



Magdalena Ogórek

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Zarządzania
Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem
magdalena.ogorek@ue.katowice.pl

INNOWACYJNY INSTRUMENT OCHRONY INWESTORÓW – PROGRAM SYGNALIZOWANIA NA GRUNCIE FEDERALNYCH PRAW RYNKÓW FINANSOWYCH

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie i przybliżenie kompleksowego, innowacyjnego narzędzia – *Programu Sygnalizowania na rynkach finansowych w USA* wraz z jego instytucjami oraz regulacjami, na których jest osadzony. Program ten może być elementem poszukiwanych, omawianych obecnie w Polsce rozwiązań, które po odpowiednim dostosowaniu do warunków krajowych mogą się znacząco przyczynić do zwiększenia kompetencji, kooperacji i skuteczności organów, unowocześnienia nadzoru na rynku, zwiększenia ochrony inwestorów [Morawiecki, 2018, s. 1]. Jest to obecnie przedmiotem postulatów, projektów i debat: Sejmowych, Ministerialnych [Sejm RP – Druk 2812-U, 2018, s. 1-7], UOKiK [Niechciał, 2018, s. 1-2], KNF i KDPW [Sejm RP – Druk 2812, 2018, s. 1-7] oraz całego rynku finansowego w związku z pojawiającymi się licznymi nadużyciami o zasięgu narodowym i presją społeczną nakierowaną na sankcjonowanie obecnych sytuacji¹ i zapobieganie przyszłym. Umożliwiłoby to wcześniejsze wykrywanie zagrożeń, wzmocnienie nadzoru, przeciwdziałanie nadużyciom finansowym², odbudowałoby i zwiększyło zaufanie inwestorów do rynku finansowego, do czego też dążyć mają wszystkie rozwiązania badane przez ww. organy w zgodności z regulacjami europejskimi [Morawiecki, 2018, s. 1]. Model Programu, choć ciągle jeszcze ewoluujący i udoskonalany – w związku z jego kompleksowością [Kern, 2018, s. 11, 24-32]³, innowacyjnością w skali świata – jest niezwykle skuteczny i wymiennie efektywny, co zostało przedstawione w niniejszym artykule.

¹ Na przykład Stowarzyszenie: „Przywiązani do Polisy”, Poszkodowanych Obligatariuszy GetBack, Osób Poszkodowanych przez Amber Gold – reprezentujące inwestorów, którzy łącznie ponieśli kilkumiliardowe straty w wyniku niewykrytych odpowiednio wcześniej nadużyć na rynku.

² Dla przykładu medialne sprawy: Amber Gold S.A., tzw. polisolokaty, GetBack S.A., nierozwiązane całkowicie (na moment składania publikacji).

³ Ciągłe brak takiej jednoznaczności, kompleksowości w unijnym prawie rynków finansowych, na kanwie czego obecna jest omawiana powszechnie (m.in. przez A. Kern [2018, s. 1-33]) segmentacja (sektorowość) regulacyjna (ang. *segmentation risks and regulatory arbitrage*).

Słowa kluczowe: Federal Securities Laws, rynek finansowy, nadzór rynkowy, ochrona praw inwestorów, nadużycia na rynku.

JEL Classification: K22, K42.

Wprowadzenie

Nadużycia wewnątrz podmiotów obecnych na rynku i dotyczące relacji przedsiębiorstwo – konsument (inwestor), takie jak m.in. czyny zabronione i inne bezprawne działania (np. nieuczciwe praktyki rynkowe), są nader częstym procederem, w wyniku którego są naruszane prawa inwestorów. Skutkuje to monumentalnymi (w miliardach dolarów) [Hermalin, 2004, s. 1] stratami finansowym po ich stronie, ogólnym zmniejszeniem zaufania i niechęcią do rynków finansowych, utrudnieniem formacji kapitału, upośledzeniem działania i dysfunkcyjnością rynku, zaburzeniami w sferze finansowej i realnej, co może prowadzić do turbulencji w całej gospodarce i wpływać na wzrost gospodarczy.

