

**Edyta Szumilas\***

## **Przestępstwo *insider trading* w polskim systemie prawnym – wybrane aspekty teoretyczne i praktyczne**

### **Streszczenie**

Artykuł podejmuje temat prawnokarnej regulacji przestępstwa *insider trading*, które w polskim porządku prawnym zwykle się określać jako zjawisko wykorzystywania i ujawniania informacji poufnej. Analizie poddano przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, na podstawie dostępnej literatury i orzecznictwa oraz w odniesieniu do prawa unijnego. W szczególności położono nacisk na postanowienia dyrektywy Market Abuse Regulation, stanowiącej fundament dla regulacji tej kategorii czynów w porządku prawnym większości państw członkowskich. W pierwszej części artykułu przedstawiono definicję informacji poufnej, ponieważ gruntowna znajomość tego pojęcia jest nieodzowna do właściwego zrozumienia istoty *insider tradingu*. Następnie przybliżono pojęcie insidera, czyli sprawcy, oraz przedstawiono regulacje zjawiska wykorzystywania i ujawniania informacji poufnej w obowiązującym ustawodawstwie. W dalszej kolejności opisano najważniejsze zmiany, jakie w niedługim czasie zostaną wprowadzone do prawa unijnego aktami MAD II i MAR oraz ukazano wpływ, jaki wywrze to na regulację *insider tradingu*. Na końcu zaprezentowano dane empiryczne dotyczące tego, jak w praktyce wymiaru sprawiedliwości funkcjonują przepisy sankcjonujące wykorzystywanie informacji poufnej.

**Słowa kluczowe:** insider trading, informacja poufna

---

\* Autorka jest studentką V roku prawa na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego w Krakowie.

## 1. Wprowadzenie

Wykorzystywanie i ujawnianie informacji poufnej, znane powszechnie pod nazwą *insider trading*, uważane jest od lat za jedną z najgroźniejszych patologii rynku kapitałowego. Ten anglojęzyczny termin można oddać w języku polskim jako „obrot poufny” lub „handel przez osoby lepiej poinformowane”<sup>1</sup>, niemniej powszechnie przyjęło się używanie owej nazwy w jej oryginalnym brzmieniu. *Insider trading* uważany jest obecnie za jedno z największych zagrożeń dla regulowanego rynku kapitałowego. W krajach, w których giełda osiągnęła wysoki poziom rozwoju jest to w istocie najczęstszy sposób manipulacji rynkiem, jednak nie można bagatelizować jego roli w innych gospodarkach, ponieważ również dla krajów rozwijających się *insider trading* stanowi poważne zagrożenie. Jest to szczególny rodzaj manipulacji, wyróżniający się tym, że narzędzie, za pomocą którego jest ona dokonywana, stanowi tu informacja. Informacja, mimo że jako pojęcie nie posiada materialnych, wymiernych desygnatów, co do zasady stanowi główną siłę napędową i wyznacznik dla rynku kapitałowego, lecz równocześnie może przyczynić się do poważnych problemów w tej sferze gospodarki. Warto wspomnieć w tym miejscu o znanej w ekonomii hipotezie rynku efektywnego informacyjnie, wedle której jeżeli informacja jest transferowana między poszczególnymi uczestnikami rynku na tyle szybko, że zawsze jest ona w pełni uwzględniana przy wycenie instrumentów finansowych i papierów wartościowych, za przyczyną czego oddają one swoją faktyczną wartość, to wówczas możemy twierdzić, że rynek jest efektywny informacyjnie<sup>2</sup>. Ta hipoteza ma znaczenie w kontekście poszukiwania sposobów na osiągnięcie nadprzeciętnych zysków z rynku kapitałowego. Asymetria informacyjna, jaką wywołuje *insider trading*, jest natomiast niewątpliwie czynnikiem zaburzającym owe prawidłowości. Nie wnikając głębiej w szczegółowe założenia i kontrowersje powiązane z tą teorią, należy zauważyć, że w *insider trading* ekonomia spotyka się z prawem: nauki ekonomiczne zajmują się skalą i wpływem na regulowane rynki finansowe zjawiska wykorzystywania i ujawnianie informacji poufnej, natomiast nauki prawne dostrzegają i starają się zapobiec powiązanim z tym zjawiskiem zagrożeniom.

Celem niniejszego opracowania jest prezentacja tego, jak prawo polskie, na podstawie prawa europejskiego, stara się regulować i penalizować zjawisko *insider trading*, uwzględ-

---

<sup>1</sup> Dusza, Przestępstwa na rynku kapitałowym. Papierowi kuglarze, Warszawa 2003 s. 26.

<sup>2</sup> P. Wajda, Efektywność informacyjna rynku giełdowego, Warszawa 2011, s. 23–24.

niając specyfikę rodzimych rynków kapitałowych oraz odrębność polskiej giełdy. W pierwszej części artykułu przybliżono definicję informacji poufnej, która stanowi kluczowy element dla zrozumienia istoty *insider trading*. Następnie przytoczono polskie regulacje dotyczące manipulacji informacją poufną wraz z analizą poszczególnych przepisów i powiązanych z nimi sankcji. W trzeciej części dokonano syntezy informacji dotyczących tego, jak owe regulacje funkcjonują w praktyce wymiaru sprawiedliwości.

## 2. *Charakterystyka informacji poufnej*

Samo pojęcie „informacja poufna” zostało transponowane do prawa polskiego poprzez art. 154 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, który stanowi, że jest to „określona w sposób precyzyjny informacja dotycząca, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów”<sup>3</sup>. Transpozycji dokonano na podstawie definicji zawartej w Market Abuse Directive, zwanej również dyrektywą MAD<sup>4</sup> z 23 stycznia 2003 roku. Jest to definicja legalna, która szczególny nacisk kładzie na to, by informacja poufna charakteryzowała się następującymi cechami: precyzyjność, powiązanie z instrumentami finansowymi oraz cenotwórczość<sup>5</sup>. Nie zdefiniowano natomiast pojęcia „informacja”, co pozwala domniemywać, że nie wymaga ono definicji ustawowej<sup>6</sup>. Przymiot „precyzyjności” oznacza, że taka informacja wskazuje okoliczności i sytuacje, które miały miejsce lub których nastąpienia racjonalnie można oczekiwać, a jej charakter pozwala na oszacowanie potencjalnego wpływu, jaki wywrze ona na ceny papierów wartościowych bądź powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Natomiast jeżeli przekazanie owych informacji do wiadomości publicznej z dużym prawdopodobieństwem spowodowałoby zmianę cen owych aktywów, to posiadają one ce-

---

<sup>3</sup> Tekst jedn. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm.

