzystania. Należy pamiętać, że społeczne i gospodarcze skutki zastępowania obiektywnych praw ekonomicznych porządkiem normatywnym mogą doprowadzić do niepożądanego sytuacji, w której dochodzi do degradacji zarówno prawa, jak i systemu gospodarczego⁴. Obecne przepisy prawa regulujące pojęcia manipulacji instrumentami finansowymi oraz informacji poufnej są nieprecyzyjne, dlatego też trudno jest skutecznie chronić uczestników rynku kapitałowego i integralność tego rynku oraz precyzyjnie wskazać, czy konkretne działanie w obrocie instrumentami finansowymi jest szkodliwe dla rynku, czy też nie.

W niektórych przypadkach manipulację instrumentami finansowymi można rozpoznać i odróżnić od spekulacji giełdowej tylko wówczas, gdy powstaniu manipulacji towarzyszy pewien **stan psychiczny** jej sprawcy, objawiający się m.in. umyślnym dążeniem do sprowadzania

² <http://www.sii.org.pl/865/edukacja-i-analizy/badania-i-rankingi.html#ak865> (dostęp z 1.6.2013 r.).

³ Na przykład w 2012 r. aż 21,4% ankietowanych inwestorów uznało przestępstwa na rynku kapitałowym za jego największy problem (w 2011 r. – 23,2%; w 2010 r. – 22,5%).

⁴ P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 93.

ceny instrumentu finansowego do określonego poziomu. Jednakże zmienność cen instrumentów finansowych może być rezultatem zarówno celowych manipulacji, jak i niezamierzonych lub nieracjonalnych zachowań inwestorów. Trudno jest udowodnić *insider trading*, ponieważ często nie wiadomo, czy przesłanką dla zawarcia danej transakcji⁵ była informacja poufna, czy też wiedza wyniesiona z własnych badań i publicznie dostępnych informacji.

Przedmiotem analizy jest interesujący, coraz istotniejszy i ciągle jeszcze niedostatecznie rozpoznany obszar badawczy. Tematyka ta wpisuje się w nurt ożywionej dyskusji naukowej, jaka toczy się pomiędzy zwolennikami podejścia behawioralnego a przedstawicielami klasycznej teorii finansów. Prawne definicje manipulacji instrumentami finansowymi oraz informacji poufnej oparto na **neoklasycznej koncepcji racjonalności** (*homo oeconomicus*). Tymczasem nauki ekonomiczne nie udzielają jednoznacznej odpowiedzi na newralgiczne pytania dotyczące szeroko rozumianej racjonalności. Współczesna nauka o finansach ewoluuje w stronę paradygmatów miękkich, opartych na eklektyzmie naukowym, przejawiającym się w interdyscyplinarności⁶. Badając współcześnie zjawiska finansowe, należy stosować podejście interdyscyplinarne, polegające na czerpaniu wiedzy z innych nauk, oraz podejście synkretyczne, oparte na łączeniu w całość wzajemnie sprzecznych nurtów w nauce (np. klasycznej szkoły finansów oraz behawioralnej teorii finansów)⁷. Budowanie przepisów prawnych wyłącznie w oparciu o paradygmaty wywodzące się z klasycznej teorii finansów prowadzi do sytuacji, w której prawo odzwierciedla nie tyle rzeczywisty, ile jedynie postulowany (teoretyczny) obraz rynku kapitałowego.

Mając to na uwadze, **głównym celem niniejszej publikacji** będzie gruntowna analiza ekonomiczna wykorzystywania informacji poufnych oraz manipulacji instrumentami finansowymi. Podjęte zostaną próby wyjaśnienia, czy zjawiska te są w odpowiedni sposób usankcjonowane, jak odróżnić manipulację od spekulacji oraz jak odróżnić *insider trading*

⁵ Jeszcze trudniej jest udowodnić powstrzymanie się od jakiegokolwiek aktywności w oparciu o informacje poufne.

