

Received: 4.05.2024  
Accepted: 20.09.2024  
Published: 30.10.2024

Roczniki Administracji i Prawa  
Annuals of The Administration and Law  
2024, XXIV, z. specjalny: s. 301-315  
ISSN: 1644-9126  
DOI: 10.5604/01.3001.0054.9705  
<https://rocznikiadministracjiiprawa.publisherspanel.com>

Paweł Szwajdler\*  
Nr ORCID: 0000-0003-1442-4229

ANALIZA OGÓLNYCH, ADMINISTRACYJNO PRAWNYCH  
ORAZ QUASI-KARNYCH CECH SYSTEMÓW  
PROCEDURALNYCH SŁUŻĄCYCH WSTĘPNEMU  
WYKRYWANIU NIEPRAWIDŁOWOŚCI  
W FUNKCJONOWANIU RYNKÓW FINANSOWYCH  
W WYBRANYCH PAŃSTWACH ŚWIATA

ANALYSIS OF GENERAL, ADMINISTRATIVE  
AND QUASI-CRIMINAL FEATURES OF PRELIMINARY  
PROCEDURAL SYSTEMS APPLICABLE  
TO DETECT MARKET ABUSES IN THE SELECTED STATES

**Streszczenie:** W niniejszym artykule przedstawione zostały obowiązujące w wybranych państwach świata zasady konstrukcyjne, na których oparte są systemy wstępnego wykrywania nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynków finansowych. Celem przeprowadzonych analiz jest wskazanie podobieństw oraz odmienności pomiędzy omawianymi rozwiązaniami regulacyjnymi w zakresie początkowego zbierania materiału dowodowego dotyczącego nadużyć na rynkach finansowych. W ramach podjętych rozważań wyróżniono podstawowe modele regulacyjne mające zastosowanie do problematyki wstępnego zbierania informacji finansowych, a w wyniku przedmiotowych badań wyodrębnione zostały ogólne, administracyjne oraz quasi-karne cechy omawianych przepisów normatywnych. W opracowaniu udowodniono, że pomimo wspólnego celu, jakim jest przeciwdziałanie nadużyciom na rynkach finansowych, poszczególne systemy wstępnego badania naruszeń

---

\* dr nauk społecznych w dyscyplinie nauki prawne; adiunkt na Wydziale Prawa i Ekonomii UKW w Bydgoszczy; radca prawny oraz makler papierów wartościowych z uprawnieniami do wykonywania czynności doradztwa inwestycyjnego. Źródła finansowania publikacji: środki własne autora; e-mail: [pawel.szwajdler@onet.pl](mailto:pawel.szwajdler@onet.pl)

regulacji finansowo-prawnych znacząco różnią się od siebie, a ich administracyjny charakter cechuje się zróżnicowanym nasileniem, przy jednoczesnym posiadaniu zbliżonych cech quasi-karnoprawnych. Na końcu rozważań podzielono się refleksją dotyczącą postulowanych cech, jakimi powinna charakteryzować się modelowa konstrukcja prawna regulująca analizowaną materię.

**Słowa kluczowe:** wstępne zbieranie informacji finansowych, nadużycia na rynku finansowym, organy nadzoru finansowego

**Summary:** This article elaborates on preliminary procedural systems applicable to detect financial market abuses. Special attention is paid not only to common features of discussed regulations but also to differences between them. In the effect of the considerations mentioned above, a few theoretical frameworks of legal regulations in the area of preliminary information gathering related to market abuses were created. Moreover, theoretical issues concerning the overall administrative and quasi-criminal nature of analysed regulations are discussed in this work. In this article, the author proved that preliminary procedural systems applicable to detect market abuses differ in particular countries, although the aims of these legal orders are the same. Simultaneously, the administrative nature of these systems is gradual. Furthermore, their quasi-criminal features are similar. Additionally, postulated features of model regulation in the discussed field are elaborated in the separate part of this paper.

**Keywords:** Preliminary Financial Information Gathering, Market Abuses, Financial Supervisory Authorities

## ZAGADNIENIA WPROWADZAJĄCE

Wstępne zbieranie informacji na temat naruszeń przepisów regulujących działanie rynków finansowych występuje współcześnie prawdopodobnie w niemalże<sup>1</sup> wszystkich państwach należących do kręgu zachodniej kultury jurydycznej, w których funkcjonują dojrzałe systemy finansowo-prawne<sup>2</sup>.

W większości porządków normatywnych działania zmierzające do wykrycia naruszeń godzących w prawidłowe funkcjonowanie rynków finansowych prowadzone są przez wyspecjalizowane organy administracyjne<sup>3</sup>, choć występują też

<sup>1</sup> Wyodrębniony system proceduralny wstępnego badania naruszeń regulacji rynkowych nie występuje w Austrii.

<sup>2</sup> Na potrzeby niniejszego opracowania uznano, że do państw posiadających dojrzałe systemy prawno-finansowe należą: USA, Szwajcaria, Niemcy, Austria, Polska oraz Francja. Autor dopuszcza jednak możliwość dokonania innego zestawienia. Zaletą prezentacji wybranych porządków jurydycznych są wyraźne różnice występujące w obowiązujących w nich systemach wstępnego zbierania informacji na temat naruszeń regulacji dotyczących funkcjonowania rynków finansowych.

<sup>3</sup> T. Möllers, *Sources of Law in European Securities Regulation – Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to Larosière*, “European Business Organization Law Review” 2010, Vol. 11, s. 395-397; G. Lasagni, *Strengthening Financial Investigation and Supervision at the Interna-*

kraje, w których kwestie te mogą być badane w początkowej fazie przez profesjonalne podmioty prywatne działające z upoważnienia instytucji państwowych<sup>4</sup>.

