

# DWIE DEKADY NADUŻYĆ NA RYNKU W POLSCE MANIPULACJE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI ORAZ UJAWNIANIE I WYKORZYSTYWANIE INFORMACJI POUFNYCH W LATACH 2002–2022

Czesław Bartłomiej Martysz\*

Joanna Skrodzka\*\*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.08>

## TWO DECADES OF MARKET ABUSE IN POLAND. MARKET MANIPULATION, INSIDER TRADING AND UNLAWFUL DISCLOSURE OF INSIDE INFORMATION FROM 2002 TO 2022

### ABSTRACT

**The purpose of the article/hypothesis.** The purpose of the article is to present key conclusions from the analysis of case law, including the most common *modus operandi* of perpetrators and the characteristic features of the crimes of manipulation, insider trading and unlawful disclosure of inside information. These offenses (classified under the MAR Regulation as market abuse) are particularly harmful to the Polish capital market, as they damage investor confidence in the market and destroy its efficiency.

**Methodology.** The authors, based on the literature, reports of the supervisory authority over the Polish capital market (KPWiG / KNF) and court judgments, have created the first comprehensive study of case law for market abuse in the Polish literature.

**Results of the research.** The duration of the prosecutorial and judicial process for market abuse took 6.5–7.8 times longer than the average criminal trial. The effectiveness of insider trading adjudication was significantly lower than in the case of manipulation (46%). The typical *modus operandi* of manipulation was artificial one-person trading “with oneself” or closely related

\* Dr, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: [cmarty@sgh.waw.pl](mailto:cmarty@sgh.waw.pl), <https://orcid.org/0000-0003-2461-0121>

\*\* Absolwentka, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: [asia.skrodzka@gmail.com](mailto:asia.skrodzka@gmail.com)

activity of several people (*wash trade*). The perpetrators of the market abuses were mostly people with extensive knowledge about how stock exchange works, who tried to hide behind ignorance or speculation during the proceedings, but often market participants were unaware of the illegality of their actions.

**Keywords:** market abuse, market manipulation, insider trading, insider dealing, capital market.

**JEL Class:** K14, K22, G14, G18, G19, G23.

## WSTĘP

Bez wątpienia najwyżej plasującymi się w hierarchii nierządności na rynkach finansowych są właśnie nadużycia na rynku<sup>1</sup> [Piórkarz i in. 2021: 45]. Są to szczególnie szkodliwe przestępstwa, ponieważ zakłócają obrót instrumentami finansowymi i naruszają zaufanie inwestorów do rynku, niszcząc jego efektywność i przejrzystość. Nadużyciami na rynku są wykorzystywanie informacji poufnych (*insider trading* lub *insider dealing*), bezprawne ujawnianie informacji poufnych oraz manipulacje na rynku (w uproszczeniu manipulacje instrumentami finansowymi)<sup>2</sup> [Dz.U. UE L 173/1, dalej jako MAR].

Autorzy, bazując na raportach Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) oraz jej poprzedniczki – Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG)<sup>3</sup>, zbadali statystyki karalności nadużyć oraz zwrócili się do polskich sądów (w trybie dostępu do informacji publicznej) o udostępnienie zanonimizowanych wyroków za nadużycia (z lat 2005–2021) wraz z uzasadnieniami. Dzięki obszernemu materiałowi badawczemu autorzy stworzyli unikalny, pierwszy w polskiej literaturze szeroki przegląd orzecznictwa w zakresie nadużyć na rynku.

Celem artykułu jest określenie istoty nadużyć oraz analiza orzecznictwa, w tym najczęstszych *modus operandi* oraz charakterystycznych cech nadużyć. Rozważania mogą być wykorzystane choćby do skuteczniejszego wykrywania i zwalczania nadużyć, ale także do podniesienia świadomości inwestorów. Artykuł jest unikatowy, ponieważ w literaturze brakuje badań poświęconych orzecznictwu w zakresie manipulacji instrumentami finansowymi i insider tradingu.

---

<sup>1</sup> W niniejszym artykule wszystkie „nadużycia” będą oznaczały „nadużycia na rynku”. Autorzy zwracają jednak uwagę na potoczne, szersze znaczenie pojęcia „nadużycie”, rozumiane jako „postępowanie lub czyn niezgodne z przyjętymi normami postępowania”.

<sup>2</sup> Manipulacja może też dotyczyć niebędących instrumentami finansowymi wskaźników referencyjnych, dlatego pojęcie „manipulacja instrumentami finansowymi” zastąpiono szerszą definicją „manipulacji na rynku”. To rozszerzenie jest pokłosiem tzw. „afery LIBOR”.

<sup>3</sup> KNF utworzono 21 lipca 2006 roku.

## 1. CZYM SĄ NADUŻYCIA NA RYNKU?

### 1.1. Wprowadzenie

W tym rozdziale, na podstawie literatury oraz uzasadnień orzeczeń sądowych, zebrano kluczowe cechy nadużyć na rynku. Z uwagi na szeroki okres badawczy (2002–2022) opisano także historię ewolucji definicji nadużyć. Początkowo w polskim prawie giełdowym istniała wyłącznie kara za (ogólnie sformułowane) „sztuczne podwyższanie lub obniżanie ceny papierów wartościowych”<sup>4</sup> oraz za wykorzystywanie informacji poufnych<sup>5</sup>. W 2004 roku pojawiły się nowe definicje nadużyć na rynku, wynikające z wejścia Polski do Unii Europejskiej (UE) i z implementacji Dyrektywy MAD [Dz.U. UE L 96]<sup>6</sup> [Kwieciński 2019: 12]. Od 3 lipca 2016 roku<sup>7</sup> do dziś obowiązują bezpośrednio definicje nadużyć na rynku z Rozporządzenia MAR (594/2014), które (w stosunku do definicji z Dyrektywy MAD) są tożsame dla rynków regulowanych, jak i alternatywnych systemów obrotu (ASO). W zakresie manipulacji przepisy MAR są bardziej precyzyjne i wskazują na obiektywne i łatwiejsze do wykazania przesłanki wystąpienia manipulacji niż zachowania ogólnie “wprowadzające inwestorów w błąd”. W przypadku informacji poufnych przepisy MAR są już bardziej rewolucyjne, m.in. z uwagi na bardziej ogólną definicję informacji poufnej oraz całkowite przerzucenie na emitenta obowiązku rozpoznawania tych informacji [Martysz i Rzeszutek 2016: 85].

Do najważniejszych aktów prawa UE uzupełniających MAR należą m.in. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) [Dz.U. UE L 173/179], Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/522 z 17 grudnia 2015 roku [Dz.U. UE L 88 z 5.4.2016]<sup>8</sup>, Dyrektywa wykonawcza Komisji (UE) 2015/2392 z 17 grudnia

<sup>4</sup> Jest to m.in. art. 177 (sankcje za sztuczne podwyższanie lub obniżanie ceny papierów wartościowych) ustawy z 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

<sup>5</sup> W szczególności jest to art. 4 ust. 19 (definicja informacji poufnej) oraz art. 176 (sankcje) ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

<sup>6</sup> Chodzi nową definicję manipulacji z art. 97 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (znowelizowanej w 2004 r.), a także art. 39–41 (w zakresie manipulacji) oraz art. 154–156 (w zakresie informacji poufnej) zastępującej ją ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r.

<sup>7</sup> Uchylenie kolidujących z MAR przepisów nastąpiło efektywnie dopiero 5 maja 2017 r., dlatego w literaturze pojawia się teza, że pomiędzy 3 lipca 2016 r., a 5 maja 2017 r. w polskim prawie nastąpiła depenelizacja manipulacji na rynku finansowym [Pawelec 2021: 367].

<sup>8</sup> Jest to tzw. akt prawny drugiego poziomu UE (RTS, *regulatory technical standards*), uzupełniający MAR w zakresie m.in. okoliczności manipulacji i tzw. „scenariuszy manipulacyjnych”.

2015 roku [L 332/126]<sup>9</sup> oraz Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1055 z 29 czerwca 2016 roku [Dz.U. UE L.2016.173.47]<sup>10</sup>.

**Przepisy MAR** stosuje się m.in. do instrumentów finansowych (a) dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, na wielostronnych platformach obrotu (MTF) lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na tych rynkach, (b) będących przedmiotem obrotu na zorganizowanych platformach obrotu (OTF) oraz (c) innych niż wskazane powyżej, których cena lub wartość zależą od ceny lub wartości instrumentów finansowych wskazanych powyżej (np. instrumenty pochodne, swapy, kontrakty na różnice itp.) [MAR art. 2]. W uproszczeniu przepisy MAR dotyczą zatem spółek, których instrumenty (np. akcje lub obligacje) są publicznie notowane w obrocie zorganizowanym.

## 1.2. Manipulacje instrumentami finansowymi

Manipulacja instrumentami finansowymi to stosowanie różnych nieuczciwych środków w celu wpływania na cenę lub wolumen publicznego instrumentu finansowego dla pewnych zamiarów (zwykle dla osiągnięcia zysków lub unikania strat<sup>11</sup>). Ogółem manipulacja to zawieranie transakcji oraz składanie zleceń w ukrytym, wyrachowanym celu lub rozpowszechnianie fałszywych informacji, co może wprowadzać inwestorów w błąd co do podaży lub popytu na dany instrument lub utrzymać jego cenę na sztucznym poziomie. Zmiana ceny instrumentu finansowego nie jest jednak warunkiem koniecznym do stwierdzenia manipulacji, gdyż może nią być sama zmiana wolumenu obrotu czy nawet składanie zleceń, które ostatecznie nie stworzą transakcji [Martysz 2015: 71–72].

**Uproszczona definicja manipulacji** jest następująca [MAR art. 12 ust. 1]:

- a) zawieranie transakcji, składanie zleceń lub inne zachowania, które:
  - i) wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd co do podaży lub popytu na instrument finansowy (...), lub
  - ii) utrzymują albo mogą utrzymywać cenę instrumentu finansowego (...) na nienaturalnym lub sztucznym poziomie;
- b) zawieranie transakcji, składanie zleceń lub inne działania lub zachowania wpływające, albo mogące wpływać na cenę instrumentu finansowe-

<sup>9</sup> Uzupełnia MAR m.in. w zakresie zgłaszania właściwym organom naruszeń MAR.

<sup>10</sup> Uzupełnia MAR m.in. o techniczne warunki publikacji informacji poufnych.

<sup>11</sup> Inne motywy manipulacji to m.in. wpływanie na wynik finansowy spółki mającej w bilansie instrument o zmanipulowanej cenie, poprawa współczynników zabezpieczeń czy ratingu kredytowego, klasyfikacja akcji spółki do indeksu giełdowego i osiągnięcie korzyści z tym związanych (np. zainteresowanie funduszy benchmarkowych, reklama w prasie), „podkreślenie” wyników funduszy inwestycyjnych (ang. *window dressing*), wpływanie na wycenę akcji będących przedmiotem procesu M&A, wpływanie na wycenę instrumentów powiązanych (ang. *cross-product manipulation*), wpływanie na wycenę identycznych instrumentów w innych systemach obrotu (ang. *inter-trading venues manipulation*) i wiele innych.

- go (...), związane z użyciem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzania w błąd lub podstęp;
- c) rozpowszechnianie za pośrednictwem mediów (...) informacji, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd, co do podaży lub popytu na instrument finansowy (...) w przypadku, gdy osoba rozpowszechniająca te informacje wiedziała lub powinna była wiedzieć, że informacje te były fałszywe lub wprowadzające w błąd;
  - d) przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji (...) jeżeli osoba przekazująca informacje lub dostarczająca dane wiedziała lub powinna była wiedzieć, że są fałszywe i wprowadzające w błąd (...).