⁶ J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji, praca zbiorowa*, Warszawa 2014, s. 19–35.

⁷ O słuszności takiego podejścia świadczyć może przyznanie w 2013 r. nagrody Nobla z ekonomii E. Famine, R. Schillerowi oraz L.P. Hansenowi. Laureaci ci stworzyli podwaliny dzisiejszego rozumienia wyceny aktywów, opartego na dwóch przeciwstawnych nurtach ekonomii. W ich pracach analizowano m.in. podejście do ryzyka w ujęciu neoklasycznym oraz problemy niedoskonałości rynku w ujęciu finansów behawioralnych.

od wykorzystywania tych informacji, które poufne nie są. Najważniejsze **cele dodatkowe publikacji** są następujące:

- wykazanie, że manipulacja instrumentami finansowymi oraz wykorzystywanie informacji poufnych stanowią istotną barierę rozwoju rynku kapitałowego,
- ukazanie niejasnych aspektów sankcjonowania manipulacji i *insider tradingu*,
- wskazanie rozwiązań *de lege ferenda* ograniczających przestępczość giełdową.

Teza publikacji brzmi następująco: natura informacji poufnych oraz manipulacji instrumentami finansowymi warunkuje ich ograniczoną wykrywalność oraz sprawia liczne problemy interpretacyjne. Najważniejsze **tezy pomocnicze** publikacji to:

- głównym celem manipulacji instrumentami finansowymi i wykorzystywania informacji poufnych jest uzyskanie przez pewną osobę lub grupę osób korzyści ekonomicznych kosztem pozostałych uczestników rynku kapitałowego,
- stopień formalizacji rynków sprzyja wzrostowi zaufania i ochrony inwestorów oraz pozwala obniżyć koszty pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym (polemika z postulatami samoregulacji rynku),
- niektóre typy manipulacji instrumentami finansowymi można udowodnić, opierając się jedynie na przeżyciach psychicznych ich sprawców,
- obecnie istniejące rozwiązania instytucjonalne są nieprecyzyjne i w niedostateczny sposób chronią inwestorów przed skutkami manipulacji i nieuprawnionego wykorzystywania informacji poufnych,
- dynamiczny rozwój instrumentów finansowych oraz wyrafinowane strategie inwestycyjne nieustannie rozszerzają wachlarz potencjalnych naruszeń obrotu instrumentami finansowymi, jako że litera prawa nie zawsze nadąża za rozwojem rynku,
- wykorzystywanie informacji poufnych prowadzi do erozji zaufania do rynku kapitałowego, negatywnie wpływając na jego efektywność (polemika z M. Friedmanem),
- kopiowanie decyzji *insiderów* pozwala, przy pewnych założeniach, osiągać ponadprzeciętne stopy zwrotu z inwestycji na rynku kapitałowym (polemika z E. Fama),

- zwalczanie przestępstw giełdowych drogą administracyjną jest efektywniejsze i przynosi lepszy efekt prewencyjny niż metody oparte na sankcjach karnych,
- dochodzenie przez inwestorów przed sądem swych roszczeń, wynikających ze skutków manipulacji i wykorzystania informacji poufnych, jest niezwykle trudne,
- większy nacisk powinien być kładziony na ochronę instytucjonalną całego rynku, która ostatecznie pośrednio wpłynie na bezpieczeństwo każdego pojedynczego inwestora.

Problematyka manipulacji instrumentami finansowymi oraz wykorzystania informacji poufnych zostanie przedstawiona w kontekście spółek publicznych. W publikacji zostanie udowodnione, że zjawiska te, godzące w interesy uczestników rynku kapitałowego, stanowią poważną i często bagatelizowaną barierę jego rozwoju. W ograniczonym stopniu poruszane będą także aspekty naruszeń obowiązków informacyjnych. Podjęta zostanie próba odpowiedzi na pytanie: co zrobić, aby inwestorzy nie stali się przypadkowymi ofiarami manipulacji oraz wykorzystania informacji poufnych i aby wybierając dany rynek czy instrument, inwestorzy mieli poczucie bezpieczeństwa, tzn. żeby jedynym podejmowanym przez nich ryzykiem było tylko ryzyko rynkowe danej inwestycji.