Analiza porównawcza rozwiązań prawnych obowiązujących w krajach, w których funkcjonują najbardziej dojrzałe systemy finansowe, może okazać się przydatna zarówno w przypadku planowania wprowadzenia zmian prawnych, jak i w razie podejmowania działań faktycznych przez organy nadzoru finansowego. Jest to tym bardziej istotne, że obowiązujące w omawianych państwach przepisy prawa materialnego dotyczące naruszeń rynkowych są zasadniczo zbliżone, podczas gdy występujące w nich systemy nadzoru finansowego oraz szczegółowe regulacje proceduralne znacząco się różnią<sup>5</sup>.

W świetle powyższego celem niniejszego opracowania jest komparatystyczna analiza, a także wskazanie wad oraz zalet regulacji prawnych obowiązujących w najbardziej rozwiniętych systemach prawnych zachodniego kręgu cywilizacyjnego oraz w Polsce. U podstaw realizacji przedmiotowego zadania leży zastosowanie metody dogmatyczno-prawnej oraz podejścia prawno-porównawczego.

Przedstawiona w niniejszym artykule wartościująca ocena obowiązujących regulacji prawnych oraz zaprezentowane postulaty mogą stanowić inspirację dla prawodawców, regulatorów oraz organów nadzoru finansowego.

---

*tional Level*, rozdział w pracy zbiorowej pod redakcją G. Lasagni zatytułowanej: *Banking Supervision and Criminal Investigation Comparing the EU and US Experiences*, Springer International Publishing 2019, s. 94; J. Thorne, R.D. Mautz, Jr., G. Highsmith-Quick, D.R. Robinson, *Recognizing Misleading Financial Statements: Lessons from SEC Enforcement Actions*, "Commercial Lending Review" November- December 2004, Vol. 3, s. 3-4; E. Kidron, *Systemic Forum Selection Ambiguity in Financial Regulation Enforcement*, "American Criminal Law Review" 2016, Vol. 53, s. 693-694; S. Gadinis, *The SEC and the Financial Industry: Evidence from Enforcement Against Broker-Dealers*, "The Business Lawyer" 2012, Vol. 67, s. 699; P. Pelc, *The Polish Financial Supervision Authority in the Polish administrative system*, "Cybersecurity and Law" 2022, Vol. 8, s. 95-103.

<sup>4</sup> T. Möllers, *Sources of Law in European Securities Regulation...*, s. 397; art. R621- 31 ust. 1 pkt 1 lit. f-h *Code monétaire et financière*, <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026>; art. 24 oraz 24a *Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht* (SR 956.1), <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2008/736/de>; art. 13 oraz 14 *Verordnung über die Aufsichtsorganisationen in der Finanzmarktaufsicht (Aufsichtsorganisationenverordnung)* (SR 956.134), <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2019/765/de> oraz par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBI. I S. 1874, 1877), <https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/>.

<sup>5</sup> Podobną uwagę w odniesieniu do regulacji prawa finansowego obowiązujących w państwach członkowskich UE poczynili Miroslava Scholten oraz Annetje Ottow (M. Scholten, A. Ottow, *Institutional Design of Enforcement in the EU: The Case of Financial Markets*, "Utrecht Law Review" 2014, Vol. 10, s. 80). Nie ulega jednak wątpliwości, że stwierdzenie takie mogłoby mieć ogólne zastosowanie do wszystkich analizowanych w niniejszym opracowaniu państw należących do kręgu zachodniej kultury prawnej; por. też: G. Lasagni, *Strengthening Financial Investigation...*, s. 94.

## OGÓLNE UWAGI NA TEMAT FUNKCJONOWANIA SYSTEMÓW BADANIA POTENCJALNYCH NARUSZEŃ RYNKOWYCH

Choć w badanych w niniejszym artykule systemach jurydycznych obowiązują odmienne typy sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym, różnorodna struktura organów nadzoru<sup>6</sup> oraz specyficzne zasady dotyczące wstępnego badania naruszeń przepisów regulujących prawidłowe działanie rynków<sup>7</sup>, to można bez trudu wskazać wspólne cechy analizowanych regulacji prawnych.

Przede wszystkim należy zauważyć, iż na całym świecie występuje tendencja do komplikowania regulacji prawnych dotyczących sprawowania nadzoru przez organy administracji kompetentne w sprawach rynku finansowego<sup>8</sup>. Stąd też nawet w ramach pojedynczego systemu prawnego występuje szereg różnych postępowań w sprawie potencjalnego naruszenia regulacji prawno-finansowych<sup>9</sup>.

Warto także odnotować, że w większości rozwiniętych porządków normatywnych występuje dualizm sankcji przeciwdziałających działaniom oraz zaniechaniom godzącym w prawidłowe funkcjonowanie rynków finansowych<sup>10</sup>. Mianowicie w nowoczesnych systemach finansowo-prawnych przewidziane są zarówno administracyjnoprawne, jak i karnoprawne konsekwencje nadużyć rynkowych<sup>11</sup>.

<sup>6</sup> E. Wymeersch, *The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors*, "European Business Organization Law Review" 2007, Vol. 8, s. 255; por. Też: T. Möllers, *Sources of Law in European Securities Regulation...*, s. 398 oraz D. Singh, *The Centralisation of European Financial Regulation and Supervision: Is There a Need for a Single Enforcement Handbook?*, "European Business Organization Law Review" 2015, Vol. 16, s. 439, 454; M. Scholten, A. Ottow, *Institutional Design of Enforcement...*, s. 80.