Pionierski w skali świata amerykański model Programu Sygnalizowania⁴ charakteryzuje się: niezwykle skuteczną ochroną praw inwestorów oraz zabezpieczeniem zwrotu środków utraconych w wyniku zaistnienia czynów bezprawnych wewnątrz jednostki, utrzymywaniem odpowiedniego środowiska i warunków dla funkcjonowania oraz rozwoju rynków i gospodarki. Wszystko to w atmosferze praworządności i gwarancji praw, gdzie poprzez Program jest umożliwiające ujawnienie inaczej nieprawdopodobnych do wykrycia nadużyć, a zwłaszcza nieuczciwych praktyk rynkowych wpływających negatywnie na konsumentów, konkurencję i rynki. Następnie zapewnione jest bezzwłoczne i skuteczne postępowanie organu nadzoru, nałożenie wysokich sankcji finansowych, wraz z odzyskaniem środków na rzecz inwestorów, oraz wielowymiarowa ochrona osób dostarczających informacji (TCRs)⁵. Fundamenty ku temu stworzyła, niemalże wyłącznie, implementacja Programu do obszaru federalnego prawa rynków finansowych, czego wymierne efekty i mechanizm przedstawiono w artykule.

⁴ Whistleblowers Program (dalej: Program, Program Sygnalizowania).

⁵ TCRs (ang. *Tips, Complaints, Referrals*) – oficjalnie włączony do języka rynkowego poprzez stosowanie tych określeń przez Agencję Federalną United States Securities and Exchange Commission w oficjalnych dokumentach i Rules and Regulations.

1. Innowacyjny Instrument Ochrony Inwestorów – Program Sygnalizowania

Przedstawienie i przybliżenie polskiemu czytelnikowi, legislatorowi, organom nadzoru i kontroli, konsumentom oraz wszelkim grupom interesariuszy tego innowacyjnego i kompleksowego rozwiązania jest możliwe poprzez analizę budowy, zastosowania i skuteczności instytucji sygnalizowania na gruncie *Federal Securities Laws* (dalej: FSL) – jako pionierskiego i wzorcowego modelu nakierowanego na wymierną materialnie ochronę praw inwestorów będącą swoistym *novum* i jednym z najbardziej efektywnych (szybkość i skuteczność reakcji) narzędzi egzekwowania prawa, jakimi dysponuje Agencja Federalna *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC). Program Sygnalizowania może być najskuteczniejszym instrumentem, „najistotniejszą bronią w arsenale SEC”⁶ będącą pierwszym na świecie organem nadzoru zintegrowanego nad rynkiem w tak kompleksowej formule kompetencji [Jakubiec, 2014, s. 52-54] z uwagi na istotność i efektywność egzekwowania FSL.

Dla przykładu można wskazać na średnioroczną wielkość zabezpieczonych środków w postaci sankcji finansowych w wysokości 4 mld dolarów. Wiele spośród postępowań zakończyło się m.in. nałożeniem sankcji przekraczających 100 mln dolarów [Labaton Sucharow LLP, 2017, s. 17]. Jako przykład należy przywołać fakt, iż spółka Labaton Sucharow LLP reprezentowała sygnalistów, którzy przekazali SEC informację o działaniach bezprawnych w Merrill Lynch w związku z restrykcyjnymi umowami pracowniczymi – nieprawidłowymi klauzulami poufności⁷. Podmiot został za ten czyn ukarany w 2016 r. sankcjami finansowymi w wysokości 415 mln dolarów [Labaton Sucharow LLP, 2017, s. 15-17].

1.1. Zaufanie międzynarodowych inwestorów do SEC

Czynnikiem wskazującym na zaufanie globalnego rynku i jego uczestników do Agencji, także w aspekcie międzynarodowym, jest fakt, iż organ otrzymał informacje (ang. *tips*) nie tylko od osób ze wszystkich stanów, ale także od osób z ponad 103 krajów świata [Marshall, 2017, s. 3]. Skuteczność Programu przejawia się najbardziej istotnie, wprost i bezpośrednio w setkach milionów dolarów zwróconych inwestorom, co jest rezultatem informacji przedstawionych Agencji przez sygnalistów [SEC, 2017a, s. 2-5].

⁶ Ang. “most powerful weapons in the law enforcement arsenal” [SEC, 2017a].

⁷ Ang. *restrictive employment agreements* – improper confidentiality agreements.