<sup>4</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/6/EC z 28 I 2003 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku z późn. zm. (Dz.U. L 331 z 15 XII 2010), zwana dalej dyrektywą MAD I.

<sup>5</sup> I. Chojecka, *Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego*, Warszawa 2013, s. 179–180

<sup>6</sup> M. Glicz, *Komentarz do art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2014. Komentarz. Warto jednak zaznaczyć, że niektórzy autorzy twierdzą odmiennie.

chę cenotwórczości. Wpływ na decyzje inwestycyjne ocenia się z perspektywy działania racjonalnego inwestora<sup>7</sup>.

Warto zaznaczyć, że po spełnieniu owych dwóch przesłanek dana informacja będzie informacją poufną w odniesieniu do osoby zajmującej się wykonywaniem dyspozycji instrumentami finansowymi również wówczas, gdy została przekazana owej osobie przez inwestora lub inną jednostkę posiadającą wiedzę o dyspozycjach dotyczących nabycia lub zbycia instrumentów finansowych i dotyczy owego obrotu<sup>8</sup>. Objęcie zakresem regulacji również tego typu danych ma uzasadnienie w praktykach osób wykonujących dyspozycje klientów dotyczące zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych, które niekiedy stosują tzw. uprzedzanie (z ang. *front running*), czyli technikę manipulacji, w której wykorzystuje się posiadaną wiedzę o ewentualnych transakcjach po to, by wcześniej dokonać komplementarnej sprzedaży lub zakupu na własnym rachunku i w ten sposób osiągnąć nieuczciwy dochód<sup>9</sup>.

### **3. Pojęcie insidera w polskim prawie**

Insider jest to potocznie używana nazwa sprawcy przestępstwa ujawniania informacji poufnej. W polskim ustawodawstwie, wzorem rozwiązań europejskich, przyjęto podział insiderów na dwie grupy: pierwotnych i wtórnych. Za element różnicujący przyjęto charakter więzi, jaka łączy insidera ze źródłem, z którego uzyskano posiadane przez niego informacje<sup>10</sup>.

Insider pierwotny jest to osoba, która weszła w posiadanie określonej informacji poufnej w związku z pełnioną funkcją lub zajmowanym stanowiskiem. W art. 2 ust. 1 dyrektywy 2003/6/EC zawarta jest definicja tego pojęcia, stanowiąca że „państwa członkowskie zabraniają każdej osobie, (...) posiadającej informacje wewnętrzne, wykorzystywania takich informacji poprzez nabywanie lub zbywanie lub próbę nabycia lub zbycia, na rachunek własny lub na rachunek strony trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio, instrumentów finanso-

---

<sup>7</sup> M. Sucharski, *Prawnokarna ochrona giełdowego obrotu papierami wartościowymi*, Toruń 2006, s.112 i nast.

<sup>8</sup> *Ustawa z dn. 29 VII 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Art.154 pkt 3. Tekst jedn. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm.*

<sup>9</sup> J.W. Wójcik, *Oszustwa finansowe. Zagadnienia kryminologiczne i kryminalistyczne*, Warszawa 2008, s. 91 i nast.

<sup>10</sup> R. Kuciński, *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2000, s. 111–113.

wych, których informacje te dotyczą”<sup>11</sup>. Ten zakaz stosuje się do osób wymienionych w drugim akapicie tego artykułu, w tym do tych jednostek, które takie informacje posiadają z racji posiadanego dostępu do informacji poprzez zatrudnienie, wykonywanie swojego zawodu lub obowiązków<sup>12</sup>. Co ciekawe, art. 2 ust. 1 dyrektywy 2003/6 definiuje użytkowanie informacji poufnych w ujęciu obiektywnym, to znaczy nie włączając w sposób wyraźny do owej definicji zamiaru, którym było ono motywowane<sup>13</sup>.

Pojęcie insidera pierwotnego transponowano do prawa polskiego artykułem 156 ust. 1 pkt 1, który stanowi, że każdy, kto posiada informację poufną w związku z pełnieniem funkcji w organach spółki, posiadaniem w spółce akcji lub udziałów lub w związku z dostępem do informacji poufnej z racji zatrudnienia, wykonywania zawodu, a także stosunku zlecenia lub innego stosunku prawnego o podobnym charakterze, nie może wykorzystywać takiej informacji<sup>14</sup>. Takie osoby to w szczególności członkowie organów emitenta, akcjonariusze, pracownicy oraz maklerzy.

Jak można zauważyć, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, podobnie jak i Dyrektywa Market Abuse, bardzo rozlegle definiuje grupę potencjalnych insiderów. Co do zasady, do tego kręgu może być zaliczona każda osoba, która ze względu na powiązania organizacyjne ze spółką lub jej organami posiada dostęp do informacji niejawnych. Mianem insidera określa się również osoby zatrudnione albo pełniące pewne funkcje w podmiocie zależnym lub dominującym, albo pozostające z tym podmiotem w stosunku zlecenia, lub też innym stosunku prawnym o zbliżonym charakterze. W doktrynie prawa rynków finansowych mianem insidera pierwotnego określa się zatem osoby w sposób ścisły powiązane z emitentem, np. członków zarządu, członków rady nadzorczej oraz prokurentów lub pełnomocników emitenta<sup>15</sup>.

*A contrario* insiderzy wtórni są to jednostki, które wchodzi w posiadanie informacji poufnych za pośrednictwem innej osoby, która ma bezpośredni dostęp do źródła informacji – czyli od insidera pierwotnego. Są to więc sprawcy, którzy nie tylko nie posiadają bezpośredniego dostępu do informacji poufnej, ale – co istotne – nie powinny w ogóle posiadać

---

<sup>11</sup> Art. 2 ust. 1 dyrektywy MAD I.

<sup>12</sup> Art. 2 ust. 1 *in fine* dyrektywy MAD I.

<sup>13</sup> Sprawa C-45/08 *Spector Photo Group NV Chris Van Raemdonck* przeciwko *Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen* (CBFA).

<sup>14</sup> Ustawa z dn. 29 VII 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Art. 156 ust. 1 pkt 1. Tekst jedn. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm.