<sup>7</sup> Por. art. 24 oraz 24a *Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht* (SR 956.1); art. 12-14 *Verordnung über die Aufsichtsorganisationen in der Finanzmarktaufsicht (Aufsichtsorganisationenverordnung)* (SR 956.134); par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877); art. R621- 31 i n. *Code monétaire et financier*; art. 18a i n. ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135); par. 90 *Wertpapieraufsichtsgesetz* 2018 [BGBl. I Nr. 25/2021 (NR: GP XXVII IA 1191/A AB 607 S. 79. BR: 10535 S. 920.)], <https://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20009943> oraz *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 1 i n.

<sup>8</sup> Por. T. Möllers, *Sources of Law in European Securities Regulation...*, s. 381.

<sup>9</sup> Typowy podział postępowań zmierzających do zbadania naruszeń regulacji finansowo-prawnych wedle kryterium temporalnego polega na występowaniu z jednej strony procedur takich jak polskie postępowanie wyjaśniające [por. art. 18a i n. ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135 )] czy amerykańskie „Matter Under Inquiry” (Enforcement Manual of Division of Enforcement of Securities and Exchange Commission, <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>, s. 12-14), a z drugiej strony postępowań karnych i administracyjnych dotyczących naruszeń przepisów regulujących funkcjonowanie rynków finansowych (por. S. Wilson, *The New Market Abuse Regulation and Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: European Capital Markets Law and New Global Trends in Financial Crime Enforcement*, "ERA Forum" 2015, Vol. 16, s. 434; L. Ritchie, L. Tomasich, *Securities and Related Investigations. Canada*, GIR Know How March 2017, s. 2; G. Lasagni, *Strengthening Financial Investigation...*, s. 94-95).

<sup>10</sup> S. Wilson, *The New Market Abuse Regulation...*, s. 434, 439; L. Ritchie, L. Tomasich, *Securities and Related Investigations...*, s. 2; G. Lasagni, *Strengthening Financial Investigation...*, s. 94-95.

<sup>11</sup> S. Wilson, *The New Market Abuse Regulation...*, s. 434, 439; L. Ritchie, L. Tomasich, *Securities and*

Należy mieć jednak świadomość, że obok wskazanego powyżej dualizmu ustawodawcy decydują się również na wprowadzenie monistycznego systemu wykrywania nadużyć na rynkach finansowych<sup>12</sup>. Aczkolwiek obowiązujące w poszczególnych państwach regulacje prawne służące początkowemu wykrywaniu nieprawidłowości rynkowych są różnorodne, co stanowiło zresztą asumpt do przygotowania niniejszego artykułu.

Wobec powyższego uzasadnione jest przedstawienie szerokiego spektrum systemów wstępnego badania potencjalnych nadużyć na rynkach finansowych, a następnie zbadanie ogólnego, administracyjnoprawnego oraz quasi-karnego charakteru analizowanych procedur.

## SYSTEMY POSTĘPOWAŃ WSTĘPNYCH PROWADZONYCH PRZEZ ORGANY NADZORU FINANSOWEGO

### ZAGADNIENIA WPROWADZAJĄCE

Analiza polskich, niemieckich, austriackich, francuskich oraz amerykańskich regulacji prawnych skłania do konstatacji, iż w krajach tych obowiązują różne systemy proceduralne związane ze wstępnym wykrywaniem naruszeń regulacji prawnych dotyczących prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych<sup>13</sup>.

Jedynym spośród analizowanych w niniejszym artykule porządków jurydycznych, w którym ustawodawca nie zdecydował się na wyodrębnienie procedury wstępnej, jest system austriacki, w przypadku którego organy nadzoru finansowego dysponują szerokim spektrum kompetencji zmierzających do pozyskiwania informacji na temat rynku finansowego oraz podmiotów nadzorowanych, ale ich

---

*Related Investigations...*, s. 2; G. Lasagni, *Strengthening Financial Investigation...*, s. 94-95; P. Staikouras, *Regulating Insider Trading and Market Manipulation in Greece: Normative Transplants and Conceptual Confusion*, "Yearbook of International Financial and Economic Law" 2000-2001, Vol. 5, s. 470, 472; par. 119 oraz 120 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877); art. L465-3-1 – L465-3-6 oraz R621-38 *Code monétaire et financier*; art. 18a ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2024 r., poz. 135); sec. 8A [77h-1] (g) oraz sec. 24 [77x] *Securities Act 1933* (Pub. L. 73-22), <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>; M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, tom II: Komentarz, wyd. 4, Warszawa 2023 [dostęp: Legalis].

<sup>12</sup> Por. *Enforcement Manual of Division of Enforcement of Securities and Exchange Commission*, <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>, s. 12-14.

<sup>13</sup> Por. art. 18a i n. ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2024 r., poz. 135); art. 24 *Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht* (SR 956.1); art. 12-14 *Verordnung über die Aufsichtsorganisationen in der Finanzmarktaufsicht (Aufsichtsorganisationsverordnung)* (SR 956.134); par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877); art. R621-31 i n. *Code monétaire et financier*; M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda *Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym* [dostęp: Legalis].

uprawnienia obowiązują bez podziału na etapy proceduralne<sup>14</sup>. Taki model regulacyjny niewątpliwie wpływa pozytywnie na efektywność działań podejmowanych przez organy nadzoru finansowego, ale jednocześnie ogranicza przewidywalność przeprowadzanych czynności.

W pozostałych badanych w niniejszym opracowaniu porządkach normatywnych obowiązują różnego rodzaju systemy dwustopniowego wykrywania naruszeń regulacji rynkowych<sup>15</sup>. Wyróżnić można<sup>16</sup> mianowicie system prywatnego badania wstępnego<sup>17</sup> oraz system sformalizowanego postępowania wstępnego<sup>18</sup>.