1.2. Ogólne ramy funkcjonowania Programu Sygnalizowania

Pionierski w zakresie uregulowań związanych z rynkiem finansowym w skali świata Program funkcjonuje na bardzo specyficznym gruncie: w odmiennych od znanych Kontynentowi (*continental Europe*) z autopsji systemów prawa⁸ [Robbins Collection, 2010, s. 1-12] i odmiennych warunkach społeczno-prawno-gospodarczych. Stąd potrzebne krótkie wprowadzenie wyjaśniające i zarysujące pewne ramy.

Istnieje Program, który „udowodnił, iż może być punktem zwrotnym” [White, 2015, s. 1-3]⁹ w egzekwowaniu FSL i narzędziem w realizowaniu fundamentalnych dla funkcjonowania rynku celów. Dla przykładu: ochrona i skuteczne egzekwowanie praw inwestorów (np. łącznie ze zwrotem środków zainwestowanych, m.in. przez redystrybucję sankcji finansowych, ang. *monetary sanctions*), wspieranie ładu korporacyjnego, dbałość o przejrzystość rynku, ściąganie i sankcjonowanie działań bezprawnych. Ponadto ochrona sygnalistów *ex post* (którzy dokonali zgłoszenia do SEC, m.in. ochrona antyretaliacyjna) i *ex ante*, np. prowadzenie z urzędu postępowań wobec podmiotów, które podejmowały (podejmują) jakiegokolwiek działania mające na celu zakaz czy ograniczanie komunikacji osoby fizycznej z Agencją, najczęściej w formie klauzul ujętych w umowach pracowniczych dotyczących niejawności, poufności, dobrej reputacji przedsiębiorstwa, separacji oraz wszelkich ugód¹⁰.

Wyraża się to *explicite* w treści klauzul lub w formie potencjalnego powstrzymywania pracownika (także byłego) od notyfikacji organu. Praktyki te mają docelowo skutkować ograniczeniem, zniechęceniem do kontaktu z SEC¹¹, np. pod groźbą obniżenia świadczenia z tytułu odpłaty (ang. *severance payment*), nałożenia umownej kary finansowej, wszczęcia postępowania dyscyplinarnego, a nawet dyscyplinarnego zwolnienia, co jest bezpośrednim pogwałceniem *Rule 21F-17(a)*. Takie czynności pozostają w konflikcie z celem ustawy DFA [Levy, 2017, s. 25]. SEC jest jedynym organem kompetentnym (ang. *statutory authority*) do kompleksowego egzekwowania FSL zarówno poprzez postępowania karne, jak i wsparcie inwestorów w postępowaniach cywilnych (*amicus*

⁸ “Most nations today follow one of two major legal traditions: common law or civil law. (...) the civil law tradition developed in continental Europe (...), while common law (...) American and British law” [Robbins Collection, 2010, s. 1].

⁹ “Has proven to be a game changer” [White, 2015, s. 1].

¹⁰ Ang. *non-disclosure-, non-disparagement-, confidentiality-, severance- and separation agreements, settlement*.

¹¹ „That in word or effect has the potential to stop [also former] employees from reporting (...) to the SEC” [Levy, 2016, s. 32-33].

curiae) (ang. *civil and criminal proceedings*). Tym samym Agencja krzewi zaufanie do rynków i zapewnia praworządność na rynku [SEC, 2017b, s. 3; Levy, 2017, s. 3].

2. Egzekwowanie praw rynków finansowych i ochrona inwestorów jako ustawowe zadania SEC

Ab initio warto przytoczyć istotę przemowy Przewodniczącej Mary White, najpełniej i bardzo obrazowo przedstawiającej rolę SEC na rynku w kontekście roztaczania ochrony nad inwestorami w wymiarze realnym, m.in. dalej omówionym aspekcie odzyskiwania utraconych w wyniku korporacyjnych bezprawności (ang. *corporate wrongdoings*) środków. Działania te opisuje i wyraża motto organu *Investor's Advocate* (Adwokat Inwestorów) [White, 2015, s. 1-3], tym samym akcentując niezwykle istotne dla rynku kwestie związane z nadzorem korporacyjnym i obowiązkami informacyjnymi (ang. *corporate governance, corporate disclosure*) oraz strukturą rynku [White, 2015, s. 1-3]. Funkcja SEC została określona jako służenie potrzebom amerykańskich inwestorów ("Serving the needs of American investors") [Champ, 2013, s. 1].