<sup>15</sup> M. Sucharski, *op. cit.*, s. 110.

owych informacji. Do tej grupy możemy zaliczyć np. członków rodziny osób będących insiderami pierwotnymi, osoby które wchodzi w posiadanie informacji poufnej w wyniku przestępstwa, np. poprzez włamanie do bazy informatycznej emitenta, lub osoby, które w inny sposób zdobyły takie dane, a wiedziały lub mogły się dowiedzieć – zachowując standardy należytej staranności – że jest to informacja poufna<sup>16</sup>.

Warto zaznaczyć, że jest możliwe, iż dana osoba będzie równocześnie insiderem pierwotnym i wtórnym. Dzieje się tak w przypadku, gdy pracownik danej firmy, mający dostęp do pewnej grupy informacji niejawnych, wchodzi równocześnie w posiadanie innej bazy takich informacji, poprzez kontakt z osobami lub dokumentami z innych działów przedsiębiorstwa<sup>17</sup>. Strategią stosowaną w celu unikania tego typu niebezpieczeństw, bardzo częstych w praktyce obrotu, jest budowanie tzw. chińskich murów. Polega ona na tworzeniu metaforycznej, niewidzialnej przegrody pomiędzy departamentami instytucji finansowej w celu zatamowania transferu informacji z jednego działu do kolejnych. Zazwyczaj „chińskie mury” wprowadzane są do przedsiębiorstwa poprzez wewnętrzne statuty i regulaminy, dające możliwość obłożenia sankcjami przepisów tamujących przepływy informacyjne<sup>18</sup>. Nazwa ta jest aluzją do jednego z najbardziej znanych chińskich zabytków. Niektórzy przedstawiciele doktryny, jak np. ekonomista Michael Becket, doszukują się jednak w sposób częściowo ironiczny nieco innych powiązań, twierdząc że ów sposób prewencji jak oryginał „jest wprawdzie rzucający się w oczy i drogi, ale jednocześnie nieskuteczny, jeżeli chodzi o podstawowy cel jego powstania”<sup>19</sup>. Niemniej, niezależnie od poglądów na zasadność stosowania chińskich murów w praktyce obrotu, nie wykształcił się do tej pory skuteczniejszy sposób zapobiegania *insider trading* wewnątrz struktur przedsiębiorstwa, a powszechność tej metody wskazuje, że choć nie jest ona całkowicie skuteczna, to zapewnia jednak pewien stopień izolacji.

#### **4. Regulacje insider trading w polskim ustawodawstwie**

Obecnie obowiązująca regulacja, dotycząca ujawniania i wykorzystywania informacji poufnej w praktyce obrotu gospodarczego, wprowadzona została do prawa polskiego po-

---

<sup>16</sup> P. Michalski, *Insider trading z perspektywy regulacji europejskich, polskich i szwajcarskich*, Kraków 2015, s. 61.

<sup>17</sup> Ibidem, s. 61.

<sup>18</sup> M. Dusza, *Najgroźniejsze przestępstwa giełdowe. Implikacje i sposoby przeciwdziałania*, Warszawa 2011, s. 159.

<sup>19</sup> M. Becket, *Bluff Your way In finance*, London 1993, p. 12.

przez ustawę z dn. 29 VII 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, która weszła w życie z dn. 24 X 2005 r. Art. 180 oraz 181 zawierają przepisy penalizujące tego typu zachowanie i są one odpowiednikiem art. 176 ust. 1, 2 i 3 ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 roku, która została uchylona w 2005 roku<sup>20</sup>. Art. 180 penalizuje sam fakt ujawnienia informacji niejawnych, natomiast art. 181 to przepis regulujący odpowiedzialność za niezgodne z prawem wykorzystywanie takich danych.

Przestępstwo ujawnienia informacji poufnej, zawarte w artykule 180 u.o.o.i.f., jest przestępstwem o charakterze powszechnym<sup>21</sup>. Definicja informacji poufnej została przytoczona powyżej, w tym miejscu warto jeszcze raz zaznaczyć, że całokształt regulacji związanej z tym pojęciem oraz zjawiskiem *insider trading* opiera się na unijnej Dyrektywie Market Abuse i dlatego należy ją rozpatrywać w kontekście nie tylko prawa krajowego, ale i wspólnotowego. Informacje te mają dotyczyć, zgodnie z regulacją ustawową, instrumentów finansowych, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w Polsce lub innym państwie członkowskim Unii Europejskiej, albo ewentualnie są przedmiotem ubiegania się o owe dopuszczenie. Zatem nieistotny w kontekście odpowiedzialności z tego artykułu jest fakt, czy sama transakcja, w której wykorzystywany jest dany instrument, jest lub będzie dokonywana na tym rynku<sup>22</sup>. Ów czyn może być dokonany zarówno przez działanie jak i przez zaniechanie, z zamiarem bezpośrednim lub ewentualnym. Jest to przestępstwo o charakterze formalnym, zatem do jego zaistnienia nie jest wymagane wystąpienie konkretnego skutku. Co ważne, penalizowane jest tu samo ujawnienie informacji poufnych, zatem nie ma znaczenia fakt, czy zostały one faktycznie wykorzystane w grze rynkowej, ani nawet czy odbiorca komunikatu potraktował je jako rzetelne i prawdziwe dane. Sprawcy może zostać wymierzona kara w postaci grzywny do 2 000 000 zł, kara pozbawienia wolności do lat trzech, lub obie te kary łącznie.

W art. 181 spenalizowano przestępstwo bezprawnego wykorzystywania informacji poufnych. Wykorzystywanie informacji poufnych definiuje się na podstawie art. 156 ust. 4 omawianej ustawy, jako nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na własny lub cudzy rachunek, opierając się na informacji poufnej, lub też dokonywanie na rachunek wła-

---

<sup>20</sup> M. Sucharski, *op. cit.*, s. 133 i nast.

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 133. Jednak w doktrynie istnieją spory co do tego zagadnienia, co zostanie dokładniej przybliżone w części VII artykułu.