## SYSTEM PRYWATNEGO BADANIA WSTĘPNEGO

### Opis systemu prywatnego badania wstępnego

System prywatnego badania wstępnego występuje w pełnej formie w Niemczech, gdyż postępowanie początkowe prowadzone jest w tym państwie standardowo przez uprawnione podmioty prywatne zajmujące się profesjonalnie audytem finansowym<sup>19</sup>. Natomiast dalsze etapy proceduralne przeprowadzane są przez organ nadzoru finansowego, pod warunkiem że w ramach analizy prywatnej nie wykluczono ryzyka naruszeń regulacji prawno-finansowych<sup>20</sup>. W pewnych przypadkach także pierwszy etap badań może być przeprowadzany przez organ nadzoru finansowego<sup>21</sup>.

Warto nadmienić, iż pewne cechy analizowanego modelu ma system obowiązujący we Francji, gdzie organ nadzoru finansowego może zlecić określonym w *Code monétaire et financier* wyspecjalizowanym podmiotom prywatnym przeprowadzenie całego lub części postępowania wstępnego zmierzającego do wykry-

<sup>14</sup> Por. obowiązujący w Austrii par. 90 (2) *Wertpapieraufsichtsgesetz* 2018 [BGBl. I Nr. 25/2021 (NR: GP XXVII IA 1191/A AB 607 S. 79. BR: 10535 S. 920.)].

<sup>15</sup> Por. art. 18a ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135); por. par. 107, 108, 119, 120 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877); por. art. L621-9 i n., R621-31, L465-3-1 – L465-3-6, R621-37-2 i n. oraz R621-38 i n. *Code monétaire et financier*.

<sup>16</sup> Użyte w niniejszym artykule nazwy systemów wstępnego zbierania informacji na temat nadużyć na rynkach finansowych zostały stworzone na potrzeby przedmiotowej pracy w oparciu o analizę cytowanych regulacji jurydycznych.

<sup>17</sup> Głównym przykładem takiego systemu jest regulacja niemiecka [por. par. 107 (4) *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877) oraz *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 1 i n].

<sup>18</sup> Art. 18a i n. ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135); por. także: *Enforcement Manual of Division of Enforcement of Securities and Exchange Commission*, <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>, s. 12-14.

<sup>19</sup> *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 1 i n. oraz par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877).

<sup>20</sup> *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 4).

<sup>21</sup> *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 4; por. też: T. Möllers, *Sources of Law in European Securities Regulation...*, s. 397.

cia stanu faktycznego dotyczącego naruszeń regulacji normujących funkcjonowanie rynku finansowego<sup>22</sup>.

Należy nadto dodać, że zasady podobne do reguł obowiązujących we Francji są w mocy także w szwajcarskim systemie prawnym, w którym organ nadzoru finansowego może w razie potrzeby fakultatywnie angażować do zbierania i oceny informacji dotyczących naruszeń na rynku finansowym wyspecjalizowane podmioty prywatne<sup>23</sup>.

## Ocena systemu prywatnego badania wstępnego

System prywatnego badania wstępnego pozwala na odciążenie organów nadzoru finansowego, które powinny reagować dopiero w sytuacjach, gdy prawdopodobieństwo naruszenia przepisów dotyczących prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych jest znaczne. Analizowane rozwiązanie jest tym bardziej zasadne, gdyż uważa się, iż organy nadzoru finansowego nie dysponują dostatecznymi zasobami organizacyjnymi, które umożliwiłyby skuteczne przeprowadzenie postępowań we wszystkich sprawach<sup>24</sup>.

Oceniając badany system regulacyjny, warto wskazać, że mimo stosowania zasad, zgodnie z którymi podmioty prywatne podlegają w wielu przypadkach wyłączeniu z uwagi na istnienie podejrzenia braku bezstronności<sup>25</sup>, organy państwowe wydają się być bardziej wiarygodne niż instytucje prywatne.

Należy zatem zwrócić uwagę na to, iż cedowanie na podmioty prywatne tak istotnych zadań, jak prowadzenie wstępnych działań zmierzających do wykrywania nadużyć na rynku finansowym, choć uzasadnione z organizacyjnego punktu widzenia, niesie ze sobą ryzyko utraty zaufania do instytucji zaangażowanych w nadzór finansowy. Niemniej jednak warto zauważyć, że współpraca z instytucjami prywatnymi może umożliwić właściwą reakcję na niemalże każde zgłoszenie lub powzięcie jakiegokolwiek informacji na temat nadużyć rynkowych. Z tego też powodu wydaje się, że pewne elementy systemu prywatnego badania wstępnego winny być stosowane we wszystkich modelach nadzoru finansowego.

<sup>22</sup> Art. R621-31 ust. 1 pkt 1 lit. f-h *Code monétaire et financier*.

<sup>23</sup> Art. 24 oraz 24a *Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht* (SR 956.1); art. 13 oraz 14 *Verordnung über die Aufsichtsorganisationen in der Finanzmarktaufsicht* (*Aufsichtsorganisationenverordnung*) (SR 956.134).

<sup>24</sup> Uwagą dotyczącą braków organizacyjno-kadrowych organów nadzoru finansowego na przykładzie amerykańskim podzielił się Edward Greene oraz Caroline Odorski (E. Greene, C. Odorski, *SEC Enforcement in the Financial Sector: Addressing Post-Crisis Criticism*, "Business Law International" 2015, Vol. 16, s. 6).

<sup>25</sup> Por. art. R621-33 *Code monétaire et financier*.