Aby zrozumieć kompleksową ochronę inwestorów, należy wskazać różnorodność kategorii zgłaszanych organowi czynów bezprawnych. Na przykład ujawnianie informacji i danych (niejawnych, tajemnic przedsiębiorstwa), danych finansowych, transakcji, danych księgowych, tzw. oferowanie oszustwa¹² (w tym także Schematy Ponzi'ego – Ponzi Schemes – i piramidy finansowe), pogwałcenia FCPA – *Foreign Corrupt Practices Act*, naruszenia reguł obrotu (w tym wykorzystywanie wewnętrznych informacji, ang. *insider trading*), a także pogwałcenie reguł sprzedaży i doradztwa, naruszenia związane z opłatami, prowizjami, z rejestracją instrumentów, nieprawdziwe lub mylące sprawozdania finansowe i dane w materiałach informacyjnych dla inwestorów i w memorandumach ofertowych, prospektach emisyjnych, nieprawdziwe informacje o cenach, naruszenie zasad rachunkowości i audytu wewnętrznego i inne, mające na celu m.in. manipulację ceną czy nierzetelne i nieprawdziwe przedstawienie informacji [SEC, 2017a, s. 17-18].

¹² Ang. *offering fraud*, i.e. to make misinterpretations and/or omissions of material facts to potential investor.

2.1. Federalny Program Sygnalizowania a Nadzór Korporacyjny i Zgodność¹³

Zasady Programu Sygnalizowania ustanawiają rozsądną równowagę pomiędzy społecznie pożądanym ścisłym egzekwowaniem prawa a potrzebą silnych programów nadzoru korporacyjnego i zgodności [Marshall, 2017, s. 7]. Przed implementacją Programu obawa przed działaniami retaliacyjnymi pracodawcy i byciem umieszczonym na „czarnej liście” (ang. *blacklisting*) częstokroć powstrzymywała sygnalistów przed raportowaniem naruszeń i podejrzeń za pośrednictwem wewnętrznych struktur jednostek.

Korporacyjne kultury milczenia i zмовy oraz współudziału rozwinęły się do tego stopnia, iż stały się powszechnie akceptowalne i zwyczajne wśród pracowników. Doprowadziło to do zastraszenia i onieśmienia tych, którzy mogliby wystąpić otwarcie przeciwko tym praktykom, ujawniając je publicznie. W rezultacie organy nadzoru i ścigania nie były w stanie wykryć i ścigać czynów bezprawnych, zwłaszcza na ich wczesnych etapach. Zbyt często ukryte oszustwa i złe postępowania zaogniały się, a następnie rosły, by dopiero w późniejszych etapach móc zostać odkryte, w momencie gdy spółki chyliły się ku upadkowi lub miały duże trudności, gdy zmaterializowały się straty po stronie inwestorów, pozostawiając spustoszenia i zniszczenia w odniesieniu zarówno do samej spółki, jak i pracowników [Labaton Sucharow LLP, 2017, s. 2].

Obecnie (Fiscal Year 2017) 83% sygnalistów, zanim przekazało informacje o czynach bezprawnych SEC, wpięrow podniosło zastrzeżenia i zakomunikowało sprawy przełożonym lub personelowi obszarów CC i CG przez wewnętrzne mechanizmy raportowania lub było przekonanych i posiadało wiedzę, iż ich przełożeni są świadomi istniejących naruszeń, pozostając jednak biernymi [SEC, 2017a, s. 17].

2.2. Federalne Prawa Rynków Finansowych

Program ciągle dojrzewa i się rozwija. Obecnie upływa 7 rok jego istnienia [SEC, 2017a, s. 1] i stworzenia zbioru figur prawnych powstałych na gruncie *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (DFA) [U.S.C. DFA, 2010a, s. 1-376].

¹³ *Corporate Governance and Compliance* (CC i CG).