<sup>22</sup> *Ibidem*, s. 135.

sny albo innej osoby innej czynności prawnej skutkującej lub mogącej skutkować rozporządzeniem owymi instrumentami. Owe instrumenty winny być dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych w Polsce lub innych krajach należących do Unii Europejskiej albo być przedmiotem ubiegania się o takie dopuszczenie. Jeżeli nie one są co prawda dopuszczone do takiego obrotu, ale ich cena jest w sposób bezpośredni lub pośredni uzależniona od ceny dopuszczonego do owego obrotu instrumentu<sup>23</sup>, to również mieszczą się one w zakresie tego przepisu. Definicja ta została częściowo zbudowana na podstawie dyrektywy MAD. Jest to również przestępstwo powszechne, zakaz wykorzystywania odnosi się do tego samego kręgu osób, które obejmuje zakaz ujawniania informacji poufnej. Dodatkowo obejmuje jednak osoby fizyczne, które uczestniczą w podejmowaniu decyzji związanych z inwestycją na rzecz bądź też w imieniu osoby prawnej lub jednostki nieposiadającej takiej osobowości i równocześnie uzyskują dostęp do danych poufnych. Przestępstwo to ma charakter umyślny, w typie podstawowym sankcja za jego popełnienie może stanowić grzywnę do wysokości 5 000 000 zł albo karę pozbawienia wolności od trzech miesięcy do pięciu lat. Istnieje również możliwość wymierzenia obu tych kar łącznie<sup>24</sup>.

##### **5. Zmiany wprowadzone przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 roku jako implementacja unijnej dyrektywy Market Abuse**

Najważniejsze zmiany, jakie wprowadziły do prawa polskiego nowe przepisy, to po pierwsze likwidacja klauzuli bezkarności<sup>25</sup>. Był to przepis, który wyłączał odpowiedzialność karną z tego artykułu członków zarządu, rady nadzorczej, prokurentów, pełnomocników, pracowników, biegłych rewidentów oraz innych osób pozostających z konkretnym emitentem w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o zbliżonym charakterze<sup>26</sup>. Warunkiem, który umożliwiał skorzystanie z tego przepisu, było nieosiągnięcie przez te osoby korzyści majątkowej o znacznej wartości. Wówczas podlegały one odpowiedzialności

---

<sup>23</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Art. 156 ust. 4 pkt 1-4. Tekst jedn. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm.

<sup>24</sup> Ustawa z dn. 29 VII 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Art. 181 ust. 1. Tekst jedn. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm

<sup>25</sup> P. Ochmann, *Karnoprawna ochrona polskiego rynku kapitałowego: przepisy karne ustaw polskiego rynku kapitałowego*, Londyn 2014, s. 87.

<sup>26</sup> Art. 176 ust. 4, Ustawa z dn. 21 VIII 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. (Dz.U. 1997 nr 118 poz. 754), uchylona.



administracyjnej w miejsce karnej i mogły zostać ukarane karą pieniężną znacznej wysokości oraz opublikowaniem uchwały w przedmiocie tej decyzji<sup>27</sup>.

W nowej ustawie wprowadzono jeszcze jedną, istotną zmianę: mianowicie do art. 181 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dodano typ kwalifikowany przestępstwa wykorzystania informacji poufnej. Dodatkowe znamię stanowi tutaj szczególny podmiot owego przestępstwa: otóż sprawcą czynu wykorzystania informacji poufnej w typie kwalifikowanym mogą być członkowie zarządu, rady nadzorczej, prokurenci lub pełnomocnicy emitenta lub wystawcy, jego pracownicy, biegli rewidenci albo inne osoby pozostające z tym emitentem lub wystawcą w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze<sup>28</sup>. Są to podmioty wymienione w art. 156 ust. 1 lit. a tej ustawy, czyli insiderzy pierwotni. W przypadku popełnienia takiego czynu zabronionego taka osoba również podlega grzywnie do wysokości 5 000 000 zł, natomiast zagrożenie karą pozbawienia wolności wzrasta do wysokości od 6 miesięcy do ośmiu lat, pozostaje też możliwość wymierzenia obu tych kar łącznie<sup>29</sup>.

Ustawa z 2005 roku zawiera również wykaz wyjątków, które nie stanowią przestępstwa wykorzystywania informacji poufnych, mimo że mogłyby być do tej kategorii przestępstw zaliczone. Są to: działania związane z realizowaniem ustawowych zadań z zakresu polityki pieniężnej lub dewizowej i obsługą długu publicznego – o ile dokonuje ich uprawniony przedstawiciel właściwego organu publicznego, nabywanie instrumentów finansowych po to, by ustabilizować ich cenę na rynkach regulowanych, nabywanie przez spółkę publiczną akcji własnych, wykonanie umowy zobowiązującej do zbycia lub nabycia instrumentów finansowych, zawartej na piśmie z datą pewną przed uzyskaniem informacji poufnej, oraz zawieranie transakcji lub nabywanie instrumentów finansowych przez podmiot rozliczający – jeżeli następuje to w bezpośrednim związku z dokonywaniem rozliczenia transakcji<sup>30</sup>. Są to sytuacje wskazane w dyrektywie Market Abuse jako tzw. *safe harbours*, czyli wyjątki, których pojawienie się w obrocie nie będzie skutkowało naruszenia przepisów prawa, jeżeli

---

<sup>27</sup> A. Błachnio-Parzych, Problem podwójnej karalności wykorzystywania informacji poufnych przez tzw. insiderów pierwotnych, (w:) J. Jakubowska-Hara, C. Nowak, J. Skupiński (red.), *Reforma prawa karnego. Propozycje i komentarze*, Warszawa 2008, s. 34–35.

<sup>28</sup> Ustawa z dn. 29 VII 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Art. 181 ust. 2 w zw. z art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a. Tekst jedn. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm.

<sup>29</sup> Ustawa z dn. 29 VII 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Art. 181 ust. 2. Tekst jedn. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm.