Dalsza część definicji manipulacji [MAR art. 12 ust. 2] to niezamknięty i przykładowy katalog zachowań uznawanych za manipulacje na rynku (rozwińnięcie pierwszej części), przy czym, aby te przykłady typizacji były uznane za manipulację, muszą stanowić sposób realizacji jednej z ww. form bezprawnej manipulacji [Królikowski 2016: 152]. Z definicji manipulacji wyłączono cztery przypadki (tzw. kontratypy), tj. skup akcji własnych, stabilizację papierów wartościowych [MAR art. 5], transakcje organów publicznych [MAR art. 6] oraz przyjęte praktyki rynkowe<sup>12</sup> [MAR art. 13].

Manipulację sankcjonuje się karnie [Dz.U. 2023 poz. 646, art. 183, dalej jako UOIF]<sup>13</sup>, jednak za jej skutki częściowo grożą także sankcje administracyjne<sup>14</sup>. Manipulację w praktyce traktuje się jak oszustwo, ponieważ tworzy ona pewną „sztuczną” cenę, zaburza mechanizmy rynkowe i godzi w interes publiczny. Trudno jednak zdefiniować „wprowadzenie w błąd” i „sztuczną cenę”, ponieważ według finansów behawioralnych każdy inwestor kształtuje własny obraz rynku, który uważa za racjonalny. Ponadto uczestnicy rynku giełdowego popełniają wiele błędów, które nie muszą być związane z zamiarem dokonania manipulacji [Martysz 2015: 129, 236–237]. Jak więc taki zamiar udowodnić?

Manipulacja jest **przestępstwem umyślnym**. Poza stwierdzeniem pewnych faktów czy zdarzeń (np. składania dopasowanych zleceń lub rozpowszechniania fałszywych informacji) należy również udowodnić naganną intencję manipulanta,

<sup>12</sup> Kontratypy szczegółowo opisano w MAR. Praktyka rynkowa musi być zaakceptowana przez krajowy organ nadzoru, lecz w Polsce to nigdy nie nastąpiło. Z kolei publicznie ogłaszana stabilizacja ceny może dawać inwestorom sygnał o przewartościowaniu waloru i powodować spadek jego ceny. Przypomina to zamieszczenie ogłoszenia o zatrudnieniu stróża nocnego do magazynu, co dla niektórych może być zaproszeniem do włamania się do tego magazynu.

<sup>13</sup> Dobrem chronionym jest prawidłowość funkcjonowania rynku papierów wartościowych, dlatego przepis art. 183 UOIF, penalizując działania mogące wprowadzać w błąd co do popytu lub podaży, zabezpiecza w istocie rynek już przed zaistnieniem sytuacji stwarzającej zagrożenie dla prawidłowości obrotu.

<sup>14</sup> Przykładowo, art. 100 ustawy o ofercie publicznej [Dz.U. 2022, poz. 2554] pozwala KNF nakładać kary grzywny np. na członków zarządów spółek giełdowych za podawanie do publicznej wiadomości (w związku z art. 17 MAR) nieprawdziwych informacji, które teoretycznie mogą także wprowadzać inwestorów w błąd i tym samym stanowić manipulację informacyjną.

tj. zamiar zmanipulowania kursu i osiągnięcia pewnego celu. **Zamiar manipulacji może być bezpośredni** (ktoś chce wpływać na ceny / popełnić manipulację) lub **ewentualny**<sup>15</sup> (wynikowy, tj. sprawca ma świadomość, że może wprowadzić w błąd innych inwestorów, choć nie jest to jego głównym celem) [III K 256/11].

Zamiar manipulacji, o ile sprawca sam się do niego nie przyzna (co jest rzadkością), można ustalić odtwarzając przeżycia psychiczne sprawcy w oparciu o uzewnętrznione przejawy jego zachowania. Treść tych przeżyć można ustalić na podstawie okoliczności sprawy, uwzględniając zarówno przesłanki natury przedmiotowej (w szczególności okoliczności i sposób działania), jak i natury podmiotowej (tło zdarzenia, osobowość oskarżonego, jego poziom umysłowy i intelektualny, zachowanie przed popełnieniem przestępstwa i po jego popełnieniu) [X Ka 42/19]. Czasem trudno odróżnić manipulację transakcyjną od legalnej i pożądanej ekonomicznie spekulacji, gdyż efekty obu tych działań mogą być do siebie zbliżone, a jedyna różnica polega właśnie na negatywnej intencji manipulanta [Błachnio-Parzych 2011: 287]. Celem manipulanta jest wpływanie na ceny a celem spekulanta jest ich przewidywanie. Typowa taktyka obrony oskarżonego o manipulację polega więc na dowodzeniu bycia spekulantem, przy czym oskarżony (w zależności od zarzutów) próbuje, po zapoznaniu się z materiałem dowodowym, „wstecznie wyjaśniać” motywację swoich transakcji to w oparciu o czynniki techniczne, fundamentalne lub po prostu niewiedzę lub chaos decyzyjny. Sztuka dowodzenia manipulacji transakcyjnych polega więc na wskazywaniu powtarzalnych okoliczności i symptomów zachowań manipulacyjnych, a także motywów sprawców (często zmiennych, dopasowanych do okoliczności lub niespójnych z wyjaśnieniami) lub elementów wskazujących na współdziałanie w grupie<sup>16</sup>. Dowodząc zamiaru manipulacji, w praktyce orzeczniczej stosuje się też tzw. zasady doświadczenia życiowego i kojarzenie faktów.

Manipulacje instrumentami finansowym zasadniczo dzielimy na **manipulacje transakcyjne** (bezpośrednie, oparte na mechanizmie składania zleceń i zawierania transakcji) oraz **manipulacje informacyjne** (pośrednie, oparte na przekazywaniu fałszywych informacji, zwykle połączone z zawieraniem transakcji<sup>17</sup>). Najczęściej spotykamy manipulacje transakcyjne wykorzystujące:

<sup>15</sup> W doktrynie istnieje polemika dotycząca ewentualnego zamiaru manipulacji, ponieważ niektóre rodzaje manipulacji niejako immanentnie charakteryzują się tym, że wymagają działania intencjonalnego, nastawionego na osiągnięcie pewnego naganego celu [Korn 2012b: 64].

<sup>16</sup> Listę takich okoliczności zawiera zał. 1 MAR oraz Rozporządzenie 2016/522 – są to m.in.: udział transakcji w dziennym wolumenie obrotów, liczba i częstotliwość transakcji oraz czas ich zawarcia, zdominowanie obrotu po stronie popytu lub podaży, a także odstępstwa od dotychczasowej strategii inwestycyjnej. Największą trudnością jest jednak określenie progu istotności.

<sup>17</sup> Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) podkreśla, że autor fałszywego przekazu nie musi być równocześnie aktywny w obrocie giełdowym i już samo przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji może samo w sobie stanowić manipulację [www4, dostęp 09.02.2024]. W opinii autorów brak równoległej aktywności w obro-

- a) fikcyjne narzędzia (czynności prawnie pozorne)<sup>18</sup>, gdzie manipulant zawiera *de facto* transakcje „sam ze sobą”, korzystając z jednego lub kilku rachunków inwestycyjnych, lecz łączny stan jego posiadania nie zmienia się,
- b) tzw. zlecenia dopasowane<sup>19</sup>, gdzie przynajmniej dwie współdziałające osoby zawierają transakcje, aby zainteresować (wprowadzić w błąd) inwestorów.

Popularną manipulacją jest też m.in. *spoofing*, czyli składanie tzw. zleceń zachęcających, które również mogą wprowadzić inwestorów w błąd<sup>20</sup>.

Inwestorzy kupują lub sprzedają walory w oparciu o docierające do nich informacje takie, jak m.in. raporty prasowe, komunikaty spółek oraz notowania giełdowe. Każda transakcja potwierdza lub zmienia kurs instrumentu. Kierunek tych zmian zwykle wynika z różnicy zdań o danym emitencie lub o całym rynku, z osobistej perspektywy inwestora czy z jego chwilowych potrzeb. Suma wielu poglądów różnych inwestorów na temat informacji o danym emitencie (np. spółce giełdowej i jej akcjach) oraz jego (prawdopodobnych) przyszłych wynikach tworzy zatem efektywną cenę giełdową. Im więcej anonimowych, niepowiązanych ze sobą inwestorów bierze udział w tej „wymianie poglądów”, tym bardziej rynek jest zatem efektywny<sup>21</sup>. Pamiętajmy również, że obrót giełdowy jest anonimowy, oparty na zasadzie maklerskiego przymusu<sup>22</sup>, a inwestorzy zwykle nie wiedzą<sup>23</sup>, z kim handlują, bo widzą jedynie zlecenia w giełdowym arkuszu. Skomplikowane mechanizmy manipulacji można więc w uproszczeniu porównać do teatru, a manipulantów traktować, jak aktorów udających niepowiązanych ze sobą inwestorów, których aktywność może „przekonać”

---

cie zdecydowanie utrudnia dowodzenie manipulacyjnego zamiaru, szczególnie w kontekście „niepoważnych” wypowiedzi na forach internetowych, jednak wówczas większego znaczenia nabiera status danej osoby, jej powiązanie z emitentem lub pełniona funkcja (np. znany inwestor).

<sup>18</sup> Przed wejściem w życie MAR, art. 39 ust. 2 pkt 3 UOIF opisywał tę technikę jako składanie zleceń lub zawieranie transakcji z zamiarem wywołania innych skutków prawnych niż te, dla osiągnięcia, których faktycznie jest dokonywana dana czynność prawna.

<sup>19</sup> Ang. *improper matched orders*; inaczej czysty handel (ang. *wash trade*), spółdzielnia (ang. *pool*) lub handel okrężny (ang. *circular trader*), które należy traktować podobnie, jak transakcje fikcyjne, ponieważ mają charakter prawnie pozorny i nie dochodzi do przepływu kapitału w sensie ekonomicznym [Martysz 2015: 164]. Zewnętrznym efektem tych aktywności, podobnie, jak zawierania transakcji „sam ze sobą”, jest zmiana lub utrzymanie kursu lub wzrost wolumenu obrotów, które mogą zachęcać inwestorów do podjęcia aktywności w obrocie giełdowym.

<sup>20</sup> Manipulant składa (bez zamiaru wykonania) zlecenia kupna/sprzedaży (jedno lub kilka, „warstwami”) z ceną wykonania tuż poniżej/powyżej ceny bieżącej. Może to wywołać u inwestorów mylne wrażenie o większym popycie/podaży na dany walor i w konsekwencji doprowadzić do wzrostu/spadku kursu instrumentu finansowego. Następnie manipulant wycofuje swoje pierwotne zlecenia i składa zlecenia przeciwstawne (sprzedaży/kupna), zawierając transakcje z „zachęconymi” wcześniej inwestorami.

<sup>21</sup> Według noblisty E. Famy efektywny rynek finansowy to taki rynek, na którym ceny zawsze w pełni odzwierciedlają dostępne informacje.

<sup>22</sup> Inwestorzy składają zlecenia za pośrednictwem brokerów a nie bezpośrednio na giełdę.

<sup>23</sup> Wyjątkiem są wcześniej uzgodnione transakcje pakietowe czy pozagiełdowe.



obserwatorów do podjęcia oczekiwanych przez manipulantów aktywności, zgodnie z powszechnie znanym efektem dowodu społecznego. Wszak często mówi się, że „z rynkiem się nie dyskutuje”.