Program rozwija się [SEC, 2017a, s. 4-10] wraz z ewolucją gałęzi prawa rynków finansowych. Gałąź ta jest sumą elementu stanowionego – *statutes* (ustaw, kodeksów) [Cornell Law School, 2018, s. 1], *blue sky laws* (praw stanowych) [Cornell Law School, 2018, s. 1]¹⁴, reguł i regulacji [SEC, 2012b, s. 1] – (proces tworzenia reguł) [SEC, 2012, s. 1]¹⁵, prymarnego elementu związania precedensem sądowym (*stare decisis*) oraz uwzględnia rzeczywistość społeczną i inne aspekty pozaprawne (ang. *extralegal considerations*) [Michaels, 2006, s. 68], a także ducha danej regulacji (duch prawa, ang. *spirit of the statute*) i intencje przyświecające ustawodawcy [JUSTIA, U.S. Sup. Court, 1975, 421 U.S. 837, s. 421].

Wszystko to zostaje ujęte w postaci reguły precedensu *ratio decidendi* – wyprowadzana z decyzji sądu czy to w formie *ratio expilit* (wprost), czy *implicit* (dorozumiana) lub też poprzez inne sposoby pozwalające na ustalenie treści reguły, która ma stworzyć *ratio decidendi* wskazanego precedensu [Koszowski, 2015, s. 10]. Ma tu zastosowanie wywodzona z *rationes decidendi* koncepcja nazywana przez Koszowskiego *the rule based model* (model precedensu z reguł) [Koszowski, 2015, s. 9].

2.2.1. Ewolucja definicji legalnej pojęcia „security”

W realiach prawa precedensowego uwzględnianie wymienionych składowych jest elementem naturalnym [Wash. & Lee L. Rev. 847, 1979, s. 757-761]. Najbardziej kontrowersyjny po dziś dzień jest obszar prawa rynków kapitałowych, a dokładniej definicyjne określenie, które transakcje podlegają opisanej regulacji [Wash. & Lee L. Rev. 847, 1979, s. 757-759].

Warto odesłać do przypadku *Miller v. Central Chinchilla Group Inc.*, gdzie zaistniała tam transakcja sprzedaży szynszyli została uznana przez sąd za *security* [Wash. & Lee L. Rev. 847, 1979, s. 757]. Uwidoczniona tutaj została ewolucja definicji legalnej *security* (ang. *litigations*) i tym samym także tzw. testu (kryteriów, standardów).

¹⁴ “A state law that imposes standards for offering and selling securities. Such laws aim to protect individuals from fraudulent or overly speculative investments. (...) States now have limited power to register and review securities. The 1996 National Securities Markets Improvement Act of 1996 (NSMIA), amended Section 15(h) of the Securities Exchange Act of 1934” [Cornell Law School, 2018, s. 1].

¹⁵ “(...) Rulemaking is the process by which federal agencies implement legislation passed by Congress and signed into law by the President. The SEC engages in rulemaking to maintain fair and orderly markets and to protect investors by altering regulations or creating new ones. There are both official and unofficial sources of SEC rules and regulations” [SEC, 2012, s. 1].

Historyczną ścieżkę obrazują m.in.: *historyczny Howey test* [JUSTIA, U.S. Sup. Court, 1946, 328 U.S. 293, 301] – *Howey three-pronged test* (*Troyer v. Karcagi*), *Howey criteria*, *Howey standards*, potem *Howey-Tcherepnin* [Wash. & Lee L. Rev. 847, 1979, s. 757-763], *Marine Bank v. Weaver* [Malloy, 1983, s. 1053-1085], wcześniej *SEC v. C.M. Joiner Corporation* [JUSTIA, U.S. Sup. Court, 1943, 320 U.S. 344] i wiele innych.

Test definicji *security* wykonują organy stosujące prawo, odpowiednio każdorazowo w sporach sądowych (ang. *litigations*). Jest to istotne także w sprawach sygnalistów, gdyż jako fundamentalny aspekt, w przypadku wątpliwości, sąd bada najpierw, czy dana sprawa jest objęta FSL, badając ją indywidualnie pod kątem zgodności z obecnym kształtem definicji i tym samym wykonując test. Dalej dopiero pozwala na stosowanie w danej sprawie FSL, czyli m.in. wszystkie akty prawne (federalne, stanowe itd.) i inne formy legislacji [Hazen, 2003, s. 1-6], oraz na czerpanie z judykatury.