<sup>30</sup> Ustawa z dn. 29 VII 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Art. 156 ust. 7. Tekst jedn. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm.

spełnione będą wymogi rozporządzenia Komisji Europejskiej nr 2273/2003 z dn. 22 XII 2003 r., które stanowi akt wykonawczy dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu i Rady w sprawie zwolnień dla programów odkupu i stabilizowania cen instrumentów finansowych<sup>31</sup>. *Ratio legis* pierwszego z tych wyjątków jest oczywiste: penalizacja takiego zachowania prowadziłaby do bardzo dużych utrudnień, a niekiedy wręcz niemożności realizacji jednego z podstawowych zadań państwa, jakim jest prowadzenie odpowiedniej polityki pieniężnej. Stabilizacja cen to zbliżone narzędzie, służące podtrzymaniu ceny papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych na określonym pułapie, poprzez dokonywanie odpowiednich transakcji na rynku finansowym. Powodem jest zazwyczaj presja cenowa powodowana przez zbyt dużą liczbę danych instrumentów na rynku. Informacja o planowanych działaniach stabilizujących winna być podana do wiadomości publicznej. Kolejny wyjątek, skup akcji własnych, obwarowany jest licznymi warunkami wynikającymi z innych przepisów prawa, które mają zapobiegać znaczącemu wpływowi skupu na rynkowe ceny owych papierów wartościowych. Prowadzenie skupu akcji własnych tylko wówczas będzie korzystać z przywileju *safe harbours*, gdy następuje zgodnie z zasadami Rozporządzenia Komisji Europejskiej 2273/2003, mającym skutek bezpośredni w naszym ustawodawstwie. Ten akt prawny zawiera szczegółowe ograniczenia dotyczące sposobu, limitów i warunków dokonywania skupu akcji własnych oraz stabilizacji kursów instrumentów finansowych po to, by wywarły one jak najmniejszy wpływ na grę rynkową i nie zakłóciły procesów giełdowych<sup>32</sup>.

#### **6. Dyrektywa Market Abuse II i jej wpływ na zmiany regulacji przestępstwa insider trading w polskim prawie**

Czas, który upłynął od wydania dyrektywy MAD oraz postępujący rozwój na rynkach finansowych, pojawianie się nowych narzędzi i technik inwestycyjnych, a także nierozdzielnie z tym związane wykształcanie się nowych metod dokonywania oszustw w tym segmencie gospodarki nieodwracanie wskazywały na potrzebę dokonania zmian w istniejących regulacjach prawnych. Globalny kryzys z 2007 roku, jak i wszystkie pomniejsze szoki na rynkach finansowych stały się kamieniami milowymi dla dojrzewającej potrzeby wprowadzenia w przepisach przekształceń nadążających za gwałtownym rozwojem światowej

---

<sup>31</sup> Dz. Urz. WE L z 23 XII 2003 r.

<sup>32</sup> I. Pieczyńska-Czerny, (w:) I. Pieczyńska-Czerny, P. Grabowski, *Dyrektywa Marke Abuse w krajowym porządku prawnym. Zagadnienia wybrane*, Warszawa 2003, s. 47.

giełdy. Ogólnoświatowy kryzys wskazał również na kluczowe niebezpieczeństwo związane z przestępczością finansową, mianowicie na fakt, że rynki kapitałowe są w tej chwili powiązane wyjątkowo ściśle i równocześnie mają tak ogromny wpływ na cały sektor finansowy, że zaburzenia na jednym z nich mogą doprowadzić do problemów, a nawet recesji w globalnej gospodarce. Dlatego też od kilku lat w Unii Europejskiej krystalizował się projekt wprowadzenia nowych, lepszych zabezpieczeń w celu ograniczenia tego potencjalnego, jednakże coraz bardziej realnego zagrożenia. Efektem prac legislatorskich Parlamentu Europejskiego i Rady stało się opublikowanie 12 czerwca 2014 r. w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej rozporządzenia Market Abuse Regulation nr 596/2014 z dn. 16 IV 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę MAD I z 2003 roku, czyli w skrócie MAR, oraz Dyrektywy nr 2014/57/UE z dn. 16 IV 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku – w skrócie dyrektywy MAD II. Owe akty prawne weszły w życie po dwudziestodniowym okresie *vacatio legis*, w dniu 3 lipca 2014 r. Wówczas rozpoczął się także dwuletni okres, w którym Komisja ma za zadanie wdrożyć środki wykonawcze do rozporządzenia, a państwa członkowskie dokonać transpozycji wspomnianej dyrektywy do krajowego porządku prawnego.

Nowe akty prawne mają na celu odbudowę zaufania do rynków finansowych w UE oraz wzrost bezpieczeństwa inwestorów<sup>33</sup>. Po raz pierwszy wprowadzono jednolite sankcje karne, obowiązujące w całej Unii, z minimalną karą pozbawienia wolności wynosząca 4 lata za przestępstwo wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje informacyjne oraz 2 lata w wypadku nieuprawnionego ujawnienia takich informacji. Przepisy te wprowadzają dużo surowsze niż dotychczas kary za najpoważniejsze nadużycia na rynkach finansowych. Koniecznie trzeba podkreślić, że definicje przestępstw oraz nakładane za nie sankcje zostaną zharmonizowane. Państwa członkowskie mogą również wprowadzić lub utrzymać inne, surowsze kary za manipulacje na rynkach finansowych, niż te wymagane przez nowe przepisy<sup>34</sup>. Nowe akty prawne kładą nacisk na prewencję oraz konieczność wyposażenia organów nadzoru w adekwatne do wyzwań instrumenty zapobiegania oraz szeroki i urozmaicony wachlarz sankcji. MAR zawiera też istotne zmiany w zakresie korzystania z instytucji

---

<sup>33</sup> Komunikat prasowy Parlamentu Europejskiego z 4 II 2014 r.

<sup>34</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16 IV 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, zwane dalej rozporządzeniem MAR.

opóźnień w podawaniu pewnych danych do publicznej wiadomości<sup>35</sup>, standaryzuje wymagania związane z tzw. listy insiderów, oraz reguluje obowiązki notyfikacji w stosunku do osób zarządzających oraz innych osób z nimi powiązanych<sup>36</sup>. Dokładna analiza postanowień MAR i MAD nie jest tematem tego artykułu, doczekały się one bowiem wielu szczegółowych analiz w najnowszym piśmiennictwie, warto jednak podkreślić, że ich wpływ na praktykę polskiego prawa będzie można ocenić dopiero po upływie pewnego czasu od implementacji i ich funkcjonowania w naszym systemie prawnym.