Niska skuteczność ścigania manipulacji instrumentami finansowymi i wykorzystywania informacji poufnych zależy nie tylko od stopnia rozwoju rynku kapitałowego. Źródeł problemu należałoby szukać głównie w:

- **Skomplikowanej naturze informacji poufnych i manipulacji instrumentami finansowymi, powodującej trudności w znalezieniu wyraźnej linii podziału pomiędzy zachowaniami dozwolonymi i ekonomicznie pożądanymi a nagannymi i szkodliwymi dla rynku. Pochodną tej cechy jest niedoskonałość prawa tworzonego w oderwaniu od realiów ekonomicznych,** co objawia się m.in. w nieprecyzyjnym określaniu podmiotu i przedmiotu naruszeń. Niedoskonałość regulacji sprawia, że prawo istotnie pogłębia zawodność mechanizmów rynkowych⁸. Przepisy prawa określające zakres czynności niedozwolonych odwołują się często do trudno definiowalnych kategorii ekonomicznych, takich jak np. „cena naturalna”. Aby zwalczać manipulację polegającą na kształtowaniu

⁸ P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 25.

przez inwestorów (np. poprzez zawieranie transakcji) „nienaturalnych i sztucznych cen”, konieczne jest zdefiniowanie ceny naturalnej. Równie problematyczne jest wytłumaczenie zjawiska „wprowadzania innych inwestorów w błąd” czy też „zapewniania kontroli nad popytem i podażą”. Czy nie lepiej byłoby skupić się na tworzeniu precedensów i katalogowaniu przykładowych naruszeń?

- **Trybach ścigania niektórych naruszeń**, opartych na sankcjach karnych i czasochłonnej procedurze sądowej zamiast na procedurze administracyjnej prowadzonej przez wyspecjalizowany organ (np. Komisję Nadzoru Finansowego). Nie jest prawdą, że kara pozbawienia wolności jest bardziej efektywna niż wysoka, nieuchronna i wymierzana stosunkowo szybko kara finansowa.
- **Trudnościach w udowodnieniu naruszenia**, zwłaszcza w kontekście wykorzystywania informacji poufnych. Czy dokonanie inwestycji w oparciu o podsłuchaną przypadkowo rozmowę kilku osób należy uznać za czyn niedozwolony? Jak odróżnić manipulację od pożądanego ekonomicznie spekulacji? Jak odróżnić wykorzystanie naturalnej przewagi informacyjnej od wykorzystania informacji poufnych? Czy inwestor posiadający ponadprzeciętny zasób informacji powinien się bać swoich inwestycji?

W książce ukazane zostaną również niejasne aspekty sankcjonowania niektórych zachowań, które wydają się być na pierwszy rzut oka ekonomicznie uzasadnione i pożyteczne dla rynku, ale jednocześnie uznawane są za niezgodne z prawem i etyką. Przykładem jest nieuprawnione wykorzystywanie informacji poufnych, z jednej strony sprzyjające poprawie efektywności informacyjnej, lecz z drugiej strony nieetyczne i naruszające m.in. stosunek powiernictwa polegający na tym, że dana informacja poufna do chwili jej upublicznienia jest wyłączną własnością przedsiębiorstwa. W tym kontekście podjęto próbę polemiki ze stwierdzeniem, że nie można karać inwestorów za wiedzę w świecie rozwijającym się właśnie dzięki wiedzy.

Analiza wybranych przestępstw giełdowych jako zjawisk ekonomicznych wymaga zrozumienia procesów kształtowania się cen na rynku kapitałowym i możliwych zachowań inwestorów. Stąd część książki poświęcono takim teoriom ekonomicznym, jak na przykład:

- **Teoria efektywności informacyjnej rynków kapitałowych**. Kluczowym elementem publikacji będzie polemika z M. Friedmanem, który uznawał *insider trading* za zjawisko pozytywne, przyspiesza-

jące proces wdrażania nowych informacji na rynku i tym samym zwiększające jego efektywność.