## SYSTEM SFORMALIZOWANEGO POSTĘPOWANIA WSTĘPNEGO

### Opis systemu sformalizowanego postępowania wstępnego

W systemie sformalizowanego postępowania wstępnego właściwe postępowania dotyczące naruszenia regulacji prawno-finansowych poprzedzane jest przeprowadzeniem szczegółowo uregulowanej procedury służącej zebraniu dowodów<sup>26</sup>.

Przykładami takiego modelu regulacyjnego są chociażby system postępowania wyjaśniającego obowiązujący w Rzeczypospolitej Polskiej<sup>27</sup>, czy system *Matter Under Inquiry* przewidziany w prawodawstwie amerykańskim<sup>28</sup>. Należy jednak zauważyć, że w Stanach Zjednoczonych organ nadzoru finansowego dysponuje także innymi możliwościami dotyczącymi wstępnego wykrywania nadużyć na rynku finansowym<sup>29</sup>. Pewne cechy omawianego rozwiązania posiada również system prywatnego badania wstępnego obowiązujący w Niemczech<sup>30</sup>. W przypadku tego ostatniego zespołu regulacji wstępną analizą sprawy zajmują się jednak zasadniczo wyspecjalizowane podmioty prywatne zamiast organów nadzoru finansowego<sup>31</sup>.

### Ocena systemu sformalizowanego postępowania wstępnego

System sformalizowanego postępowania wstępnego ma niewątpliwie kilka zalet. Przede wszystkim pozwala na początkowe sprawdzenie informacji dotyczących naruszeń regulacji rynkowych, zanim podjęte zostaną procedury dokładniejszego badania nieprawidłowości w funkcjonowaniu podmiotów nadzorowanych.

Taki sposób uregulowania kwestii związanych z badaniem naruszeń przepisów finansowych prowadzi do działania organów ścigania oraz podmiotów odpowiedzialnych za nakładanie sankcji administracyjnych w oparciu o spójny materiał dowodowy.

Warto także zauważyć, że kilkustopniowy proces badania naruszeń zasad rządzących rynkami finansowymi powinien prowadzić do prawidłowego i rzetelnego ustalenia stanu faktycznego, ponieważ ewentualne błędy mogą zostać wykryte w ramach niezależnych postępowań następczych: administracyjnego oraz karnego<sup>32</sup>.

<sup>26</sup> Por. art. 18a i n. ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135) oraz *Enforcement Manual of Division of Enforcement of Securities and Exchange Commission*, <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>, s. 12-17.

<sup>27</sup> Art. 18a ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135).

<sup>28</sup> *Enforcement Manual of Division of Enforcement of Securities and Exchange Commission*, <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>, s. 12-14.

<sup>29</sup> S. Gadinis, *The SEC and the Financial Industry...*, s. 686-689.

<sup>30</sup> Por. *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 1 i n. oraz par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877).

<sup>31</sup> *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 1 i n. oraz par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877); por. też: T. Möllers, *Sources of Law in European Securities Regulation...*, s. 397.

<sup>32</sup> Por. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym* [dostęp: Legalis].

Niemniej jednak oprócz prezentacji niewątpliwych zalet systemu sformalizowanego postępowania wstępnego należy także zwrócić uwagę na jego główną wadę. Wyniki podjętych początkowo czynności prowadzić mogą mianowicie do ukierunkowania postępowania administracyjnego oraz postępowania karnego na badanie tych samych zagadnień, choć na potrzeby obu tych procedur należy analizować odrębne kwestie.

## BRAK SPECYFICZNYCH REGULACJI PROCEDURALNYCH DOTYCZĄCYCH WSTĘPNEGO BADANIA NARUSZEŃ ZASAD PRAWIDŁOWEGO FUNKCJONOWANIA RYNKÓW FINANSOWYCH

Omawiając problematykę wstępnych postępowań dotyczących zbierania informacji na temat naruszeń regulacji zapewniających prawidłowe funkcjonowanie rynków finansowych, warto zwrócić uwagę na austriackie rozwiązanie jurydyczne.

W Austrii obowiązuje system prawny, w którym organ nadzoru może podejmować różnorakie dopuszczalne prawnie działania zmierzające do wykrycia naruszeń przepisów regulujących działanie rynku finansowego<sup>33</sup>.

Należy zauważyć, że rozwiązanie takie wyposaża organ nadzoru finansowego w niezwykle szerokie kompetencje, a zatem ułatwia elastyczne działanie, jednocześnie ograniczając w znaczący sposób pewność prawa.

## OGÓLNE ZNACZENIE JURYDYCZNE WSTĘPNEGO ZBIERANIA INFORMACJI NA TEMAT NARUSZEŃ REGULACJI FINANSOWO-PRAWNYCH

Zarówno w krajach anglosaskich, jak i w Unii Europejskiej rozróżnia się podział na administracyjno-prawne oraz karnoprawne konsekwencje naruszeń godzących w prawidłowe funkcjonowanie rynków finansowych<sup>34</sup>.

Warto odnotować, że w większości systemów prawnych na etapie poprzedzającym wszczęcie właściwego postępowania dotyczącego naruszeń regulacji prawa rynku kapitałowego prowadzone są działania zmierzające do wstępnego ustalenia stanu faktycznego oraz zebrania dowodów świadczących o naruszeniu przepisów regulujących problematykę rynków finansowych<sup>35</sup>.

<sup>33</sup> Par. 90 (2) oraz (3) *Wertpapieraufsichtsgesetz* 2018 [BGBl. I Nr. 25/2021 (NR: GP XXVII IA 1191/A AB 607 S. 79. BR: 10535 S. 920.)].