2.3. Ochrona inwestorów i zaufanie do rynku kapitałowego – prymarny cel uregulowania

Recepcja Programu do systemu prawa kontynentalnego przyczyniłaby się istotnie nie tylko do prawnej, ale i faktycznej ochrony inwestorów posiadającej materialny charakter [SEC, 2017a, s.1]. Należy tu wskazać odzyskanie (od sprawcy¹⁶) środków i zwrot aktywów inwestorom w znacznej wysokości (tak szybkie i efektywne działania SEC są możliwe tylko dzięki Programowi) oraz nałożenie sankcji finansowych, które *i.a.* są przeznaczane w odpowiedniej wysokości jako zrównanie utraconych środków dla inwestorów [SEC, 2017a, s. 1]. Dalej należy wskazać ochronę i pewność praw inwestorów, zwłaszcza indywidualnych – detalicznych (ang. *non-sophisticated investors*) [Feltcher, 1988, s. 1081-1149].

Należy również zwrócić uwagę na unikatową, wielowymiarową (ang. *multi-dimensional*) ochronę sygnalistów, transparentność rynków, a także zwiększenie efektywności i zaufania do rynków kapitałowych, które jako statutowe cele są definiowane przez prawo i Agencje Federalne.

W treści misji SEC znajdują się postulaty: „(...) ochraniać inwestorów, zapewniać uczciwe, praworządne i efektywne rynki, a także stwarzać warunki do formacji kapitału. SEC dąży do promowania środowiska rynkowego, które jest godne zaufania publicznego” [Piwowar, 2015, s. 1-4; SEC, 2017c, s. 4]¹⁷.

¹⁶ Ang. *perpetrator, wrongdoer, offender, violator, law-breaker, transgressor, culprit*.

¹⁷ „(...) is to protect investors; maintain fair, orderly, and efficient markets; and facilitate capital formation. The SEC strives to promote a market environment that is worthy of the public's trust” [www 2].

Zaufanie do rynków, dbałość o efektywność, przejrzystość rynków, zapewnienie odpowiednich warunków i środowiska do formacji kapitału na rynku, praworządność, ochrona praw inwestorów stanowiły cel powstania tej gałęzi prawa. Dowodem tego faktu jest list Prezydenta Roosevelta do Kongresu proponujący legislację *securities* – mając na celu „ochronę inwestorów, wartości (...) i zapobieganie destrukcyjnym działaniom spekulackim” [Malloy, 1983, s. 1053].

2.3.1. Fundamenty *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*

W dniu 21 lipca 2010 r. uchwalono ustawę DFA, a następnie została ona włączona do prawa przez Prezydenta Obamę zgodnie z procedurą [Tily, 2015, s. 1193-1194] „jako odpowiedź na kryzys finansowy z 2008 r., który wtrącił kraj w najgłębszą recesję od Wielkiego Kryzysu (*Great Depression*)” [Cooper, 2010, s. 1-2].

Należy wskazać na symilarność przyczyn uchwalenia zarówno DFA, jak i *Securities Act* i *Exchange Act* jako odpowiedzi na kryzys (ówczesny) po krachu giełdowym (ang. *stock market crash*), który wystąpił w 1929 r. – Wielki Kryzys. W obydwu przypadkach celem legislatora było wyeliminowanie nadużyć na rynku, zapobieżenie oszustwom i wyłudzeniom (ang. *fraud*), a także zapewnienie skutecznej ochrony interesów inwestorów [JUSTIA, U.S. Sup. Court, 421 U.S. 837, 1975, s. 421], odzyskanie, odbudowanie pewności potencjalnych inwestorów, odzyskanie siły nabywczej [Genusso, 1988, s. 159], zapobieżenie wprowadzaniu w błąd, wyzyskiwaniu, defraudacji, przekazywaniu inwestorom nieprawdziwych informacji [Malloy, 1983, s. 1053]. Jednym z celów norm (ang. *provisions*) zawartych DFA jest „zachęcenie sygnalistów do udziału w promowaniu ładu korporacyjnego” [Desai, 2010, s. 427-429].

2.3.2. Kierunek federalnej polityki sygnalizowania w spółkach publicznych

Przesłanie jest czytelne: Rząd i Agencje Federalne Stanów Zjednoczonych zachęcają do sygnalizowania w spółkach publicznych [U.S.C., 2010, s. 1-376], zapewniając uregulowane prawnie zachęty i formy ochrony sygnalistów. Na gruncie DFA cele i kierunki polityki stosowanej przez rząd USA są oczywiste – zadaniem SEC jest „zapobieganie, wykrywanie i dyscyplinowanie oszustw i wyłudzeń” (m.in. zapobieganie, wykrywanie i sankcjonowanie czynów bezprawnych na gruncie FSL, ang. *preventing, detecting, and disciplining fraud*) [Rezaee, Riley, 2010, s. 269].