- **Teoria finansów behawioralnych.** Tłumaczy ona, że odbieganie ceny rynkowej od wartości instrumentu finansowego może być wywoływane zarówno przez celowe i zamierzone zniekształcanie czynników branych pod uwagę przez inwestorów (przy składaniu przez nich zleceń), jak i poprzez błędną ocenę rynku, powielaną przez innych inwestorów wskutek naśladownictwa, zachowań nieracjonalnych i „stadnych”.
- **Teoria agencji,** opisująca m.in. pokusy nadużycia, rozdział własności i kontroli nad przedsiębiorstwem. Jej elementy wykorzystane zostaną w wyjaśnieniu zasadności karalności wykorzystywania informacji poufnych.

Jedną z cech publikacji jest przedstawianie rozwiązań *de lege ferenda* ograniczających przestępczość giełdową. Punktem odniesienia w tych rozważaniach będą przepisy prawa polskiego, porównywane z regulacjami innych krajów, m.in. Niemiec i USA. Ważny filar książki stanowić będzie nawiązanie do prawa wspólnotowego, tworzonego w oparciu o dyrektywę *Market Abuse* z 2003 r., która po raz pierwszy zdefiniowała pojęcia takie jak manipulacja instrumentem finansowym czy wykorzystywanie informacji poufnych. Duża waga przypisana zostanie także praktycznym aspektom ochrony prawnej inwestorów, gdzie analizie poddane zostaną potencjalne metody zaspokajania ich roszczeń powstałych wskutek strat wynikających z giełdowych przestępstw.

Z uwagi na bezosobowy i anonimowy charakter oraz wielość i dalece skomplikowaną współzależność stron transakcji na rynku kapitałowym⁹ uznać należy, że poszkodowanymi w wyniku manipulacji instrumentami finansowymi oraz wykorzystywania informacji poufnych są przeważnie nie tyle konkretni inwestorzy czy instytucje, ile wszyscy uczestnicy rynku. Szkodliwość wspomnianych naruszeń ma charakter rozproszony, stąd konieczność zapewnienia rynkowi kapitałowemu ochrony na poziomie ogólnym (instytucjonalnym). W kontekście niniejszej publikacji pojęcie ochrony inwestorów rozumieć należy jako **ochronę grupową aniżeli zindywidualizowaną**.

Książka podzielona jest na sześć rozdziałów. W **rozdziale pierwszym** omawiane są takie problemy, jak: pojęcie i historia rozwoju rynku

⁹ D. Leyh, *Probleme der Definition und Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation unter Berücksichtigung des deutschen und britischen Rechts*, Köhler Druck 2010, s. 30.

kapitałowego, jego funkcje, cechy i typologia, najważniejsze podmioty i uczestnicy rynku kapitałowego oraz funkcjonujące na nim instrumenty finansowe, jak również podstawowe zasady obrotu giełdowego. Informacje te mają charakter wprowadzająco-porządkujący i stanowią zasób elementarnej wiedzy z zakresu ekonomii i prawa potrzebnej do całkowitego zrozumienia dalszych rozważań.

Celem **rozdziału drugiego** jest przedstawienie istoty oraz prawnej definicji manipulacji instrumentami finansowymi oraz informacji poufnej oraz pojęć blisko związanych z tymi zjawiskami (m.in. *insider trading*, *insider* pierwotny i *insider* wtórny, okres zamknięty, ujawnianie i wykorzystywanie informacji poufnej oraz obowiązki informacyjne w publicznym obrocie instrumentami finansowymi). Wprowadzenie do rozdziału ma charakter prawniczego komentarza na temat przestępczości *sensu largo*.