<sup>34</sup> S. Wilson, *The New Market Abuse Regulation...*, s. 434, 439; L. Ritchie, L. Tomasich, *Securities and Related Investigations...*, s. 2; G. Lasagni, *Strengthening Financial Investigation...*, s. 94-95; P. Staikouras, *Regulating Insider Trading...*, s. 470, 472; J. Thorne, R.D. Mautz, Jr., G. Highsmith-Quick, D.R. Robinson, *Recognizing Misleading Financial Statements...*, s. 3-4; E. Kidron, *Systemic Forum Selection Ambiguity...*, s. 693-694; S. Gadinis, *The SEC and the Financial Industry...*, s. 699; B.S. Peace, J.S. Kolodner, T. J. Britt, *Why Financial Statements Matter: Enforcement and Litigation Implications*, "Banking Law Journal" 2013, Vol. 130, s. 794-795; E. Greene, C. Odorski, *SEC Enforcement...*, s. 5; por. też art. 18a ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135).

<sup>35</sup> *Enforcement Manual of Division of Enforcement of Securities and Exchange Commission* (<https://>

Omawiane w opracowaniu procedury prowadzą zatem do wszczęcia postępowań administracyjnych oraz karnych mających na celu pociągnięcie do odpowiedzialności sprawców naruszeń regulacji prawnych dotyczących funkcjonowania rynków finansowych.

Warto także podkreślić, że oba postępowania następcze to niezależne procedury, które mogą być prowadzone równolegle<sup>36</sup>. Wobec powyższego wstępne zebranie informacji prowadzi do znaczącej oszczędności czasu oraz środków. Jednokrotne przeprowadzenie początkowych czynności dotyczących naruszeń prawno-finansowych prowadzi do tego, iż dalsze postępowania administracyjne oraz karne oparte są na wspólnym materiale dowodowym, co powinno skutkować podobnymi rozstrzygnięciami (oczywiście na gruncie odrębnych regulacji prawnych). Może to jednak prowadzić do niepożądanego ukierunkowania dalszych postępowań wyłącznie na zagadnienia badane w początkowej fazie zbierania informacji na temat naruszeń rynkowych.

Nie wolno zapominać również o tym, że wyniki uzyskane wskutek przeprowadzenia wstępnych procedur zbierania informacji mogą być kontrolowane dwukrotnie w ramach postępowania administracyjnego oraz procedury karnej, co winno znacząco zwiększać prawdopodobieństwo prawidłowego ustalenia stanu faktycznego.

## ADMINISTRACYJNOPRAWNY CHARAKTER POSTĘPOWAŃ ZMIERZAJĄCYCH DO WSTĘPNEGO ZEBRANIA INFORMACJI NA TEMAT NARUSZEŃ REGULACJI FINANSOWO-PRAWNYCH

W wielu państwach postępowania dotyczące wstępnego zbierania informacji na temat niezgodnych z prawem działań rynkowych mają niewątpliwie charakter administracyjnoprawny, ponieważ prowadzone są przez organy nadzoru finansowego<sup>37</sup>.

Warto mieć jednak świadomość, że w niektórych krajach wstępne badanie, czy doszło do naruszeń funkcjonowania rynków finansowych jest prowadzone lub może być prowadzone przez wyspecjalizowane podmioty prywatne działające

---

[www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf](https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf)) s. 12-14; art. 18a i n. ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135); *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 1-6 oraz par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877); M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda *Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym* [dostęp: Legalis].

<sup>36</sup> Por. J.-M. Brigant, *Infractions boursieres*, <https://www.cairn.info/revue-de-science-criminelle-et-de-droit-penal-compare-2014-1-page-85.htm>, akapity 90-128.

<sup>37</sup> Por. J. Thorne, R.D. Mautz, Jr., G. Highsmith-Quick, D.R. Robinson, *Recognizing Misleading Financial Statements...*, s. 3; G. Lasagni, *Strengthening Financial Investigation...*, s. 94; oraz art. 18a i art. 18c ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135 ); *Enforcement Manual of Division of Enforcement of Securities and Exchange Commission*, <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>, s. 12-14; P. Pelc, *The Polish Financial Supervision...*, s. 95-103.

z upoważnienia organów nadzoru<sup>38</sup>. Wówczas administracyjno-prawny charakter takich postępowań jest mniej wyraźny. Warto zatem zwrócić uwagę na różny poziom zaangażowania organów państwowych w badanie przedmiotowych kwestii.

Przed wszystkim należy zauważyć, że analizowane postępowania wstępne prowadzone są przez organy administracyjne, a nie organy ścigania<sup>39</sup> lub ewentualnie przez wyspecjalizowane podmioty prywatne pod nadzorem organów administracyjnych<sup>40</sup>. W świetle powyższego można stwierdzić, iż we wszystkich omawianych systemach prawnych wstępne działania zmierzające do ustalenia finansowego stanu faktycznego mają w jakimś stopniu administracyjnoprawną naturę. Uzasadniona jest zatem konstatacja, że nasilenie administracyjnoprawnego charakteru badanych procedur jest różne w zależności od analizowanego systemu prawnego.

## QUASI-KARNOPRAWNY CHARAKTER POSTĘPOWAŃ ZMIERZAJĄCYCH DO WSTĘPNEGO ZEBRANIA INFORMACJI NA TEMAT NARUSZEŃ REGULACJI FINANSOWO-PRAWNYCH

W literaturze przedmiotu zauważa się słusznie, iż postępowania zmierzające do wstępnego zebrania informacji na temat naruszeń regulacji rynkowych mają charakter quasi- karnoprawny<sup>41</sup>. Ten uzasadniony pogląd wynika stąd, że omawiane w opracowaniu działania posiadają wiele cech wspólnych z przewidzianymi w procedurze karnej postępowaniami przygotowawczymi<sup>42</sup>.