Należy spodziewać się, że zarówno przedmiotowy jak i podmiotowy zakres regulacji *insider tradingu* w polskim prawie ulegnie znacznemu poszerzeniu w związku z nowymi przepisami. W literaturze przewiduje się również wzrost aktywności organów nadzoru na rynkach kapitałowych, które dostaną do dyspozycji szerszy zakres instrumentów do oddziaływania<sup>37</sup>. Naturalnym następstwem wdrażanych zmian powinno być też zwiększenie nadzoru nad alternatywnymi systemami obrotu, które w chwili gdy w życie wchodziła dyrektywa MAD I nie były kluczowymi uczestnikami rynku, a których rola w ostatnich latach podlega ciągłemu wzrostowi. Przykładem może być polski, alternatywny system obrotu NewConnect, który w chwili wydawania uchylanej regulacji nie istniał, a obecnie obejmuje ponad 400 spółek<sup>38</sup> i jest niewątpliwie niemożliwą do zbagatelizowania formą działania w ramach rynku kapitałowego.

### **7. Przepięstwa związane z wykorzystywaniem informacji poufnych w praktyce funkcjonowania wymiaru sprawiedliwosci**

Przepięstwa związane z wykorzystywaniem informacji poufnych, zwane w doktrynie przepięstwami *insider trading*, skryminalizowano w art. 180 oraz art. 181 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Oba przepisy mają charakter blankietowy<sup>39</sup>, zatem analiza ich znamion winna odbywac się w zestawieniu z przepisem art. 154, zawierajacym definicję legalną informacji poufnej, oraz z przepisem art. 156, w którym ustawodawca umieścił za-

---

<sup>35</sup> Art. 17 ust. 5 MAR (Dz.U. L 173 z 12 VI 2014 r.).

<sup>36</sup> Art. 18 MAR oraz preambuła ust. 56.

<sup>37</sup> P. Michalski, *op. cit.* Kraków 2015, s. 49.

<sup>38</sup> Raport o rynku NewConnect 2015, [http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/2015-05-25\\_NEWCONNECT/raport2015.PDF](http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/2015-05-25_NEWCONNECT/raport2015.PDF) 14.01.2016.

<sup>39</sup> T. Sójka (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 1331.

kaz wykorzystywania i ujawniania informacji poufnej, wraz z dookreśleniem znamion przedmiotowych i podmiotowych tejże regulacji.

W art. 180 ustawy o obrocie nałożono sankcję za występki nieuprawnionego ujawnienia informacji poufnej. Istota tego przepisu sprowadza się do karalności określonego w tym akcie prawnym naruszenia zakazu wykorzystywania informacji poufnej, określonego w art. 156 ust. 2 rzeczonyj ustawy. Jak zaznacza w komentarzu *Prawo rynku kapitałowego* Robert Zawłocki, określenie użyte we wspomnianym artykule, brzmiące: „wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 156 ust. 2 pkt 1”, stanowi okoliczność modalną determinującą treść wszystkich znamion zawartego w tym przepisie typu czynu zabronionego<sup>40</sup>. Ów występki dotyczy karalnego naruszenia reguł postępowania z informacjami o poufnym, sensytywnym charakterze. W artykule 156 ust. 5 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zawarto definicję ujawnienia informacji poufnej, który to czyn stanowi: przekazywanie, umożliwianie lub ułatwianie wejścia w posiadanie przez osobę nieuprawnioną informacji poufnej. W doktrynie panuje rozbieżność poglądów co do tego, czy omawiane przestępstwo ma charakter indywidualny czy powszechny. Robert Zawłocki, Piotr Ochman oraz Jerzy Skorupka opowiadają się za pierwszą możliwością, zwracając uwagę na fakt, że może je popełnić tylko określona w ustawie osoba fizyczna<sup>41</sup>. Odmiennego zdania są Anna Błachnio-Parzych czy Miłosz Sucharski<sup>42</sup>. Zgodnie z przytoczonymi wcześniej przepisami raz jeszcze warto przypomnieć, że do grona potencjalnych sprawców mogą należeć osoby zaliczane do tzw. insiderów pierwotnych oraz insiderów wtórnych. To przestępstwo może być dokonane z zamiarem bezpośrednim lub ewentualnym. Jest to równocześnie czyn o charakterze formalnym<sup>43</sup>, zatem do jego zaistnienia nie jest wymagane zajście konkretnego skutku, co prowadzi do tego, że nie jest konieczne wykazanie, iż osoba będąca potencjalnym odbiorcą zapoznała się z treścią ujawnianej informacji poufnej.

W art. 181 zawarto regulację przestępstwa bezprawnego wykorzystywania informacji poufnych. Definicja legalna wykorzystywania informacji poufnych znajduje się w art. 156

---

<sup>40</sup> *Ibidem*, s. 1331.

<sup>41</sup> *Ibidem*, s. 1332; P. Ochman, *op. cit.* s. 80; J. Skorupka, [w:] M. Bojarski (red.), *System prawa karnego*, t. 11: *Szczególne dziedziny prawa karnego. Prawo karne wojskowe, skarbowe i pozakodeksowe*, Warszawa 2014, s. 611.

<sup>42</sup> A. Błachnio-Parzych, (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2014. Komentarz, s. 1336; M. Sucharski, *op. cit.*, s. 135.

<sup>43</sup> A. Błachnio-Parzych, (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku ...*, s. 1337.

ust. 4 omawianej ustawy, ujęta jako nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na własny lub cudzy rachunek, opierając się na informacji poufnej, albo dokonywanie na rachunek własny lub innej osoby innej czynności prawnej skutkującej lub mogącej skutkować rozporządzeniem owymi instrumentami. W kwestii strony podmiotowej tego przestępstwa istnieje w literaturze, podobnie jak w przypadku art. 180, spór co do tego, czy jest to przestępstwo o charakterze indywidualnym czy też powszechnym. Poglądy w tym przypadku rozkładają się identycznie jak w przypadku poprzedzającego przepisu, z uwagi na dużą zbieżność regulacji przedmiotowej w art. 156. Należy jednak zaznaczyć, że typ kwalifikowany tego czynu zabronionego, spenalizowany w ust. 2 przepisu karnego, to niewątpliwie typ indywidualny, wprowadzający wyższy rygor odpowiedzialności w przypadku, gdy sprawca czynu zabronionego należy do jednej z wymienionych w art. 181 ust. 2 kategorii osób<sup>44</sup>. W doktrynie zwraca się też uwagę na fakt, że na gruncie przestępstwa z art. 181 podlega swoistej modyfikacji tradycyjny, karnoprawny sposób rozumienia terminu „wykorzystuje”<sup>45</sup>. Mianowicie, podobnie jak miało to miejsce w przypadku art. 180, treść oraz zakres kryminalizowanej czynności są tutaj wyznaczone specyficznie i w sposób odmienny od znaczenia potocznego.