Manipulację instrumentami finansowymi należy ocenić jednoznacznie negatywnie, ponieważ w jej efekcie kursy giełdowe przestają być wypadkową anonimowych ocen wielu inwestorów, lecz staje się swoistą „inscenizacją”, stworzoną przez manipulantów „sterujących” oczekiwaniami inwestorów, wprowadzając ich (nawet potencjalnie) w błąd. Pamiętajmy bowiem, że manipulacja to **przestępstwo formalne (bezskutkowe)**, a nie skutkowe (materialne), co oznacza, że istotne jest samo zachowanie sprawców mogące wprowadzać w błąd (usiłowanie), a nie faktyczne zmanipulowanie inwestora [Błachnio-Parzych 2023]. Innymi słowy warunkiem koniecznym zaistnienia manipulacji nie jest stwierdzenie ewentualnej szkody, lecz potwierdzenie wspomnianych już manipulacyjnych symptomów i zachowań<sup>24</sup>.

W przypadku typowej manipulacji zewnętrzny obserwator może bowiem dojść do wniosku, że w spółce „coś się dzieje”, że być może akcje kupuje pewien spekulant lub insider (osoba dobrze znająca spółkę, niejednokrotnie mająca dostęp do informacji poufnych na jej temat). Zainteresowani spekulanci też zaczynają kupować akcje, kurs dalej rośnie, a manipulanci powoli się wycofują z zyskiem. Warto podkreślić, że rynek notowań nie ma znaczenia jeśli chodzi o stopień szkodliwości społecznej manipulacji, ponieważ każdy jej przypadek w podobny sposób negatywnie wpływa na integralność rynku i zaufanie inwestorów. Niestety nie zawsze takie podejście widać w orzecznictwie<sup>25</sup>.

Kluczowym czynnikiem sprzyjającym manipulacjom jest **ograniczona płynność**<sup>26</sup> wynikająca z „płytkiego” arkusza zleceń, ponieważ wówczas każda, nawet niewielka transakcja, może istotnie wpłynąć na kurs giełdowy. Z tego powodu manipulanci na ogół za swój cel obierają np. spółki o niewielkiej kapitalizacji, notowane w alternatywnych rynkach obrotu (np. NewConnect, gdzie płynność obrotu jest zwykle niższa od rynku regulowanego). Ograniczanie płyn-

<sup>24</sup> W literaturze pojawiają się tezy o konieczności przyjęcia materialnego charakteru przestępstwa manipulacji, która mogłaby wystąpić pod warunkiem skutku w postaci szkody inwestorów, co miałyby ułatwić prowadzenie postępowania karnego i ścigać sprawców rzeczywistych naruszeń [Karlik 2020: 5]. W ocenie autorów takie podejście rodziłoby konieczność trudnego ustalania wysokości ew. szkody i dawałoby przyzwolenie do próby manipulowania rynkiem, które okazywałyby się nieskuteczne, niewidoczne lub nie prowadziłyby do powstania szkody.

<sup>25</sup> Autorzy krytycznie oceniają uzasadnienie wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie z 13 stycznia 2020 r.: „nie bez znaczenia dla oceny stopnia społecznej szkodliwości czynu miał też fakt, że oskarżony dokonywał manipulacji instrumentami finansowymi na platformie (...) [przeznaczonej] dla akcji spółek o mniejszej wartości niż spółki, których akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych [IX Ka 1220/19].

<sup>26</sup> W kontekście rynku giełdowego płynność oznacza możliwość zawierania transakcji bez wpływania na cenę. Celowe ograniczanie płynności to „chowanie”, „parkowanie” lub „pudełkowanie” akcji (ang. *box job*).



ności instrumentu finansowego, będącego jednocześnie przedmiotem krótkiej sprzedaży, nazywamy **corneringiem**<sup>27</sup>. Podobnie działa tzw. „wyciskanie” (ang. *abusive squeeze*), czyli wykorzystanie sztucznie stworzonego niedoboru waloru na rynku kasowym poprzez dominację na rynku terminowym<sup>28</sup>. Ograniczeniu płynności obrotu sprzyja również wysoka koncentracja akcjonariatu i niewielka nominalna liczba akcji w wolnym obrocie (ang. *free float*)<sup>29</sup>.

Typową manipulacją informacyjną jest strategia „**napompuj i porzuć**” (ang. *pump and dump*). Polega one na namawianiu inwestorów (głównie za pomocą telemarketingu<sup>30</sup> i forów internetowych) do kupna akcji mało znanych („śmieciowych”) spółek lub związanych z tymi spółkami instrumentów finansowych, które wcześniej nabyli sami manipulanci. Popyt generowany przez inwestorów, którzy „złapali haczyk”, pozwala manipulantom sprzedać swoje walory przy sztucznie zawyżonym, a nawet nadal rosnącym kursie. Odwrotnie działa technika „**wyrzucić do kosza i kupić**” (ang. *trash and cash*), gdzie najpierw namawia się inwestorów do sprzedaży, a potem kupuje od nich tańsze walory.

### 1.3. Wykorzystywanie informacji poufnych (*insider trading, insider dealing*) oraz ujawnianie informacji poufnych

Termin *insider trading* pochodzi z USA (ew. *insider dealing* z UE) i oznacza każdą formę handlu giełdowego bazującą na niedostępnej publicznie materialnej informacji, zwanej też informacją poufną (ew. prywatną). W prawie europejskim *insider dealing* to **nieuprawnione wykorzystanie informacji poufnej**, czyli (i) nabywanie lub zbywanie w oparciu o tę informację, na rachunek własny lub osoby trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio, publicznych instrumentów finansowych, których ta informacja dotyczy, (ii) anulowanie lub zmiana zlecenia dotyczącego publicznego instrumentu finansowego, którego ta informacja dotyczy, o ile to zlecenie złożono przed zdobyciem informacji poufnej, a także (iii) udzielanie rekomendacji, aby inna osoba wykorzystwała informacje poufne lub nakłanianie innej osoby do takiego wykorzystania, jeżeli osoba rekomendująca/

<sup>27</sup> Manipulant wykupuje instrument bazowy, często zatajając swój stan posiadania lub działając za pośrednictwem „słupów”. W ten sposób zapędza on grających na krótko inwestorów „w kozi róg”, ponieważ, aby zamknąć swoje krótkie pozycje, muszą oni kupić pozostałe w wolnym obrocie akcje, co prowadzi do wzrostu ich kursu.

<sup>28</sup> Przykładowo, spółka Great Western Food Distribution w 1947 r. zajęła długą pozycję w kontraktach terminowych na jajka na Chicago Mercantile Exchange i jednocześnie, tuż przed wygaśnięciem kontraktów, zakupiła na rynku kasowym znaczną ilość jaj, wysuszając tym samym ich podaż. W rozliczeniu kontraktów spółka żądała fizycznej dostawy jajek, ale skoro była ich jedynym posiadaczem w okolicy, to mogła dyktować ceny sprzedaży jajek [Martysz 2015: 188].

<sup>29</sup> Na dzień 9.01.2022 r. z 48 spółek rynku regulowanego GPW oraz ASO (NewConnect), mających nominalny free float poniżej 5 mln zł, aż 41 notowano na NewConnect [Martysz 2022].

<sup>30</sup> Nielegalne call center, udające biuro maklerskie, to tzw. kotłownia (ang. *boiler room*).

nakłaniająca wie lub powinna wiedzieć, że jest to oparte na informacji poufnej [MAR art. 8]. Z kolei **ujawnianiem informacji poufnej** jest przekazywanie lub umożliwianie wejścia w posiadanie przez osobę nieuprawnioną tego typu informacji [MAR art. 9]. Zakazane jest wykorzystywanie, bezprawne ujawnianie informacji poufnej oraz udzielanie wszelkich rekomendacji lub nakłanianie innych do zawierania transakcji w oparciu o takie informacje [MAR art. 14]. W polskim prawie zarówno ujawnienie [UOIF art. 180], jak i wykorzystanie informacji poufnej [UOIF art. 181] jest sankcjonowane karnie.

*Insider trading* nie może istnieć bez **informacji poufnej** – jest to informacja (a) niepubliczna, (b) związana z emitentem lub instrumentem finansowym w publicznym obrocie giełdowym, (c) cenotwórcza<sup>31</sup> oraz (d) precyzyjna<sup>32</sup> [MAR art. 7]. O zakwalifikowaniu danej informacji jako poufnej decyduje emitent papierów wartościowych, w oparciu o ustalone ogólnie kryteria. Emitent musi niezwłocznie raportować informacje poufne (eliminując okazje do jej wykorzystania) albo (w uzasadnionych przypadkach) taki raport opóźnić. Jeśli spółka spełnia obowiązki informacyjne wynikające m.in. z MAR, to w zasadzie nie powinna „mieć” żadnych informacji poufnych.

*Insider* to każdy (bez względu na stanowisko), kto wszedł w posiadanie informacji poufnej. Nie każdy *insider* jest przestępcą – karalne jest tylko nieuprawnione wykorzystywanie lub ujawnianie informacji poufnej<sup>33</sup>. *Insiderów* dzielimy na **pierwotnych** (ang. *primary insiders*) powiązanych zawodowo z emitentem oraz **wtórnych** (ang. *secondary insiders*), którzy pozyskują informacje poufne od *insiderów* pierwotnych.

W literaturze podkreśla się, że *insider trading* godzi w jeden z fundamentów rynku kapitałowego, jakim jest powszechny i równy dostęp do informacji. Wejście w posiadanie informacji poufnej tworzy asymetrię informacji pomiędzy *insiderem* a rynkiem. Powodzenie *insider trading* warunkowane jest właśnie wykorzystaniem tej asymetrii, zanim dana informacja stanie się publiczna. W praktyce *insider trading* polega na zakupie (w przypadku dobrej informacji)

<sup>31</sup> Tzn. może mieć wpływ na wartość lub cenę walorów, bądź powiązanych z nimi instrumentów pochodnych.

<sup>32</sup> Tzn. wskazuje na zbiór okoliczności bądź zdarzenie (które wystąpiły lub można ich oczekiwać), jeśli można z niej wywnioskować potencjalny wpływ na ceny instrumentów finansowych.

<sup>33</sup> Tłumaczenie *insider trading* jako „transakcje insiderów” to błąd. Insiderami zwykle nie są tzw. zręczni inwestorzy (ang. *astute investors*), czyli osoby doświadczone i posiadające obszerną wiedzę, które na podstawie dostępnych publicznie faktów, plotek i pogłosek, własnego doświadczenia oraz kontekstu nadającego kierunek ich wykorzystaniu tworzą informację poufną, wykorzystując efekt synergii pozyskanych zasobów (zgodnie z tzw. teorią mozaiki). Oznacza to, że tę samą ceną informację można próbować pozyskać w sposób nielegalny (np. w wyniku kradzieży lub uzyskania jej od pracownika emitenta), jak i legalny (np. w sposób analityczny z wykorzystaniem wielu źródeł informacji), który jest jednak zawsze obciążony ryzykiem niepewności.

lub sprzedaży (w przypadku złej informacji) przez *insidera* instrumentu finansowego, zanim związana z nim informacja poufna ujrzy światło dzienne.