W przedmiotowych regulacjach prawnych znajdują się szczegółowe przepisy dotyczące zbierania materiału dowodowego przez organy nadzoru, m.in. poprzez

<sup>38</sup> Jak już wielokrotnie wspomiano w niniejszym opracowaniu, rozwiązanie takie funkcjonuje przede wszystkim w Niemczech [par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877)], ale w pewnych przypadkach podmioty prywatne mogą dokonywać wstępnego sprawdzenia zgodności z prawem działań podmiotów nadzorowanych także we Francji (por. art. R621-31 ust. 1 pkt 1 lit. f-h *Code monétaire et financier*) oraz Szwajcarii [art. 24 oraz 24a *Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht* (SR 956.1); art. 13 oraz 14 *Verordnung über die Aufsichtsorganisationen in der Finanzmarktaufsicht*(*Aufsichtsorganisationenverordnung*) (SR 956.134)].

<sup>39</sup> *Enforcement Manual of Division of Enforcement of Securities and Exchange Commission*, <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>, s. 12-14; art. 18a i 18c ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2024 r., poz. 135 ); P. Pelc, *The Polish Financial Supervision...*, s. 95-103.

<sup>40</sup> Par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877); art. R621-31 ust. 1 pkt 1 lit. f-h *Code monétaire et financier* oraz *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 1 i n.

<sup>41</sup> L. Ritchie, L. Tomasich, *Securities and Related Investigations...*, s. 2.

<sup>42</sup> Przedmiotowe czynności służą zebraniu materiału dowodowego zgodnie z przewidzianymi ustawowo regułami (por. m.in. art. L621-10, L621-10- 1, L621-10-2, R621-34, *Code monétaire et financier*; art. 18d-18g ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r. poz. 135); rozdział 3 *Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht* (SR 956.1) pt.: *Aufsichtsinstrumente*; sec. 19 [77s] (c) *Securities Act 1933* (Pub. L. 73-22); por. też: G. Lasagni, *Strengthening Financial Investigation...*, s. 85.

kontrolę i analizę danych telekomunikacyjnych oraz informatycznych<sup>43</sup>. Ponadto finansowe organy administracyjne są zasadniczo uprawnione do zajmowania dokumentów i trwałych nośników danych<sup>44</sup>. Mają również prawo wstępu do pomieszczeń zajmowanych przez nadzorowane podmioty<sup>45</sup>.

W świetle powyższych ustaleń można zauważyć, że uprawnienia organów nadzoru finansowego funkcjonujących we wszystkich omawianych w niniejszym artykule systemach jurydycznych przypominają w zbliżonym stopniu kompetencje typowych organów ścigania. Z tych wszystkich powodów należy mieć świadomość, że pomimo dominacji administracyjnoprawnych cech postępowań, zmierzających do wstępnego ustalenia stanu faktycznego dotyczącego naruszeń przepisów regulujących funkcjonowanie rynków finansowych, występują również wyraźne quasi-karnoprawne aspekty omawianych zespołów norm jurydycznych<sup>46</sup>.

## POSTULOWANE CECHY MODELOWEJ REGULACJI DOTYCZĄCEJ WSTĘPNEGO ZBIERANIA INFORMACJI NA TEMAT NADUŻYĆ RYNKOWYCH

Nie ulega wątpliwości, że każdy spośród omówionych w opracowaniu modeli wstępnego badania stanów faktycznych w zakresie naruszeń regulacji związanych z prawidłowym funkcjonowaniem rynków finansowych spełnia swoje zadania.

Warto jednak postulować stworzenie nowego i wystandaryzowanego zespołu norm jurydycznych dotyczących przedmiotowej problematyki, który powinien spełniać określone poniżej cechy.

Wydaje się, że w ramach wstępnego badania stanów faktycznych związanych z naruszeniami prawa finansowego należałoby zapewnić organom nadzoru lub działającym w ich imieniu wyspecjalizowanym podmiotom prywatnym możliwość przeprowadzania szerokiego spektrum czynności dowodowych.

Warto byłoby ponadto uregulować, aby wstępne badania dotyczące naruszeń przepisów regulujących funkcjonowanie rynków finansowych były przeprowadzane dwutorowo. Należałoby mianowicie badać przedmiotowe zagadnienia zarówno przez pryzmat regulacji karnych, jak i problematyki administracyjnoprawnej.

Słuszne wydaje się też zapewnienie organom nadzoru finansowego nakładającym sankcje administracyjne oraz organom ścigania możliwości obserwowania działań polegających na wstępnym zbieraniu informacji.

<sup>43</sup> Art. L621-10-1 oraz L621-10-2 *Code monétaire et financier*; por. też: par. 90 (3) 4 *Wertpapieraufsichtsgesetz 2018* [BGBl. I Nr. 25/2021 (NR: GP XXVII IA 1191/A AB 607 S. 79. BR: 10535 S. 920.)].

<sup>44</sup> Art. 18g ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135).

<sup>45</sup> Art. 18e ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135).

<sup>46</sup> L. Ritchie, L. Tomasich, *Securities and Related Investigations...*, s. 2; por. też: G. Lasagni, *Strengthening Financial Investigation...*, s. 85-86.

## ZAKOŃCZENIE

W świetle poczynionych w niniejszym opracowaniu ustaleń nie ulega wątpliwości, iż wstępne działania zmierzające do ustalenia stanu faktycznego dotyczącego naruszeń regulacji prawno- finansowych mają w dominującym stopniu cechy administracyjnoprawne.