Pomimo że przestępstwa ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnych są bezspornie uznawane za jedno z najgroźniejszych przestępstw na rynkach finansowych, to jednak są one ujawniane raczej sporadycznie, do sądów kieruje się niewiele aktów oskarżenia, natomiast jeszcze mniejsza jest liczba wydawanych w tych sprawach wyroków i postanowień o warunkowym umorzeniu. W poniższej tabeli zawarto dokładne dane dotyczące działania wymiaru sprawiedliwości na podstawie zawiadomień i informacji uzyskanych z Komisji Nadzoru Finansowego, jako podstawowego organu sprawującego nadzór nad prawidłowością funkcjonowania polskiego regulowanego rynku kapitałowego.

Tabela 1. Dane dotyczące przestępstwa ujawniania i wykorzystywania informacji poufnej na GPW w praktyce polskiego wymiaru sprawiedliwości w latach 2005-2014 na podstawie statystyk KNF

---

<sup>44</sup> Ustawa z dn. 29 VII 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Art.156 ust. 1 pkt.1 lit. a w zw. z art. 181 ust 2. Tekst jedn. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm.

<sup>45</sup> P. Ochman, *op. cit.* s. 92.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Liczba zawiadomień o podejrzeniu popełnienia przestępstwa	2	1	8	13	16	6	12	8	8	17
Liczba skierowanych do sądów powszechnych aktów oskarżenia	0	0	3	1	1	1	1	2	1	0
Wyroki skazujące i warunkowe umorzenia	0	0	1	1	0	2	0	1	1	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Sprawozdań z działalności Komisji Nadzoru Finansowego z lat 2005–2014

Nieprzypadkowo za cenzurę czasową powyższego zestawienia postanowiono uznać rok 2005, jest to bowiem moment, w którym w obrocie pojawiła się nowa Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, zmieniająca w dużym stopniu dotychczasowe regulacje *insider trading*, oraz dostosowująca prawo krajowe do standardów europejskich. Z danych wymiaru sprawiedliwości wynika, że w latach 2000–2004 w sprawie ujawniania i wykorzystywania informacji niejawnych składano jedynie pojedyncze zawiadomienia<sup>46</sup> i aż do czasu wejścia w życie ustawy z 2005 roku były to przepisy praktycznie martwe, stosowane rzadziej niż sporadycznie. Po zmianach legislacyjnych w 2005 roku liczba ta znacznie wzrosła (nie przekroczone jednak 20 zawiadomień rocznie), zatem dalej był to czyn dość niszowy. W kwestii aktów oskarżenia skierowanych w latach 2005–2014 do sądów powszechnych, to 60% tych spraw zakończono się wyrokami skazującymi lub warunkowym umorzeniem po-

<sup>46</sup> A. Płońska, *Karnoprawna ochrona informacji na rynku kapitałowym*, Wrocław 2012, s. 255 i nast. [http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/39937/Karnoprawna\\_ochrona\\_informacji.pdf](http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/39937/Karnoprawna_ochrona_informacji.pdf) 17.01.2015.

stępowania. Warto jednak zauważyć, że wymierzane kary były stosunkowo łagodne i nie zniechęcały potencjalnych sprawców przestępstw<sup>47</sup>.

### **8. Znaczenie insider trading dla polskiego systemu prawnego**

Aby znaleźć odpowiedź na pytanie o przyczynę takiego stanu rzeczy, należy wyraźnie zaznaczyć, że ogromna większość przestępstw popełnianych w związku z obrotem instrumentami finansowymi jest bardzo trudna do udowodnienia, czego naturalnym skutkiem jest stosunkowo nieznaczna liczba kierowanych do sądów aktów oskarżenia<sup>48</sup>. Trzeba uwzględnić tutaj trudności dowodowe, jakie związane są z czynami zabronionymi popełnianymi z zastosowaniem sieci teleinformatycznych, do których należą m.in. różnego rodzaju manipulacje giełdowe i informacyjne. W opinii Jerzego W. Wójcika najistotniejszą przyczyną takiego stanu rzeczy jest przede wszystkim silna więź zależności oparta na stosunkach ekonomicznych, istniejąca między osobą ujawniającą informację poufną lub tajemnicę zawodową a osobą, która ową informację uzyskuje<sup>49</sup>.

Jakie wnioski można wyciągnąć z powyższych danych statystycznych? Jak zauważa Anna Płońska, można próbować interpretować wyniki na dwa sposoby: pozytywny i negatywny<sup>50</sup>. W ujęciu pozytywnym niewielką liczbę kierowanych do prokuratury aktów oskarżenia można uznać za dowód na to, że naruszenia dotyczące ujawniania lub wykorzystywania informacji stanowiących informację poufną występują na polskim rynku kapitałowym jedynie sporadycznie, zatem nie jest to czyn stanowiący realne zagrożenie dla funkcjonowania polskiej giełdy. Zgodnie z tym tokiem myślenia należy wnioskować, że problem przestępczości *insider trading* nie stanowi praktycznie żadnego problemu dla rodzimego rynku kapitałowego. Jak jednak łatwo zauważyć, taka interpretacja wydaje się być powierzchowna i zbyt optymistyczna.

Negatywna interpretacja uwzględnia natomiast trudności zarówno w wykrywaniu, jak i w ściganiu tego typu przestępstw. Przede wszystkim należy zwrócić uwagę na fakt, że pomimo bogatej literatury prawniczej i ekonomicznej, dotyczącej charakterystyki i wyodrębniania przestępstw giełdowych związanych z manipulacją informacją niejawną, to wciąż

---

<sup>47</sup> *Ibidem*, s. 258.

<sup>48</sup> J. Wójcik, *Przestępstwa w biznesie. Zapobieganie*. Tom I, Warszawa 1998, s. 174–176.

<sup>49</sup> J. Wójcik, *Oszustwa finansowe...*, Warszawa 2008, s. 102.

<sup>50</sup> A. Płońska, *op. cit.*, s. 261–262.



niestety brakuje praktycznych narzędzi zapobiegających temu, by osoby popełniające czyny związane z naruszeniem zaufania poprzez wykorzystywanie informacji skutecznie pociągać do odpowiedzialności. Problemy pojawiają się już na etapie wykrywania tych przestępstw<sup>51</sup>.