Rozdział trzeci jest spojrzeniem na problematykę manipulacji i *insider tradingu* przez pryzmat teorii ekonomicznych, tj. teorii efektywności informacyjnej, finansów behawioralnych, modelu racjonalnego inwestora, teorii agencji, zjawiska pokusy nadużycia oraz zjawiska negatywnej selekcji. Rozdział trzeci ukazuje synkretyzm nauki finansów, czyli łączenie sprzecznych nurtów ekonomicznych (finansów behawioralnych i neoklasycznych). Istotna jest również pionierska, jak na polską literaturę przedmiotu, próba odróżnienia manipulacji i *insider tradingu* od spekulacji giełdowej, arbitrażu i *hedgingu*.

Rozdział czwarty jest typologicznym ujęciem naruszeń prawa rynku kapitałowego, wzbogaconym licznymi przykładami. Celem tego rozdziału jest przede wszystkim ukazanie ekonomicznego sensu różnych technik manipulacji instrumentami finansowymi oraz *insider tradingu*. Rozpatrywane są manipulacje transakcyjne (bezpośrednie), informacyjne (pośrednie), wykorzystanie informacji poufnych i tajemnicy zawodowej oraz manipulowanie wartością przedsiębiorstwa.

W rozdziale piątym analizowana jest zasadność karalności manipulacji instrumentami finansowymi oraz wykorzystywania informacji poufnych, będąca efektem zbiegu argumentów etycznych, ekonomicznych i prawnych. Oprócz przedstawienia argumentów potwierdzających szkodliwość obu zjawisk uwagę poświęcono także pojęciu sztucznej ceny.

Celem rozdziału szóstego jest analiza metod penalizacji manipulacji i wykorzystywania informacji poufnych oraz próba odpowiedzi na pytanie, jakie sposoby zapobiegania wspomnianym naruszeniom

są najskuteczniejsze oraz czy możliwe jest ich całkowite wyeliminowanie. Poza tym rozdział szósty porusza problematykę samoregulacji rynku kapitałowego w kontekście jego bezpieczeństwa, a także nawiązuje do tematyki *corporate governance*.

Publikację stworzono w oparciu o stan prawny na dzień 1 lipca 2015 r.

Rozdział I

Podstawowe zasady funkcjonowania publicznego rynku kapitałowego w Polsce

1. Pojęcie rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy jest pojęciem nieostrym. Na ogół definiowany jest on przez pryzmat nauki finansów jako platforma obrotu obejmująca tę część rynku finansowego¹⁰, na której dokonywany jest obrót instrumentami finansowymi o okresie zapadalności wynoszącym przynajmniej rok. Rynek kapitałowy to również miejsce stykania się podaży kapitału, reprezentowanego przed podmioty dysponujące oszczędnościami, z popytem, którego przedstawicielami są emitenci papierów wartościowych¹¹. Według M. Wrzezińskiego rynek kapitałowy jest integralną częścią rynku finansowego, umożliwiającą mobilizację oszczędności w gospodarce i ich transformację na instrumenty finansowania przedsiębiorstw¹². Przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym są instrumenty finansowe o charakterze inwestycyjnym oraz terminie zapadalności dłuższym niż rok¹³.

W definicji ustawowej **polski rynek kapitałowy** składa się z trzech elementów (art. 2 pkt 6 u.n.r.k.):

¹⁰ W ujęciu nauki finansów, rynek finansowy składa się z: rynku pieniężnego, rynku kredytowego, rynku walutowego, rynku instrumentów pochodnych oraz rynku kapitałowego; por. J. Ostaszewski (red.), *Finanse*, Warszawa 2013, s. 498.

¹¹ *Ibidem*.

¹² M. Wrzeziński, *Rynek kapitałowy* (w:) L. Szyszko (red.), *Propedeutyka finansów*, Warszawa 2004, s. 174 za P. Wajdą, *Efektywność informacyjna...*, s. 34.

¹³ P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 34.