*Insiderzy* pierwotni mogą celowo powstrzymywać się przed zawieraniem transakcji na własny rachunek w oparciu o informacje poufne i zamiast tego wolą przekazywać te informacje insiderom wtórnym – głównie przez to, że operacje giełdowe insiderów pierwotnych podlegają ścisłemu nadzorowi lub raportowaniu [MAR art. 19] lub nie mogą być w ogóle zawierane m.in. z uwagi na ograniczenia kontraktowe lub tzw. okresy zamknięte [MAR art. 11–12]. Po drugie, korzyści z informacji poufnej są potęgowane przez zaangażowany w tym procesie kapitał – im jest on większy, tym wyższe są potencjalne zyski z „konsumpcji” informacji poufnej<sup>34</sup>. Po trzecie, rozdzielenie osoby będącej źródłem informacji od osoby zawierającej transakcje w oparciu o tę informację utrudnia dowodzenie insider tradingu<sup>35</sup>. Przekazanie takiej informacji może nastąpić zarówno w utrwalonej czy zostawiającej ślad formie (np. maila, wiadomości tekstowej czy rozmowy telefonicznej), ale także ustnie czy niewerbalnie. Pamiętajmy jednak, że każda wątpliwość (w tym brak dostatecznych dowodów łączących *insidera* pierwotnego z wtórnym) przemawia na korzyść podejrzanych. Ustalenie źródła informacji poufnej bywa trudne, ponieważ emitenci nie zawsze prawidłowo wypełniają wynikające z MAR obowiązki wpisywania posiadaczy informacji poufnych na listę *insiderów*. Na to wszystko nakłada się podstawowa trudność, czyli poprawna identyfikacja informacji poufnej oraz dowodzenie, że miała ona faktyczną wartość w aktywności giełdowej.

Powszechny zakaz *insider trading* jest od dawna krytykowany. Zwolennicy legalizacji *insider trading*, m.in. noblista Milтона Friedmana oraz Henry Manne, wskazują pozytywny wpływ *insider trading* na rynek kapitałowy, gdyż ma on poprawiać efektywność informacyjną i przyspieszać dyskontowanie się informacji w cenach, zwiększać płynność, stabilizować i „wygładzać” kursy dzięki inwestorom „kopiującym” transakcje *insiderów*. *Insider trading* mógłby też stanowić dodatkową premię dla pracowników emitenta<sup>36</sup>. Z drugiej strony, zakaz *insider tradingu* ogranicza asymetrię informacji i zjawisko negatywnej selekcji (odejście inwestorów z rynku), wzmacnia zaufanie inwestorów do rynku, sprzyja poprawie płynności i ogranicza koszt kapitału. *Insider trading* to *de facto* kradzież informacji należącej do spółki [Martysz 2015: 256–257]. Poza tym lepszy

<sup>34</sup> Insiderowi pierwotnemu może się bardziej opłacać ujawnienie informacji poufnej insiderowi wtórnemu (np. majątnemu koledze lub zarządzającemu funduszem inwestycyjnym), np. w zamian za udział w zyskach z transakcji, niż samodzielnie zawierać takie transakcje.

<sup>35</sup> Nie bez znaczenia jest tu aspekt trudności dowodowych, ponieważ ustalenie powiązań między *insiderem* pierwotnym a wtórnym bywa trudne.

<sup>36</sup> Niektórzy ekonomiści nurtu neoklasycznego uważali nawet, że skoro rynek kapitałowy jest w pełni efektywny informacyjnie to *insider trading* jest w praktyce niemożliwy, więc nie ma sensu go penalizować. Niestety przeczą temu liczne badania naukowe, ponieważ rynek jest efektywny informacyjnie co najwyżej w tzw. półsilnej wersji.

wpływ na efektywność rynku ma nie tyle „kopiowanie” transakcji *insiderów*<sup>37</sup>, lecz raportowanie informacji poufnej przez spółkę<sup>38</sup>. *Insider trading* stwarza poczucie, że tylko nieliczna grupa ma szansę podejmować trafione decyzje inwestycyjne i w efekcie odstręcza wielu inwestorów od rynku. Ogółem *insider trading* przynosi rynkowi więcej szkód niż korzyści, dlatego też jest powszechnie zakazany, choćby przez ONZ<sup>39</sup>.

Transakcje oparte o informację poufną są często zawierane na kilka dni przed jej upublicznieniem. Na podstawie analizy 1859 transakcji fuzji i przejęć z lat 1996–2012 w USA stwierdzono, że nawet 25% transakcji M&A było poprzedzonych pozytywnym, nadzwyczajnym obrotem na opcjach na akcje przejmowanej spółki, choć amerykański nadzór SEC nabierał podejrzeń jedynie w przypadku 5% transakcji [Augustin i Brenner i Subrahmanyam 2015].

## 2. KLUCZOWE STATYSTYKI NADUŻYĆ W POLSCE

### 2.1. Analiza raportów organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym z lat 2002–2022

W raportach rocznych KNF oraz KPWiG znajdują się informacje o podjętych przez urząd działaniach<sup>40</sup> z zakresu zwalczania nadużyć, w tym liczbie zawiadomień do prokuratury o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, aktów oskarżenia skierowanych przez prokuraturę do sądów oraz wyroków skazujących i warunkowych umorzeń. Na podstawie tych danych autorzy stworzyli statystyki karalności.

Ogółem w latach 2002–2022 (21 lat) organ nadzoru złożył 418 zawiadomień podejrzenia popełnienia przestępstwa, prokuratora skierowała do sądów 123 akty oskarżenia, a sądy wydały 114 wyroków skazujących (średnio 4,7 rocznie). Podsumowanie statystyk na bazie raportów organu nadzoru jest

<sup>37</sup> Naśladowanie *insiderów* może być nieskuteczne szczególnie z uwagi na niezrozumienie powodów i motywacji, dla których zbywali oni akcje (np. problemy emitenta czy chęć spieniężenia inwestycji?); polskie badania potwierdzają, że istotny wpływ na ponadprzeciętne zmiany cen akcji wpłata mają jedynie komunikaty o nabyciu akcji (przez członków jej zarządu i członków jej rady nadzorczej), ale komunikaty o zbyciu akcji już nie [Gemra i Kwestarz 2021: 20].

<sup>38</sup> Łatwiej zrozumieć raport emitenta niż „domyślić” się zamiarów *insidera*, który np. sprzedaje akcje nie z powodu problemów spółki, lecz by mieć pieniądze na budowę domu.

<sup>39</sup> *Insider trading* narusza m.in. Konwencję ONZ przeciwko korupcji [www1, dostęp 30.09.2023].

<sup>40</sup> Działania te są podejmowane przez organ nadzoru nie tylko z urzędu, ale również na podstawie zawiadomień, w tym **zgłoszeń podejranych transakcji i zleceń STOR** (ang. *suspicious transaction and order report*), składanych przez operatorów systemów obrotu oraz każdą osobę zawodowo zajmującą się pośrednictwem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń. Podmioty te ustanawiają i utrzymują skuteczne rozwiązania, systemy i procedury mające na celu zapobieganie i wykrywanie nadużyć na rynku [MAR art. 16] [Włodarczyk 2016].

w tabeli 1, natomiast szczegółowe dane dla każdego roku i przestępstwa przedstawiono na wykresach 1 i 2. Należy jednak podkreślić, że raporty organu nadzoru zawierają pewne nieścisłości, rzutujące na przejrzystości naszego badania<sup>41</sup>.

O ile liczba wyroków za manipulacje to 46% zawiadomień, o tyle dla wykorzystywania informacji poufnych (*insider trading*) oraz ich ujawniania to zaledwie 7%. Na podstawie poniższych statystyk i doświadczenia autorów można postawić tezę, że o ile oba przestępstwa występują podobnie często, o tyle powodem niższej skuteczności penalizacji ujawniania i wykorzystywania informacji poufnych są trudności procesowe, w tym poszlakowy charakter postępowań<sup>42</sup> oraz brak wystarczających dowodów na oparcie aktywności podejrzanego na informacji poufnej czy jego powiązaniach z insiderem pierwotnym.

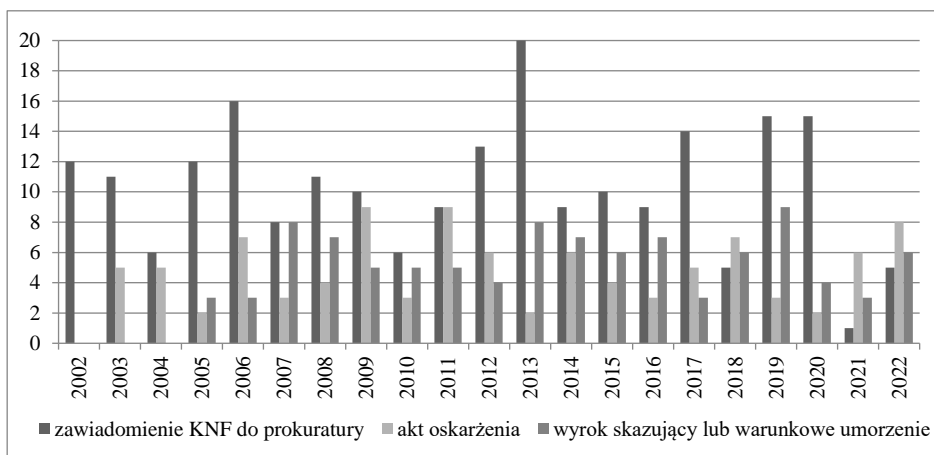
Tabela 1. Podstawowe statystyki nadużyć w latach 2002–2022

Rodzaj przestępstwa i podstawa prawna	Zawiadomienia KNF/KPWIG do prokuratury	Akty oskarżenia	Wyroki skazujące lub warunkowe umorzenia postępowań
sztuczne podwyższenie lub obniżenie ceny [Dz.U. 2002, nr 49, poz. 447, art. 177] manipulacja instrumentami finansowymi [Dz.U. 2023, poz. 646, art. 183]	217 (100%)	99 (46%)	99 (46%)
ujawnianie lub wykorzystanie informacji poufnej [Dz.U. 2002, nr 49, poz. 447, art. 176] [Dz.U. 2023, poz. 646, art. 180–181]	201 (100%)	24 (12%)	15 (7%)
<b>Razem</b>	<b>418 (100%)</b>	<b>123 (29%)</b>	<b>114 (27%)</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF oraz KPWiG z lat 2002–2022.

<sup>41</sup> (1) w 2002 r. brakuje informacji o aktach oskarżenia; (2) w raportach sprzed 2002 r. brakuje informacji o wyrokach sądowych, co skłoniło autorów do ograniczenia zakresu badania właśnie do 2002 r.; (3) w raporcie z 2006 r. nie podano dat wyroków ani nazw sądów, które te wyroki wydały; (4) w raportach sprzed 2010 r. przy konkretnych wyrokach brakuje informacji o dacie złożenia przez organ nadzoru zawiadomienia do prokuratury; (5) w raporcie z 2022 r. brakuje dokładnych dat wydanych wyroków.

<sup>42</sup> Materiał dowodowy w sprawach nadużyć związanych z informacjami poufnymi opiera się głównie na zeznaniach świadków, analizie transakcji (w tym wpłat i wypłat pieniężnych na rachunkach insiderów wtórnych i pierwotnych) oraz danych od operatorów telekomunikacyjnych (mogących potwierdzić kontakty ww. insiderów).



Wykres 1. Sztuczne podwyższanie i obniżanie ceny oraz manipulacje instrumentami finansowymi w latach 2002–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF oraz KPWiG z lat 2002–2022.



Wykres 2. Ujawnianie i wykorzystywanie informacji poufnych w latach 2002–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF oraz KPWiG z lat 2002–2022.



## 2.2. Analiza wyroków sądowych z lat 2005–2021

Na podstawie informacji o wyrokach sądowych zawartych w raportach rocznych KPWiG oraz KNF<sup>43</sup>, autorzy zwrócili się do polskich sądów w trybie dostępu do informacji publicznej [Dz.U. 2019, poz. 1429, art. 14 ust. 1] o udostępnienie zapadłych w latach 2002–2022 zanonimizowanych wyroków dotyczących nadużyć wraz z ich uzasadnieniami. W ten sposób powstała baza 130 wyroków dotyczących nadużyć zapadłych w latach 2005–2022, przy czym 123 wyroki były skazujące, a dla 106 wyroków autorzy uzyskali akta sądowe (w tym 63 z uzasadnieniem). Spośród 123 wyroków skazujących, aż 104 dotyczyło manipulacji, a tylko 21 ujawniania lub wykorzystywania informacji poufnych, zaś w dwóch przypadkach zarówno manipulacji, jak i wykorzystania informacji poufnych (dwa wyroki są liczone podwójnie). Łącznie 98 wyroków wydano w pierwszej instancji (niemal wyłącznie sądy rejonowe), 22 wyroki w drugiej instancji (sądy okręgowe), jeden wyrok wydał sąd rejonowy w ramach ponownego rozpatrzenia sprawy, a dwa wydał Sąd Najwyższy.