Jak zauważa Miłosz Sucharski, ten brak sprawności w ściganiu i karaniu za tego typu przestępstwa wynika z rozmaitych czynników. Przede wszystkim ów autor zwraca uwagę na ich specyficzny, wręcz wyjątkowy charakter, który powoduje trudności związane z pozyskaniem dowodów, przez co owe czynności wymagają dużej ilości czasu, oraz co istotne, posiadania szerokiej, specjalistycznej wiedzy z zakresu finansów i szeroko rozumianej znajomości funkcjonowania rynków finansowych. Nierzadko również owe czynności dowodowe wymagają poczynienia sporych nakładów finansowych<sup>52</sup>. Dodatkowo autor ten podkreśla, że prokuratorzy wciąż nie posiadają adekwatnych procedur działania dotyczących ścigania przestępstw giełdowych. Można również przypomnieć, że w pierwszej kolejności sądy rozpatrują tzw. sprawy aresztanckie, co dodatkowo wpływa na odraczanie skomplikowanych spraw dotyczących przestępstw w obrocie giełdowym<sup>53</sup>.

Należy zauważyć, że choć wskaźnik wykrywalności przestępstw na rynku kapitałowym w Polsce jest porównywalny do pozostałych państw unijnych<sup>54</sup>, to liczba wydawanych w naszym kraju wyroków skazujących znacznie odbiega od europejskich standardów – niestety na naszą niekorzyść. W związku z tym można ostrożnie wnioskować, że mała liczba wydawanych wyroków może mieć źródło w tym, że często są one traktowane jak czyny o niskim poziomie społecznej szkodliwości, co choć oczywiście niesłuszne, co w praktyce prowadzi do zakończenia takich postępowań warunkowym umorzeniem<sup>55</sup>. Niewielka liczba wyroków w sprawach o przestępstwa *insider trading* na rynku kapitałowym nie świadczy o tym, że czyny tego typu nie są w Polsce dokonywane, ale raczej o ich specyficznej na tle innych przestępstw naturze oraz ogromnych trudnościach w wykrywaniu i dowodzeniu.

---

<sup>51</sup> J. Wójcik, *Przestępstwa w biznesie...*, s. 175–176.

<sup>52</sup> M. Sucharski, *op. cit.*, s. 188.

<sup>53</sup> *Ibidem*, s. 188–189.

<sup>54</sup> A. Płońska, *op. cit.*, s. 259–260, za: S. Hoc, (w:) K. Bronowska (red.), *Nauka i praktyka wobec zagrożeń: materiały konferencji naukowej „Współczesne zagrożenia przestępczością”*, Szczecin 2006, s. 174.

<sup>55</sup> M. Sucharski, *op. cit.*, s. 193

## 9. Podsumowanie

Przestępstwo *insider trading* jest niewątpliwie jednym z największych zagrożeń dla bezpieczeństwa i prawidłowości funkcjonowania współczesnych rynków finansowych. Nie dziwi więc, że ustawodawstwo od wielu lat zmagają się z problemem właściwej regulacji czynów tej kategorii. Ważne jest odnalezienie bezpiecznego kompromisu pomiędzy ochroną zaufania na giełdzie a swobodą jej działania i specyfiką odbywającej się nieustannie na rynkach kapitałowych gry rynkowej. Najwięcej w dziedzinie badań nad problematyką *insider trading* osiągnęły z pewnością Stany Zjednoczone<sup>56</sup>. Jest to powodowane zarówno charakterem tamtejszego systemu finansowego, określanego jako rynkowo-zorientowany (w przeciwieństwie do bankowo-zorientowanego systemu europejskiego), jak i dużym stopniem rozwoju amerykańskich giełd. Jednakże kraje europejskie także dostrzegają ryzyko związane z przestępczością wykorzystywania informacji niejawnych, czego dowodem są wydane przez organy unijne dyrektywy MAD, MAD II oraz rozporządzenie MAR, mające na celu regulację tego problemu w krajach członkowskich. Również w Polsce przestępstwo ujawniania i wykorzystywania informacji poufnej jest penalizowane, a standardy ochrony są sukcesywnie zwiększane i dostosowywane do globalnych norm. Nie ulega jednak wątpliwości, że w praktyce obrotu wciąż zbyt małą wagę przywiązuje się do skutecznego wykrywania i ścigania tego typu czynów, a ich rola w obrocie bywa niedoceniana przez ograny kontroli, na co dowód stanowią przytoczone w artykule dane statystyczne. Jednakże nowe przepisy, które w najbliższym czasie zostaną wprowadzone do polskiego prawa jako skutek implementacji norm unijnych, dają nadzieję na to, że zakres ochrony zostanie znacznie zwiększony, a system uszczelniony poprzez dostosowanie do rozwoju rynków kapitałowych, jaki dokonał się od wprowadzenia ostatniej poważnej zmiany legislacyjnej, czyli ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Nie ulega wątpliwości, że regulacje MAR i MAD dają polskiemu wymiarowi sprawiedliwości narzędzia adekwatne do zwalczania problemu *insider trading*, jednak dopiero obserwacje praktyki wymiaru sprawiedliwości i realnie prowadzonych spraw pozwolą na dokonanie oceny owych zmian ustawodawczych i ich skuteczności dla polskiego systemu prawnego.

---

<sup>56</sup> M. Dusza, *Przestępstwa na rynku kapitałowym...*, s. 27–29.

\* \* \*

## **Crime regulations of insider trading in the Polish legal system - chosen practical and theoretical aspects**

**Summary:** The purpose of this article is to present crime regulations of insider trading, which in the Polish legal system is commonly understood as the use and disclosure of confidential information. The article analyzes the provisions of the Act on trading in financial instruments, based on available literature and case law, and in relation to EU law. Particularly it analyzes the provisions of the Market Abuse Directive, which is the foundation of this type of regulation in legal systems of most EU Member States. The first part of the article presents the definition of confidential information, because comprehension of this concept is essential for a proper understanding of the essence of insider trading. Then the author describes the concept of insider, who is the perpetrator of this act. The section also includes regulations of exploitation and disclosure of confidential information in current legislation. At the end of the article, the changes that will soon be introduced into EU law by MAD II and MAR and the impact, that this will have on the statutory regulation of insider trading are shown. Finally, the article presents statistical data on how to operate the rules sanctioning the use of confidential information.

**Key words:** insider trading, confidential information