- rynku papierów wartościowych i pozostałych instrumentów finansowych¹⁴,
- rynku usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i pozostałe instytucje zbiorowego inwestowania¹⁵,
- rynku towarów giełdowych¹⁶.

Prawna definicja rynku kapitałowego jest zdecydowanie szersza niż w nauce finansów, ponieważ obejmuje część rynku pieniężnego, praktycznie cały rynek kapitałowy¹⁷, część rynku instrumentów pochodnych, a także specyficzny rynek towarowy. Mając na uwadze postulat integralności nauk, ujęcie takie może powodować pewne trudności interpretacyjne, dlatego też celowe wydaje się przeprowadzenie redefinicji siatki pojęciowej w odniesieniu do rynku kapitałowego tak, aby pojęcia używane na gruncie aktów normatywnych odpowiadały pierwotnemu rozumieniu pojęcia, wywodzącego się z nauki finansów¹⁸.

W kontekście tematu tej książki pojęcie rynku kapitałowego zostało celowo zawężone do **publicznego rynku papierów wartościowych i pozostałych instrumentów finansowych**, ponieważ właśnie na takim rynku, gdzie interakcje jego licznych uczestników zachodzą w obrocie giełdowym, znaczenie ochrony inwestorów przed manipulacjami i wykorzystywaniem informacji poufnych jest najistotniejsze.

2. Historia rozwoju polskiego rynku kapitałowego

Dnia 12 maja 1817 r. mocą postanowienia Księcia Namiestnika Królewskiego utworzono w warszawskim Pałacu Saskim pierwszą polską giełdę – Warszawską Giełdę Kupiecką. Początkowo handlowano na niej weksłami, obligacjami oraz listami zastawnymi, lecz pod koniec XIX w. do powszechnego obrotu weszły również akcje. Do 1939 r.

¹⁴ W zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy *ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o ofercie publicznej*.

¹⁵ W zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy *ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 157 z późn. zm.)* – dalej u.f.i.

¹⁶ W rozumieniu *ustawy z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 197 z późn. zm.)*.

¹⁷ Z wyjątkiem weksli i czeków; por. art. 1 ust. 2 u.o.i.f.

¹⁸ P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 37.

w Polsce funkcjonowało w sumie siedem giełd pieniężnych, ale największe znaczenie miała giełda warszawska, koncentrująca niemal 97% obrotów krajowych¹⁹. Zaprzestała ona swej działalności we wrześniu 1939 r. W Polskiej Rzeczypospolitej Ludowej, ze względu na narzucony odgórnie system gospodarki centralnie planowanej, giełda nie miała racji bytu. Dopiero 16 kwietnia 1991 r. odbyła się pierwsza od czasów przedwojennych sesja giełdowa. Akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) podpisali wspólnie ówczesni ministrowie finansów i przekształceń własnościowych.

Początkowo GPW funkcjonowała w skromnym zakresie, ponieważ sesje odbywały się zaledwie raz w tygodniu z jednorazowym określaniem kursu, a na parkiecie notowanych było jedynie pięć spółek. W 1994 r., kiedy sesje giełdowe odbywały się już 5 dni w tygodniu, GPW została formalnie przyjęta do **Światowej Federacji Giełd** (FIBV – *World Federation of Exchanges*), gromadzącej największe i najlepiej zorganizowane giełdy świata. W 1997 r. zaczęły funkcjonować notowania ciągłe z kursem wyznaczanym na bieżąco.

Milowym krokiem w rozwoju GPW było wprowadzenie w listopadzie 2000 r. nowego systemu informatycznego **WARSET**. Przyspieszono w ten sposób proces przetwarzania danych, do przesyłu danych zaś zaczęto używać Satelitarnego Systemu Dystrybucji Informacji Giełdowych. WARSET umożliwił błyskawiczne przekazywanie zleceń w trybie *on-line* (wcześniej zlecenia musiały być najpierw zarejestrowane w systemie biura maklerskiego, a dopiero potem w systemie giełdy). Paradoksalnie, coraz wyższy stopień informatyzacji, choć niewątpliwie pożyteczny dla rozwoju obrotu giełdowego, był również kluczem otwierającym nowe obszary potencjalnych naruszeń prawa na rynku kapitałowym.