Na podstawie dostępnych informacji ustalono, że niemal wszystkie przypadki manipulacji dotyczyły manipulacji transakcyjnych (tylko jedna dotyczyła manipulacji informacyjnej<sup>44</sup>). Wśród 84 spraw ustalono przedmiot manipulacji i w większości (64/84) były to akcje spółek lub praw do akcji (PDA), w tym 35 z runku regulowanego GPW, a rzadziej kontrakty terminowe (16/84). Głównym motywem manipulacji było osiągnięcie korzyści finansowych, a w trzech przypadkach wygranie konkursu z atrakcyjną nagrodą. Oskarżeni o manipulację często zawierali transakcje „sami ze sobą”, korzystając z własnego rachunku inwestycyjnego lub także rachunku, do którego mieli dostęp lub pełnomocnictwo (51 wyroków skazujących) bądź też działali w grupie w porozumieniu (*wash trade*, 22 wyroki skazujące). Oznacza to, że dwa najczęściej spotykane schematy manipulacji (transakcje „sam ze sobą” lub w ramach grupy) wystąpiły przynajmniej w 70% wyroków (73/104). Dla 13 wyroków nie ustalono *modus operandi*.

Manipulanci przeważnie mieli sporą wiedzę o rynku kapitałowym (długoletni inwestorzy rynkowi, maklerzy giełdowi, doradcy inwestycyjni). Ogółem skazano 158 osób, w tym jedną osobę w 77 wyrokach, dużo rzadziej dwie osoby (20/104) lub więcej niż dwie osoby (7/104). W przypadku wyjaśnień i tłumaczenia się oskarżonych o manipulację dominowało stwierdzenie, że przyjęli właśnie taką strategię inwestowania, że działali w sposób nietypowy (chaotyczny),

<sup>43</sup> Podstawą żądania do sądów były informacje o dacie i miejsca wydania wyroku, zawarte w raportach KPWiG/KNF w latach 2002–2021. W 2022 r. KNF przestał podawać dokładne daty wyroków, co uniemożliwiło autorom sformułować precyzyjne zapytania do sądów.

<sup>44</sup> Chodziło o publikację dwóch artykułów (19.03.2009 r. i 28.05.2009 r.) i rozpowszechnianie za pomocą środków masowego przekazu fałszywych informacji o spółce, dotyczących (i) rzekomo planowanych przejęć innych podmiotów gospodarczych oraz (ii) rzekomego istnienia wpływu na wyniki finansowe planowanego kontraktu na dostawę produktów do spółki.

zasłaniał się błędami inwestycyjnym lub nawet niewiedzą (czemu zwykle przeczył ich długi staż oraz liczba zawartych transakcji). Niektórzy próbowali nawet zrzucić winę na tajemnicze osoby, którym powierzyli dostęp do rachunków<sup>45</sup>. Warto podkreślić, że w kilku przypadkach manipulacji oskarżeni działali na rachunkach osób trzecich bez oficjalnego pełnomocnictwa, często na zasadzie „koleżeńskej przysługi”, dysponując jedynie danymi do logowania (login i hasło), prowadząc działalność zbliżoną swym charakterem do usługi zarządzania aktywami, za co otrzymywali także wyrok z art. 178 UOIF<sup>46</sup>. Uczestnicy rynku często w ogóle nie byli świadomi bezprawności swych działań i nie kryli zaskoczenia z powodu stawianych im zarzutów.

W 21 wyrokach skazujących dotyczących insider tradingu skazano łącznie 24 osoby<sup>47</sup> co pokazuje, że niemal zawsze zaangażowana w proceder była jedna osoba. Najprostszym sposobem uzyskania dostępu do informacji poufnej było zatrudnienie w spółce, której dotyczy owa informacja. Przeszstępstwa insider tradingu najczęściej dokonywały osoby na wyższych stanowiskach, czyli tzw. osoby pełniące obowiązki zarządcze (OPOZ) – w praktyce członkowie zarządu oraz rady nadzorczej). W mniejszym stopniu insider tradingu dopuszczali się inni pracownicy spółki publicznej oraz osoby spoza spółki, które nabyły informację np. dzięki zatrudnieniu w firmie reprezentującej spółkę w wezwaniu do sprzedaży akcji, w banku udzielającym finansowania czy w firmie doradczej.

Pomimo, że transakcje OPOZ podlegają ścisłemu nadzorowi, to nie zniechęcało ich to do insider tradingu. Oskarżeni na ogół twierdzili, że nie mieli dostępu do informacji poufnej lub w ich mniemaniu informacja, którą wykorzystali, nie miała znamion poufności. W przypadku insiderów wtórnych dowodami świadczącymi na ich niekorzyść były m.in. rozmowy telefoniczne z insiderami pierwotnymi oraz skorelowane ze sobą wpłaty i wypłaty gotówki.

Analizując 102 prawomocne wyroki skazujące z lat 2005–2022 widać, że przeciętne nadużycie dotyczyło jednoosobowej manipulacji akcjami na GPW<sup>48</sup>, a mediany średnich kar grzywny za manipulację oraz wykorzystywanie lub ujawnianie informacji poufnych wynosiły odpowiednio 8 tys. zł i 47 tys. zł. W 79 na 86 prawomocnych wyroków dotyczących manipulacji nałożono karę grzywny, przy czym 61 kar grzywny mieściło się w przedziale „zaledwie” do 20 000 zł (włącznie). Mimo, iż tylko w przypadku 21 prawomocnych wyroków za nadużycia na rynku można było (na podstawie uzasadnienia) ustalić poten-

<sup>45</sup> Oskarżony nie potrafił nawet podać nazwiska tajemniczego mężczyzny, któremu miał przekazać dostępy do dwóch rachunków maklerskich (swojego oraz innego pokrzywdzonego), co sąd uznał za sprzeczne z zasadami doświadczenia życiowego [VI K 1837/08].

<sup>46</sup> Prowadzenie działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi bez zezwolenia.

<sup>47</sup> W tabelach 2 i 3 pominięto wyrok z 2004 r. (dwie skazane osoby).

<sup>48</sup> Spośród 102 wyroków prawomocnych, aż 52 dotyczyły instrumentów notowanych na rynku regulowanym GPW, a zaledwie 13 z NewConnect (ASO), jednak dla 35 wyroków nie można było ustalić rynku (z uwagi na brak uzasadnienia lub wymazane pola).

cialne korzyści z przestępstwa, to można uznać, że kary były na ogół dość niskie do wyrządzonych (także potencjalnie) szkód lub odniesionych korzyści, co jest dodatkową motywacją dla przyszłych naruszcycieli.

Podsumowanie statystyk 123 wyroków<sup>49</sup> za nadużycia, nałożonych w latach 2005–2022, przedstawiono w tabeli 2. Kar więzienia nie uwzględniono w tym zestawieniu, ponieważ występowały zaledwie w co piątym wyroku (30/123) nie przekraczając średnio jednego roku w zawieszeniu na 2,5 roku.

Tabela 2. Podsumowanie wszystkich wyroków za nadużycia na rynku w latach 2005–2022

Rok wyroku	Manipulacja instrumentami finansowymi							Wykorzystanie lub ujawnienie informacji poufnej					
	Liczba wyroków skazujących	Znana treść wyroku	Sprawy dotyczące „wash trade” lub „sam ze sobą”	Liczba skazanych	Suma kar grzywny w tys. PLN <sup>a</sup>	Średnia kara w tys. PLN	Średni czas od zawiadomienia do skazania (lata)	Liczba wyroków skazujących	Znana treść wyroku	Liczba skazanych	Suma kar grzywny w tys. PLN	Średnia kara w tys. PLN	Średni czas od zawiadomienia do skazania (lata)
2005	3	0	0	3	52	17	N/D						
2006	4	0	0	5	18	5	N/D	1	0	1	0	0	N/D
2007	8	4	4	11	249	23	N/D	1	1	1	120	120	N/D
2008	6	4	4	11	446	37	N/D	1	1	2	12	6	N/D
2009	5	5	4	6	31	4	N/D				0	0	
2010	7	6	6	14	2 523	114	N/D	2	2	2	95	48	3,7
2011	6	6	5	7	66	10	3,0				0	0	
2012	5	4	4	5	34	7	2,7	1	1	1	55	55	3,2
2013	9	9	8	12	119	12	6,2	1	1	1	47	47	1,4
2014	6	6	4	7	80	8	4,7				0	0	
2015	7	7	5	8	727	57	3,4				0	0	
2016	8	7	6	11	115	11	5,4	1	1	2	142	71	4,8
2017	3	3	3	5	126	22	5,2	1	1	1	2	2	N/D
2018	6	5	4	8	1 219	177	6,5	1	1	1	92	92	6,6
2019	11	10	10	34	4 534	200	5,7	5	5	5	187	37	3,6
2020	4	4	4	4	80	20	5,2	3	3	3	157	52	3,8
2021	3	3	2	4	84	18	5,6	2	2	2	100	100	3,3
2022	3	0	0	3	350	175	N/D				0	0	
<b>Suma</b>	<b>104</b>	<b>83</b>	<b>73</b>	<b>158</b>	<b>10 858</b>	–		<b>20</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>1 010</b>	–	
<b>Średnia</b>	<b>5,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>8,8</b>	<b>603</b>	<b>56,6</b>	<b>5,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>84</b>	<b>46</b>	<b>3,7</b>

<sup>a</sup> Są to kary grzywny wraz z przepadkiem korzyści (ale bez kosztów sądowych).

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy wyroków sądowych.

Jako, że część wyroków wydano w tej samej sprawie, dla ukazania pełniejszego obrazu orzecznictwa w tabeli 3 nie uwzględniono wyroków

<sup>49</sup> W tabelach 2 i 3 pominięto wyrok z 2004 r. za wykorzystanie informacji poufnych (dwie skazane osoby). Ponadto dwa wyroki dotyczą zarówno manipulacji, jak i wykorzystania informacji poufnych, dlatego ujęto je podwójnie (suma daje 123 sprawy).

nieprawomocnych<sup>50</sup>. Ogółem stwierdzono 102 prawomocne wyroki skazujące za nadużycia na rynku, w tym 86 za manipulacje oraz 17 za ujawnienie lub wykorzystywanie informacji poufnych (jeden wyrok podwójny). Średni czas od zawiadomienia (składanego przez KPWiG/KNF do prokuratury, bo tylko te sprawy badano) do wydania prawomocnego wyroku w przypadku manipulacji wyniósł 57,6 miesiąca (4,8 roku), a w przypadku wykorzystywania lub ujawniania informacji poufnych 48 miesięcy (4 lata). Biorąc pod uwagę, że przeciętny proces karny w Polsce (od zawiadomienia prokuratury do wydania wyroku przez sąd) wynosił 7,4 miesiąca<sup>51</sup>, to wyroki za nadużycia na rynku zapadają odpowiednio 7,8 oraz 6,5 raza dłużej. Pamiętajmy jednak, że zawiadomienie do prokuratury z reguły poprzedza postępowanie wyjaśniające w UKNF, trwające do 12 miesięcy, co dodatkowo odsuwa w czasie wydanie wyroku, wpływając niekorzystnie na efektywność i dotkliwość sankcji. Z tego powodu w doktrynie spotyka się postulaty dekryminalizacji nadużyć na rynku na rzecz kar administracyjnych KNF, które nakładane są szybciej.