Należy jednak podkreślić, że charakter administracyjny analizowanych systemów proceduralnych cechuje się zróżnicowanym nasileniem. Jest ono największe w Polsce, a najmniejsze w Niemczech. Wynika to z tego, iż polski ustawodawca nie przewidział możliwości cedowania prowadzenia postępowania wyjaśniającego na podmioty prywatne<sup>47</sup>. Natomiast w Niemczech wstępne działania zmierzające do ustalenia stanu faktycznego związanego z naruszeniami regulacji rynkowych są co do zasady podejmowane przez podmioty prywatne<sup>48</sup>.

Warto też wskazać, iż w przypadku wszystkich badanych postępowań naczelną rolę odgrywają organy nadzoru finansowego, które bez wątpienia są organami administracyjnymi<sup>49</sup>. Należy jednak odnotować, że stosowanie procedury administracyjnej w przypadku ustalania finansowego stanu faktycznego należy raczej do wyjątków<sup>50</sup>.

Nie wolno jednak zapominać, że omawiane w opracowaniu normy dotyczące wstępnego zbierania informacji mają również charakter quasi-penalny<sup>51</sup>, gdyż przypominają one regulacje obowiązujące na potrzeby karnoprawnego postępowania przygotowawczego.

Na zakończenie rozważań należy postulować, aby prawodawcy, modyfikując przedmiotowe normy jurydyczne, akcentowali naczelną rolę organu nadzoru finansowego, a także oddawali do jego dyspozycji maksymalnie szerokie spektrum czynności zmierzających do ustalenia stanu faktycznego. Nadto warto byłoby rozważyć zagwarantowanie organom prowadzącym dalsze postępowania karne oraz administracyjne możliwości obserwacji czynności prowadzonych w ramach wstępnego zbierania informacji.

<sup>47</sup> Art. 18a i n. ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r., poz. 135).

<sup>48</sup> *Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018, s. 1 i n. oraz par. 107 *Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877).

<sup>49</sup> Por. P. Pelc, *The Polish Financial Supervision...*, s. 95-103.

<sup>50</sup> Por. art. 18a ust. 1, 18d ust. 1 pkt 2, 18d ust. 3, 18g ust. 5 ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2024 r., poz. 135); M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda *Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym* [dostęp: Legalis].

<sup>51</sup> Por. L. Ritchie, L. Tomasich, *Securities and Related Investigations...*, s. 2.

## Bibliografia

### Literatura

Brigant J.M., *Infractions boursieres*, <https://www.cairn.info/revue-de-science-criminelle-et-de-droit-penal-compare-2014-1-page-85.htm>.

Gadinis S., *The SEC and the Financial Industry: Evidence from Enforcement Against Broker-Dealers*, "The Business Lawyer" 2012, Vol. 67.

Greene E., Odorski C., *SEC Enforcement in the Financial Sector: Addressing Post-Crisis Criticism*, "Business Law International" 2015, Vol. 16.

Kidron E., *Systemic Forum Selection Ambiguity in Financial Regulation Enforcement*, "American Criminal Law Review" 2016, Vol. 53.

Lasagni G., *Strengthening Financial Investigation and Supervision at the International Level*, rozdział w pracy zbiorowej pod redakcją G. Lasagni zatytułowanej: *Banking Supervision and Criminal Investigation Comparing the EU and US Experiences*, Springer International Publishing 2019.

Möllers T., *Sources of Law in European Securities Regulation – Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to Larosière*, "European Business Organization Law Review" 2010, Vol. 11.

Peace B.S., Kolodner J.S., Britt T.J., *Why Financial Statements Matter: Enforcement and Litigation Implications*, "Banking Law Journal" 2013, Vol. 130.

Pelc P., *The Polish Financial Supervision Authority in the Polish administrative system*, "Cybersecurity and Law" 2022, Vol. 8.

Scholten M., Ottow A., *Institutional Design of Enforcement in the EU: The Case of Financial Markets*, "Utrecht Law Review" 2014, Vol. 10.

Singh D., *The Centralisation of European Financial Regulation and Supervision: Is There a Need for a Single Enforcement Handbook?*, "European Business Organization Law Review" 2015, Vol. 16.

Staikouras P., *Regulating Insider Trading and Market Manipulation in Greece: Normative Transplants and Conceptual Confusion*, "Yearbook of International Financial and Economic Law" 2000-2001, Vol. 5.

Thorne J., Mautz Jr. R.D., Highsmith-Quick G., Robinson D.R., *Recognizing Misleading Financial Statements: Lessons from SEC Enforcement Actions*, "Commercial Lending Review", November- December 2004, Vol. 3.

Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P., *Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, tom II: *Komentarz*, wyd. 4, Warszawa 2023 [dostęp: Legalis].

Wilson S., *The New Market Abuse Regulation and Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: European Capital Markets Law and New Global Trends in Financial Crime Enforcement*, "ERA Forum" 2015, Vol. 16.

Wymeersch E., *The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors*, "European Business Organization Law Review" 2007, Vol. 8.

### **Akty normatywne**

*Securities Act 1933* (Pub. L. 73-22), <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>.

*Wertpapiersaufsichtsgesetz 2018* [BGBl. I Nr. 25/2021 (NR: GP XXVII IA 1191/A AB 607 S. 79. BR: 10535 S. 920.)], <https://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20009943>.

*Code monétaire et financier*, <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026>.

*Wertpapierhandelsgesetz* (BGBl. I S. 1874, 1877), <https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/>.

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2024 r., poz. 135).

*Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht* (SR 956.1), <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2008/736/de>.

*Verordnung über die Aufsichtsorganisationen in der Finanzmarktaufsicht (Aufsichtsorganisationenverordnung)* (SR 956.134), <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2019/765/de>.

### **Inne źródła**

*Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 106 ff. WpHG - Beitrag aus dem Emittentenleitfaden der BaFin*, BaFin 2018.

*Enforcement Manual of Division of Enforcement of Securities and Exchange Commission*, <https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>.