W dniu 15 kwietnia 2013 r. GPW uruchomiła nowy system transakcyjny **UTP**, którego autorem jest NYSE Technologies – twórca technologii używanej na giełdach NYSE Euronext m.in. w Nowym Jorku, Paryżu, Lizbonie, Amsterdamie i Brukseli. W porównaniu do swojego poprzednika system UTP jest znacznie szybszy, wydajniejszy i ma większą przepustowość²⁰. Celem wdrożenia UTP było m.in.

¹⁹ A. Płońska, *Przestępstwa giełdowe jako zagrożenie funkcjonowania rynku kapitałowego*, Acta Universitatis Wratislaviensis 2006, nr 14, s. 80.

²⁰ UTP potrafi obsłużyć do 20.000 zleceń na sekundę (WARSET – 850 zleceń); opóźnienie wewnętrzne nowego systemu wynosi ok. 0,15 milisekundy (WARSET – 60 milisekund); por. <http://www.gpw.com.pl/utp> (dostęp z 20.5.2013 r.).

Czesław Bartłomiej Martysz – doktor nauk ekonomicznych; adiunkt w Instytucie Finansów Szkoły Głównej Handlowej; wykładowca na Podyplomowych Studiach Prawa i Ekonomii Rynku Kapitałowego w Szkole Głównej Handlowej; praktyk rynku finansowego, pracownik Biura Instytucji Finansowych Banku Pekao SA; posiadacz licencji maklera papierów wartościowych (2262); autor wielu artykułów z zakresu finansów, współautor książki *Finanse* (red. J. Ostaszewski, 2013).

„Od stanu rynku finansowego i kapitałowego zależy stan gospodarki. Nie jest to więc problem blahy. Wprost przeciwnie, wymaga stałej obserwacji, kontroli i analizy. Niniejsza praca mieści się w tym nurcie i dlatego wybór tematu należy uznać za trafny i w pełni zasługujący na omówienie w dysertacji doktorskiej.”

prof. dr hab. Jan Głuchowski

■ Publikacja jest unikatowym w polskiej literaturze omówieniem problematyki manipulacji instrumentami finansowymi oraz *insider tradingu* – zjawisk szkodliwych dla współczesnych rynków kapitałowych, jednocześnie trudnych do zidentyfikowania i wyeliminowania z życia gospodarczego. Autor, ekonomista i praktyk rynku finansowego, analizuje badane zjawiska zarówno pod kątem prawnym jak i ekonomicznym, podając liczne przykłady z życia gospodarczego oraz własnej praktyki zawodowej. Jednym z celów opracowania jest wskazanie sposobów poprawnego rozpoznawania, eliminowania i obrony (zarówno systemowej jak i indywidualnej) przed manipulacjami instrumentami finansowymi i *insider tradingiem*. Dla prawników szczególnie interesujące będą rozważania dotyczące karnoprawnych, cywilnoprawnych i administracyjnych środków ochrony inwestorów przed omawianymi zjawiskami.

■ Książka przeznaczona jest dla uczestników obrotu instrumentami finansowymi, w tym dla pracowników spółek publicznych, inwestorów indywidualnych i praktyków rynku. Ze względu na liczne nawiązania do teorii ekonomicznych książka może zainteresować także naukowców i studentów.

ISSN 1897-4392
ISBN 978-83-264-9245-7



9 788326 492457

Cena 99 zł
(w tym 5% VAT)

Zamówienia:

infolinia 801 04 45 45, fax 22 535 80 01
zamowienia.książki@wolterskluwer.pl
www.wolterskluwer.pl
księgarnia internetowa www.profinfo.pl



9 788326 492457 W01P01