Tabela 3. Podsumowanie prawomocnych wyroków za nadużycia na rynku w latach 2005–2022

Rok wyroku	Manipulacja instrumentami finansowymi							Wykorzystanie lub ujawnienie informacji poufnej						
	Liczba wyroków skazujących	Znana treść wyroku	Sprawy dotyczące „wash trade” lub „sam ze sobą”	Liczba skazanych	Suma kar grzywny w tys. PLN <sup>a</sup>	Średnia kara w tys. PLN	Średni czas od zawiadomienia do skazania (lata)	Liczba wyroków skazujących	Znana treść wyroku	Liczba skazanych	Suma kar grzywny w tys. PLN	Średnia kara w tys. PLN	Średni czas od zawiadomienia do skazania (lata)	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	3	0	0	3	52	17	N/D							
2006	3	0	0	4	12	5	N/D	1	0	1	0	0	N/D	
2007	7	3	3	9	149	19	N/D	1	1	1	120	120	N/D	
2008	6	4	4	11	446	37	N/D	1	1	2	12	6	N/D	
2009	2	2	1	3	23	6	N/D				0	0		
2010	5	4	4	10	2 073	107	N/D	2	2	2	95	48	3,7	
2011	5	5	4	6	64	12	3,0				0	0		
2012	5	4	4	5	34	7	2,7	1	1	1	55	55	3,2	
2013	8	8	7	11	114	13	6,2	1	1	1	47	47	1,4	

<sup>50</sup> Chodzi o sprawy, dla których autorzy mieli pewność, że zapadły prawomocne wyroki sądów kolejnych instancji lub też sprawy rozpatrywano ponownie.

<sup>51</sup> Średni czas postępowania w sprawach karnych i wykroczeniowych w sądach rejonowych w latach 2014–2021 wynosił 3,6 miesiąca [www2, dostęp 30.09.2023], a średni czas postępowania prokuratorskiego w sprawach karnych w latach 2016–2017 wynosił 3,8 miesiąca [www3, dostęp 30.09.2023].

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	5	5	3	6	70	8	5,1				0	0	
2015	7	7	5	8	727	57	3,4				0	0	
2016	7	6	6	10	113	12	4,7	1	1	2	142	71	4,8
2017	2	2	2	3	6	3	5,5	1	1	1	2	2	N/D
2018	5	4	3	6	1 019	192	5,0	1	1	1	92	92	6,6
2019	6	5	5	18	4 261	348	6,1	2	2	2	90	45	3,6
2020	4	4	4	4	80	20	5,2	2	2	2	57	29	5,1
2021	3	3	2	4	84	18	5,6	2	2	2	100	100	3,3
2022	3	0	0	3	350	175	N/D				0	0	
<b>Suma</b>	<b>86</b>	<b>66</b>	<b>57</b>	<b>124</b>	<b>9 677</b>	<b>-</b>		<b>16</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>813</b>	<b>-</b>	
<b>Średnia</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>6,9</b>	<b>538</b>	<b>62,8</b>	<b>4,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>68</b>	<b>46</b>	<b>4,0</b>

<sup>a</sup> Są to kary grzywny wraz z przypadkiem korzyści (ale bez kosztów sądowych).

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy wyroków sądowych.

### 2.3. Wybrane przypadki nadużyć na rynku

Na podstawie analizy wyroków sądowych autorzy w tabeli 3 przedstawili 14 wybranych, najciekawszych ich zdaniem, przypadków nadużyć, wraz z opisem ich *modus operandi*.

Tabela 4. Wybrane studia przypadku nadużyć

Data wyroku	Sygnatura	Czas od zawiadomienia do skazania (lata)	Rodzaj sprawy <sup>a</sup>	Średnia grzywna w tys. PLN <sup>b</sup>	<i>Modus Operandi</i> (oskarżonego / oskarżonych)
1	2	3	4	5	6
07.02.2008	VI K 1012/06	BD	M	1	Skazany Z.S., działając na rachunku własnym oraz jako pełnomocnik na rachunku B.S., na 14 sesjach podwyższał średnio o ok. 3% kurs akcji w fazie otwarcia (TKO)
16.11.2010	II K 993/07	4,6	WIP	90	M.N. będąc zatrudniony w spółce X i znając jej plany inwestycyjne, wykorzystał informację poufną o zamiarze nabycia przez spółkę X udziałów spółki sp. z o.o. od spółki Z, nabył wcześniej akcje spółki publicznej na rachunek osoby trzeciej, do którego to rachunku był pełnomocnikiem
08.08.2011	XII K 291/11	1,2	M	4	Skazani A.S. i M.B., działając w porozumieniu między 29 marca 2010 r. a 14 kwietnia 2010 r., składali umówione zlecenia i zawierali transakcje na akcjach spółek publicznych w celu zwycięstwa w konkursie „V Mistrzostwa Polski Inwestorów” i uzyskania nagrody (samochodu o wartości 143 tys. zł)
19.01.2012	II K 910/11.K	2,6	M	5	Skazany J.S. od 2 lutego 2009 r. do 1 kwietnia 2009 r. w krótkich odstępach czasu, składał zlecenia i zawierał naprzemienne transakcje kupna i sprzedaży ze swojego rachunku oraz z rachunku żony (A.S.) powodując, tym samym stratę na własnym rachunku i zysk na rachunku żony, w celu zdobycia nagrody przez żonę w konkursie
17.05.2013	II K 33/13	1,4	WIP	47	3 listopada 2010 r., dysponując informacją poufną o podpisaniu listu intencyjnego (pomiędzy spółką z o.o. a spółką giełdową), wykorzystał ją tak, że przed opublikowaniem o godz. 17.05 raportu bieżącego złożył dwa zlecenia kupna (g. 13:41 i g. 16:09) i nabył 212 000 akcji spółki o wartości 104 980 zł, które sprzedał 4-5 listopada 2010 r. za kwotę 111 980, uzyskując korzyść majątkową w wysokości 7 000 zł

1	2	3	4	5	6
10.10.2013	II K 910/11	6,2	M	5	W krótkich odstępach czasu składał przeciwstawne zlecenia kupna-sprzedaży akcji na rachunek własny i matki, do którego skazany był pełnomocnikiem, powodując sztuczne ustalenie się kursu akcji ww. spółek i wprowadzając w błąd inwestorów
07.08.2015	V K 193/13	4,6	M	4	W krótkich odstępach czasu z własnego rachunku składał zlecenia kupna i sprzedaży akcji, podnosząc kurs o 81,86%, a następnie składał zlecenia, które powstrzymały spadek kursu, sztucznie ustalając ceny wprowadzając w błąd inwestorów
07.04.2016	II K 441/15	3,1	M	5	w krótkich odstępach czasu składał przeciwstawne zlecenia kupna-sprzedaży akcji na rachunek inwestycyjny spółki z o.o., do którego pełnomocnikiem był J.D., i zawierał transakcje, sztucznie ustalając kurs akcji spółki i wprowadzając w błąd inwestorów
14.02.2017	III K 256/11	9,6	M	1	Skazane małżeństwo, działając w porozumieniu, w krótkich odstępach czasu manipulowali akcjami dwóch spółek (z WIG20), składając przeciwstawne zlecenia kupna i sprzedaży akcji na rachunku skazanego i rachunku skazanej, sztucznie ustalając kursy akcji obu spółek i wprowadzając w błąd pozostałych inwestorów, a także usiłowali wyłudzić od organizatora konkursu (gry giełdowej) nagrodę (samochód) warty 125 000 zł, ale skazany został wykluczony z konkursu; sąd uznał szkodliwość za nieznaczną, korzyść ok. 4,8 tys. zł
21.11.2017	II K 1024/15	4,5	M	60	R.K. oraz G.K. w okresie od 19 do 30 kwietnia 2013 r., działając wspólnie i w porozumieniu, bezpośrednio oraz przez pełnomocnika, w krótkich odstępach czasu zawarły ze sobą łącznie transakcje na 650 mln akcji spółki X o wartości 290 mln zł, nie zmieniając ostatecznie stanu posiadania akcji spółki X i nie odnosząc żadnych zysków (ponosząc koszty prowizji maklerskich) w celu utrzymania akcji spółki X w indeksie giełdowym. Oskarżeni twierdzili, że ich celem była optymalizacja podatkowa <sup>6</sup>
27.04.2018	IV K 275/17	6,6	UIP i WIP	92	Skazany P.N., w celu osiągnięcia korzyści majątkowej, działając w ramach uzgodnionego podziału wspólnie i w porozumieniu z R.B. wykorzystał informacje poufne dotyczące akcji trzech spółek w ten sposób, że w ramach uzgodnionego podziału ról P.N. ujawnił R.B. posiadane informacje poufne o inwestycjach pewnej spółki w ww. spółki, nakłaniając go do nabycia ich akcji, a R.B. wykorzystując te informacje poufne nabywał akcje ww. spółek, które następnie zbywał po podaniu informacji poufnych do publicznej wiadomości, uzyskując korzyść majątkową w wysokości 48 638 zł
06.07.2018	V K 1210/07	14,4	M	100	R.G. (specjalista w domu maklerskim) oraz A.O. (pełnomocnik rachunku spółki z Brytyjskich Wyp Dżewicznych), działając w porozumieniu, 4 lutego 2004 r. sztucznie obniżyli i podwyższyli kurs kontraktu terminowego na indeks WIG 20 w ten sposób, że R.G. wprowadził do giełdowego systemu notowań WARSET z rachunku inwestycyjnego A.K., niezgodnie z telefoniczną dyspozycją A.K., zlecenie otwarcia pozycji krótkiej 4 000 kontraktów terminowych (po każdej cenie), sztucznie obniżając kurs z 1634 punktów do 1526 punktów (-6,6%), a krótko po tym wprowadził do systemu WARSET (również z rachunku A.K., bez dyspozycji posiadacza rachunku) zlecenie otwarcia pozycji długiej 4 000 kontraktów terminowych (po każdej cenie), sztucznie podwyższając kurs z 1526 punktów do 1788 punktów (+17,1 % w stosunku do najniższego kursu), generując ok. 2,5 mln zł zysku na rachunku spółki z Brytyjskich Wyp Dżewicznych oraz stratę domu maklerskiego w wysokości 3,8 mln zł <sup>d</sup>
23.10.2018	VIII K 387/18	2,7	M	864	Skazany działając w krótkich odstępach czasu, na rachunku własnym oraz jako pełnomocnik kilku rachunków osób trzecich, składał zlecenia i zawierał transakcje na akcjach spółki giełdowej na NewConnect, podnoszące kurs, nie podnoszące kursu, ale zdejmując podaż na danych poziomach cenowych, a także zawierając transakcje pomiędzy „obsługiwanymi” przez siebie rachunkami, osiągając korzyść 863 tys. zł
10.09.2019	II K 582/18	4,7	WIP	50	Wykorzystanie przez członka rady nadzorczej informacji poufnej o złych wynikach spółki i sprzedaż akcji tej spółki warty 37 tys. zł mimo okresu zamkniętego

<sup>a</sup>M – manipulacje instrumentami finansowymi, WIP – wykorzystywanie informacji poufnych, UIP – ujawnianie informacji poufnych.

<sup>b</sup>Srednia grzywna z utratą kosztów (bez ewentualnych kosztów procesu) w tys. PLN.

<sup>c</sup>Chodzi o sprawę Romana i Grażyny Karkosików oraz spółki Boryszew. Prawomocny wyrok w tej sprawie zapadł 13.09.2018 r. (IX Ka 205/18) [Ciechoński 2018]. Co ciekawe, oskarżeni złożyli skargi konstytucyjne (SK 34/19 i SK 35/19), nierozstrzygnięte przez Trybunał Konstytucyjny do czasu publikacji tego artykułu, jednak Sejm RP wniósł o stwierdzenie, że zgodna z Konstytucją jest sankcja za zlecenia lub transakcje mogące wpływać na pozycję spółki w indeksie giełdowym, które jednocześnie (potencjalnie) nie wprowadzały innych inwestorów w błąd co do ceny akcji [Spyra 2020: 252].

<sup>d</sup>Jest to tzw. „Afera 100 sekund” [Martysz 2023]. W wyroku II instancji (syg. X Ka 42/19 z 15.03.2019 r.) zasądono dodatkowo naprawienie szkody brokera w wys. 3 829 390 PLN.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy wyroków sądowych.



## 2.4. Lista uzyskanych wyroków sądowych za nadużycia na rynku

W tabeli 5 uszeregowano chronologicznie 106 wyroków sądowych dotyczących nadużyć, zapadłych w latach 2007–2021, dla których autorzy ustalili sygnaturę i poznali ich treść. Jest to prawdopodobnie pierwsze w historii polskiego rynku kapitałowego tak kompleksowe zestawienie wyroków sądowych za nadużycia na rynku, które może posłużyć do dalszych badań nad orzecznictwem w tym zakresie. Poniższa lista wyroków jest dopełnieniem bibliografii artykułu.

Tabela 5. Lista polskich wyroków sądowych dotyczących nadużyć na rynku z lat 2007–2021

Data wyroku	Sygnatura	Sygnatura bazowa (jeśli odwołanie lub ponowne rozpatrzenie)	Nazwa sądu (SR – Sąd Rejonowy, SO – Sąd Okręgowy)	Czy jest uzasadnienie?	Rodzaj sprawy <sup>a</sup>
1	2	3	4	5	6
01.02.2007	IX K 231/06		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
26.04.2007	II K 6643/00	II K 6643/00	SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
16.10.2007	XXIII K 851/07		SR w Poznaniu	NIE	WIP
18.10.2007	III K 640/06		SR dla Warszawy–Woli	NIE	M
29.10.2007	VI K 311/07		SR w Skierniewicach	NIE	M
17.01.2008	II K 197/06		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
07.02.2008	VI K 1012/06		SR w Pszczynie	NIE	M
29.04.2008	II K 22/08		SR w Skierniewicach	NIE	M
15.05.2008	V K 1189/04		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	UIP, WIP
29.04.2009	II K 125/09		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
03.06.2009	II K 13/08	II K 13/08	SR w Lesznie	TAK	M
02.10.2009	III K 30/09		SR w Bielsku-Białej	NIE	M
07.10.2009	II K 380/09	II K 380/09	SR w Ostrowie Wielkopolskim	TAK	M
03.11.2009	VI K 1837/08	VI K 1837/08	SR Poznań–Nowe Miasto i Wilda	TAK	M
02.12.2009	IV Ka 1735/09	II K 13/08	SO w Poznaniu	TAK	M
14.01.2010	II K 190/08	II K 190/08	SR w Zielonej Górze	TAK	M
15.03.2010	IV Ka 203/2010	VI K 1837/08	SO w Poznaniu	TAK	M
23.03.2010	IV Ka 46/10	II K 380/09	SO w Kaliszu	TAK	M
31.03.2010	II K 403/05	II K 403/05	SR w Dąbrowie Górniczej	TAK	M
21.05.2010	II 1 K 636/10		SR w Nowym Sączu	NIE	WIP
23.07.2010	II K 76/10		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
03.09.2010	VII Ka 511/10	II K 403/05	SO w Katowicach	TAK	M
16.11.2010	II K 993/07		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	WIP
01.03.2011	VII Ka 759/10	II K 190/08	SO w Zielonej Górze	NIE	M
06.04.2011	II K 161/08		SR Gdańsk–Północ	TAK	WIP
04.07.2011	II K 413/10		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
08.08.2011	XII K 291/11		SR dla Wrocławia Fabryczna	NIE	M

1	2	3	4	5	6
11.08.2011	II K 844/09	II K 13/08, IV Ka 1735/09, II K 844/09	SR w Lesznie	TAK	M
24.10.2011	II K 621/11		SR w Sierpcu	TAK	M
16.12.2011	II K 930/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
18.01.2012	XVII Ka 1037/11	II K 844/09	SO w Poznaniu	TAK	M
19.01.2012	II K 910/11.K		SR dla Krakowa–Krowodrzy	NIE	M
19.04.2012	III K 812/10		SR dla Warszawy–Mokotowa	NIE	M
18.05.2012	X K 1053/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	WIP
13.09.2012	II K 568/12		SR w Koszalinie	NIE	M
09.01.2013	V KK 149/12		Sąd Najwyższy	NIE	M
11.01.2013	II K 1152/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
19.03.2013	X K 1442/10		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
17.05.2013	II K 33/13		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	WIP
24.05.2013	II K 613/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
12.06.2013	IV K 677/09		SR Szczecin–Centrum	TAK	M
04.09.2013	II K 562/12		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
10.10.2013	II K 910/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
18.10.2013	X K 1936/10	X K 1936/10	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
29.10.2013	II K 685/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
10.03.2014	III K 581/13		SR Katowice–Zachód	TAK	M
24.03.2014	V K 72/14		SR dla Warszawy–Woli	NIE	M
16.05.2014	X Ka 173/14	X K 1936/10	SO w Warszawie	TAK	M
18.06.2014	III K 711/07		SR dla m. st. Warszawy	TAK	M
15.07.2014	IV K 852/13		SR dla Warszawy–Woli	NIE	M
05.09.2014	IX K 125/14		SR w Bydgoszczy	TAK	M
09.12.2014	II K 870/13	II K 870/13	SR Gdańsk–Południe	TAK	M
08.05.2015	II K 1073/14		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
12.06.2015	II K 845/14		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
24.06.2015	V Ka 192/15	II K 870/13	SO w Gdańsku	NIE	M
29.07.2015	IV K 792/09		SR dla m. st. Warszawy	TAK	M
07.08.2015	V K 193/13		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
02.09.2015	VIII K 116/15		SO w Warszawie	NIE	M
08.12.2015	XI K 365/14	XI K 365/14	SR w Częstochowie	TAK	M
17.12.2015	VII K 339/15		SR dla Łodzi–Widzewa	NIE	M
21.01.2016	VII K 450/15		SR w Zabrze	NIE	M
16.03.2016	II K 53/14		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
07.04.2016	II K 441/15		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
20.05.2016	III K 707/15		SR dla m. st. Warszawy	NIE	M
24.05.2016	VII Ka 311/16	XI K 365/14	SO w Częstochowie	TAK	M
30.06.2016	IV K 921/12		SR dla Warszawy–Woli	TAK	UIP, WIP
01.09.2016	II K 273/16		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
07.11.2016	II K 924/15		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M

1	2	3	4	5	6
09.11.2016	IX K 5/16	IX K 5/16	SR w Kielcach	TAK	M
14.02.2017	III K 256/11		SR dla Warszawy–Woli	TAK	M
05.06.2017	II K 899/16		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
22.09.2017	VIII K 475/17		SR dla Warszawy–Mokotowa	NIE	WIP
21.11.2017	II K 1024/15	II K 1024/15	SR w Toruniu	TAK	M
25.01.2018	IX Ka 782/17	IX K 5/16	SO w Kielcach	TAK	M
06.03.2018	XI K 466/16	XI K 365/14, VII Ka 311/16	SR w Częstochowie	TAK	M
26.04.2018	VII K 33/18		SR w Płocku	NIE	M
27.04.2018	IV K 275/17		SR dla Warszawy–Woli	TAK	UIP, WIP
06.07.2018	V K 1210/07	V K 1210/07	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
13.09.2018	VII Ka 735/18	XI K 365/14, XI K 466/16	SO w Częstochowie	TAK	M
13.09.2018	IX Ka 205/18	II K 1024/15	SO w Toruniu	TAK	M
23.10.2018	VIII K 387/18		SR dla Warszawy–Mokotowa	NIE	M
04.01.2019	II K 569/12	II K 569/12	SR w Chełmie	TAK	M
31.01.2019	II K 607/18	II K 607/18	SR w Dzierżonowie	TAK	M
15.03.2019	X Ka 42/19	V K 1210/07	SO w Warszawie	TAK	M
23.04.2019	IV Ka 225/19	II K 607/18	SO w Świdnicy	NIE	M
07.05.2019	II K 36/19		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
28.05.2019	V K 299/18	V K 299/18	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	WIP
17.06.2019	II K 434/17	II K 434/17	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
10.09.2019	II K 582/18		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	WIP
04.10.2019	VIII K 622/18		SR dla Warszawy–Mokotowa	TAK	M
08.10.2019	X Ka 892/19	V K 299/18	SO w Warszawie	TAK	WIP
07.11.2019	XI Ka 462/19	II K 569/12	SO w Lublinie	TAK	M
07.11.2019	V K 133/18	V K 133/18	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	UIP
06.12.2019	II K 990/18	II K 990/18	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
23.12.2019	II K 174/17	II K 174/17	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M, WIP
13.01.2020	IX Ka 1220/19	II K 434/17	SO w Warszawie	TAK	M
10.07.2020	X Ka 184/20	V K 133/18	SO w Warszawie	TAK	UIP
15.07.2020	V K 248/20	V K 248/20	SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	WIP
20.08.2020	X Ka 279/20	II K 990/18	SO w Warszawie	TAK	M
24.08.2020	II K 698/20//P		SR dla Krakowa–Podgórze	TAK	M
17.12.2020	X Ka 242/20	II K 174/17	SO w Warszawie	TAK	M, WIP
27.01.2021	II K 477/18		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	WIP
20.04.2021	X K 586/20	V K 248/20	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	WIP
30.07.2021	II K 732/18		SR w Płocku	TAK	M
29.09.2021	II K 605/21		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
08.12.2021	IX Ka 1129/21	II K 605/21	SO w Warszawie	NIE	M

<sup>a</sup> M – manipulacje instrumentami finansowymi, WIP – wykorzystywanie informacji poufnych, UIP – ujawnianie informacji poufnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy wyroków sądowych.

## PODSUMOWANIE

W Polsce w latach 2002–2022 (według organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym) zapadły 123 wyroki skazujące za nadużycia na rynku, w tym 104 dotyczyło manipulacji, a tylko 21 insider tradingu. Najczęściej występującym *modus operandi* manipulacji (70% spraw) był sztuczny handel „sam ze sobą” dokonywany przez jedną osobę na jednym lub rzadziej na kilku rachunkach inwestycyjnych lub przez kilka osób działających w ramach powiązanej grupy (*wash trade*). Typowa manipulacja dotyczyła akcji na rynku regulowanym GPW, trwała ok. 95 dni, a jej celem było osiągnięcie korzyści finansowej. Od zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia danego nadużycia do wydania wyroku skazującego mijało średnio, aż 48 miesięcy dla wykorzystywania lub ujawniania informacji poufnych oraz, aż 57,6 miesiąca dla manipulacji – było to odpowiednio 6,5 i 7,8 raza dłużej od przeciętnego procesu karnego, co w ocenie autorów wynika głównie ze skomplikowanej materii nadużyć na rynku.

Do największych wyzwań w penalizacji nadużyć na rynku należy dowodzenie, że sprawca miał manipulacyjny zamiar lub, że składał zlecenia w oparciu o informacje poufne. Szczególnie niska karalność dotyczy ujawniania i wykorzystywania informacji poufnych, co zdaniem autorów wynika głównie z charakteru poszlakowego postępowania dowodowego – (według statystyk nadzoru) spośród 201 zawiadomień KNF do prokuratury powstały jedynie 24 akty oskarżenia i zaledwie 15 wyroków (7% zawiadomień), natomiast w przypadku manipulacji było dużo lepiej – 217 zawiadomień oraz po 99 aktów oskarżenia i wyroków skazujących (46% zawiadomień).

Sprawcami nadużyć na rynku były przeważnie osoby o dużej wiedzy o funkcjonowaniu giełdy, które w toku postępowania próbowały zasłaniać się niewiedzą czy działaniem nieprzemyślanym. Sprawcy ci często nie byli świadomi bezprawności oraz szkodliwości swoich działań, co sugeruje potrzebę szerszego edukowania inwestorów o tym, czym są nadużycia na rynku.

Manipulacje instrumentami finansowymi mogą wprowadzać inwestorów w błąd. Z kolei ujawnianie lub wykorzystywanie informacji poufnych stwarza poczucie, że tylko nieliczni mogą podejmować trafione decyzje inwestycyjne, co odstręcza inwestorów od zaangażowania w rynku giełdowym. Oba nadużycia na rynku kapitałowym powodują erozję zaufania do rynku kapitałowego i odejście z niego inwestorów. Wówczas rynek przestaje spełniać swoją rolę, bo kapitał nie trafia tam, gdzie mógłby być najlepiej wykorzystany i jest go po prostu mniej.

Aby móc w pełni ocenić skuteczność orzekania i wyjaśnić dysproporcję pomiędzy liczbą zawiadomień do prokuratury, a liczbą wyroków, należałoby (oprócz wyroków) przestudiować też zawiadomienia do prokuratury oraz akty prokuratorskie, zwłaszcza w przypadku spraw umorzonych lub zakończonych uniewinnieniem. Dopiero wówczas można byłoby próbować ustalić, czy mate-

riał dowodowy był niewystarczający, czy też brakło przesłanek wskazujących na wystąpienia nadużyć na rynku. Tylko dla niespełna 59% wyroków sądowych, których treść autorzy poznali (62/106), sporządzono szczegółowe uzasadnienie, z którego można spróbować ustalić *modus operandi* nadużyć na rynku.

Wreszcie, autorzy sugerują dalsze badania nad wpływem płynności obrotu giełdowego na skuteczność manipulacji – wydaje się bowiem, że popularyzacja rynku kapitałowego, zwiększenie globalnego wolumenu obrotów oraz dążenie do jak największej liczby akcji w wolnym obrocie (*free float*) powinno w naturalny sposób ograniczać potencjał do dokonywania manipulacji instrumentami finansowymi.

#### DEKLARACJA AUTORÓW

Autorzy zgłaszają brak konfliktu interesów.

#### BIBLIOGRAFIA

- Augustin, P., Brenner, B. and Subrahmanyam, M.G. (2015). *Informed Options Trading prior to M&A Announcements: Insider Trading?*, NY University – L.N. Stern School of Business working papers, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2441606>
- Błachnio-Parzych, A. (2011). *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*. Warszawa: Wolters Kluwer business.
- Błachnio-Parzych, A. (2023). Komentarz do art. 183, s. 1705–1751. W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, red., *Prawo rynku kapitałowego. Tom I, Komentarz*. Warszawa: C.H.Beck.
- Ciechoński, T. (2018). Prawomocny wyrok: Karkosik z żoną manipulowani. *Gazeta Wyborcza*, 13.09.2018.
- Dusza, M. (2011). *Najgroźniejsze przestępstwa giełdowe. Implikacje i sposoby przeciwdziałania*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/6/WE z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Market Abuse Directive, Dz. Urz. UE L 96 z 12.04.2003.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) [Dz.U. UE L 173/179]
- Dyrektywa Wykonawcza Komisji (UE) 2015/2392 z dnia 17 grudnia 2015 r. w sprawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do zgłaszania właściwym organom rzeczywistych lub potencjalnych naruszeń tego rozporządzenia, L 332/126.
- Gemra, K. i Kwestarcz P. (2021). Wpływ transakcji insiderów na ceny akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010–2020. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia*, vol. 55(4), s. 7–21, <https://doi.org/10.17951/h.2021.55.4.7-21>
- Karlik, P. (2020). Kontrowersje wokół karalnej manipulacji instrumentem finansowym. *Monitor Prawniczy*, nr 5, s. 255–259, <https://doi.org/10.32027/MOP.20.5.3>
- Korn, K. (2012a). Pojęcie Manipulacji Instrumentem finansowym – część I. *Transformacje Prawa Prywatnego*, nr 3, s. 29–48, <https://doi.org/10.26106/25e1-rd17>

- Korn, K. (2012b). Pojęcie Manipulacji Instrumentem finansowym – część II. *Transformacje Prawa Prywatnego*, nr 4, s. 31–66, <https://doi.org/10.26106/1crx-k579>
- Królikowski, M. (2016). *Informacje poufne, wykorzystywanie informacji poufnych, bezprawne ujawnienie informacji poufnych i manipulacje na rynku*. W: M. Wierzbowski, red., *Rozporządzenie UE nr 594/2014 w sprawie nadużyć na rynku. Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Warszawa: C.H.Beck.
- Kwieciński, J. (2019). Przepięstwo manipulacji na rynku kapitałowym w świetle ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i prawa wspólnotowego. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, SGH, nr 174, s. 9–31, <https://doi.org/10.33119/SIP.2019.174.1>
- Martysz C.B., 2015, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading. Analiza prawno-ekonomiczna*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Martysz, C.B. (2022). Free Float in the Polish Capital Market and Its Importance for Investors. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia*, vol. 56(4), s. 83–106, <https://doi.org/10.17951/h.2022.56.4.83-106>
- Martysz, C.B. (2023). 2,5 mln złotych w 100 sekund, czyli manipulacje giełdowe w pigułce. *Obserwator Finansowy*, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/25-mln-zlotych-w-100-sekund-czyli-manipulacje-gieldowe-w-pigulce/>
- Martysz, C.B. i Rzeszutek, M. (2016). *Problem informacji cenotwórczych w kontekście nowych unijnych obowiązków informacyjnych spółek publicznych*. W: A. Karmańska, J. Ostaszewski, red., *Przelamywanie dysonansów poznawczych jako czynnik stymulowania rozwoju nauk o finansach*, Warszawa: SGH, s. 87–104.
- Pawelec, S. (2021). Przepięstwo manipulacji instrumentem finansowym (manipulacji na rynku) w perspektywie reguł prawa karnego międzyczasowego. *Studia Prawnoustrojowe*, nr 52, <https://doi.org/10.31648/sp.6643>
- Piórcarz, R., Czapiewski, M., Stryśnik, J., Włodarczyk, G. i Zacharzewski K. (2021). *Przestępczość finansowa. Tom 2. Rynki finansowe*. Warszawa: Difin.
- Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/522 z dnia 17 grudnia 2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w kwestiach dotyczących wyłączenia niektórych organów publicznych i banków centralnych państw trzecich, okoliczności wskazujących na manipulację na rynku, progów powodujących powstanie obowiązku podania informacji do wiadomości publicznej, właściwych organów do celów powiadomień o opóźnieniach, zgody na obrót w okresach zamkniętych oraz rodzajów transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze podlegających obowiązkowi powiadomienia, Dz.U. UE L 88 z 5.4.2016.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, skrót „MAR”, Dz.U. UE L 173/1.
- Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1055 z 29 czerwca 2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do technicznych warunków właściwego podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych i opóźniania podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014, Dz.U. UE L.2016.173.47.
- Spyra, M. (2020). Ocena zgodności z Konstytucją przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. *Zeszyty Prawnicze BAS*, nr 2(66), s. 217–254, <https://doi.org/10.31268/ZPBAS.2020.46>
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. 2002, nr 49, poz. 447.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2023, poz. 646, skrót „UOIF”.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2022, poz. 2554.



- Ustawa z dnia 6 września 2001 r. o dostępie do informacji publicznej, Dz.U. 2019, poz. 1429.
- Więckowska, M. i Borowski K. (2020). *Manipulacja i wykorzystanie przewagi informacyjnej na rynku finansowym*. Warszawa: SGH.
- Włodarczyk, G. (2016). Trade surveillance (pod MAR) dla osób zawodowo zajmujących się pośrednictwem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń – część pierwsza – wprowadzenie. *Compliance i Zarządzanie*, wyd. 1, jesień, <https://compliancemifid.wordpress.com/artykuly-mar/> [dostęp 10.02.2024].
- [www1] [https://www.unodc.org/documents/treaties/UNCAC/E-Learning/English/inside\\_information/index.2004.htm](https://www.unodc.org/documents/treaties/UNCAC/E-Learning/English/inside_information/index.2004.htm) [dostęp 30.09.2023].
- [www2] <https://isws.ms.gov.pl/baza-statystyczna/opracowania-wieloletnie/download.2853.55.html/> [dostęp 30.09.2023].
- [www3] <https://www.gov.pl/web/prokuratura-krajowa/sprawozdania-i-statystyki> [dostęp 30.09.2023].
- [www4] [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912\\_Warnings\\_on\\_Social\\_Media\\_and\\_Investment\\_Recommendations.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf) [dostęp 09.02.2024].

## DWIE DEKADY NADUŻYĆ NA RYNKU W POLSCE MANIPULACJE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI ORAZ UJAWNIANIE I WYKORZYSTYWANIE INFORMACJI POUFNYCH W LATACH 2002–2022

### STRESZCZENIE

**Cel artykułu.** Celem artykułu jest przedstawienie kluczowych wniosków z analizy orzecznictwa, w tym definicji oraz najczęstszych *modus operandi* sprawców oraz charakterystycznych cech przestępstw manipulacji, wykorzystywania oraz ujawniania informacji poufnych. Przestępstwa te (klasyfikowane zgodnie z Rozporządzeniem MAR jako nadużycia na rynku) są szczególnie szkodliwe dla polskiego rynku kapitałowego, ponieważ naruszają zaufanie inwestorów do rynku i niszczą jego efektywność.

**Metodyka.** Autorzy, bazując na literaturze, raportach organu nadzoru nad polskim rynkiem kapitałowym (KPWiG / KNF) oraz wyrokach sądowych, stworzyli pierwsze w polskiej literaturze kompleksowe opracowanie orzecznictwa dla nadużyć na rynku.

**Wyniki badania.** Czas trwania procesu prokuratorsko-sądowego dla wykorzystywania lub ujawniania informacji poufnych trwał 6,5, a w przypadku manipulacji, aż 7,8 razy dłużej od przeciętnego procesu karnego. W przypadku wykorzystywania i ujawniania informacji poufnych skuteczność orzekania była zdecydowanie niższa (7% zawiadomień do prokuratury zakończyło się wyrokami skazującymi), niż w przypadku manipulacji (46%). Statystyki te wynikają głównie ze skomplikowanej materii nadużyć na rynku. Typowym *modus operandi* manipulacji był sztuczny jednoosobowy handel „sam ze sobą” lub ściśle powiązana ze sobą aktywność kilku osób (*wash trade*). Sprawcami nadużyć były przeważnie osoby o dużej wiedzy o funkcjonowaniu giełdy, które w toku postępowania próbowały zasłaniać się niewiedzą czy spekulacją, jednak często uczestnicy rynku nie byli świadomi bezprawności podejmowanych działań.

**Słowa kluczowe:** nadużycia na rynku, manipulacje instrumentami finansowymi, informacje poufne, *insider trading*, rynek kapitałowy.

**JEL Class:** K14, K22, G14, G18, G19, G23.