Rząd Federalny oczekuje, by sygnaliści raportowali do SEC wszelkie zaistniałe w przeszłości, mogące zaistnieć w najbliższej przyszłości i obecnie istniejące nadużycia (ang. *ongoing*), nawet jeśli zgłaszający nie ma całkowitej pewności co do swych przypuszczeń, to wszystkie poniżej wskazane normy stosuje się odpowiednio, także te związane z ochroną. Jednakże musi istnieć uzasadnione podejrzenie, przekonanie zgłaszającego, iż takie pogwałcenie praw ma (może mieć lub miało) miejsce [Ambler, Massaro, Stewart, 2017, s. 148-149]. Najczęściej w formie czynów bezprawnych, naruszeń lub innych nieprawidłowości wewnątrz, o których powzięli wiadomość, w związku ze spółkami publicznymi (korporacyjne czyny bezprawne), które mogą skutkować stratami, zwłaszcza finansowymi [Tily, 2015, s. 1194-1195] po stronie inwestorów i rynku. Grożą za nie sankcje finansowe, a gdy te przekraczają 1 mln dolarów, wtedy sygnalista może uzyskać nagrodę finansową (ang. *monetary award*), a ochrona SEC przynależy każdemu z nich, bez znaczenia, czy został zakwalifikowany do uzyskania nagrody finansowej, czy też nie [White, 2015, s. 1-2].

2.4. TCRs – wskazówki, skargi i przekazanie spraw

Z roku na rok zwiększa się wolumen przekazywanych SEC informacji, jak również ich jakość (FY 2017 – ponad 4,400) [SEC, 2017a, s. 1, 8]. Przekazanie informacji określonych jako TCRs (ang. *Tips, Complaints, Referrals*) odbywa się niezwykle dogodnie, bezpiecznie i sprawnie, a mianowicie: poprzez różnorodne kanały teleinformatyczne o stałej dostępności oraz w wersji papierowej. W każdym przypadku SEC zapewnia całkowitą poufność i dyskrecję [SEC, 2017a, s. 16]. Należy wskazać na fakt, iż zabezpieczenie poufności danych osoby i dyskrecja są integralnym komponentem Programu. Agencja jest zobowiązana przez DFA do nieujawniania jakichkolwiek informacji, które pozwoliłyby na identyfikację sygnalisty (z pewnymi wyjątkami), i do roztoczenia wielowymiarowej ochrony.

Istnieje możliwość, by zupełnie anonimowo przekazać informację Agencji (z zastrzeżeniem reprezentacji prawnej, ang. *legal representation or legal counsel*) [Labaton Sucharow LLP, 2017, s. 4], gdyż musi być zabezpieczona możliwość kontaktu na linii SEC – sygnalista. O użyteczność powyższej możliwości świadczy fakt, iż w FY 2016 niemalże dwie trzecie sygnalistów nagrodzonych finansowo należało do „osób z wewnątrz” – *insiders*¹⁸, a jedna osoba na cztery

¹⁸ Osób z wewnątrz danego podmiotu czy też z grupy podmiotu (grupa kapitałowa, holding finansowy).

przekazała swoje informacje poprzez reprezentanta prawnego, zachowując anonimowość także wobec Agencji [Labaton Sucharow LLP, 2017, s. 4]. Labaton Sucharow LLP wskazuje, iż większa część klientów, którzy piastują stanowiska dyrektorów wyższego szczebla (ang. *executive or managing director*), wybiera właśnie taką opcję [Labaton Sucharow LLP, 2017, s. 3-4].

Liczba informacji wzrosła od FY 2012 – około 3,000 [SEC, 2012, s. 4] do FY 2017 – ponad 4,400 [SEC, 2017a, s. 1], co wskazuje na wiarę w skuteczność tego Programu wśród potencjalnych sygnalistów i zaufanie do SEC. Współpraca sygnalisty z SEC może przebiegać wieloetapowo, od przekazania informacji inicjującej (ang. *initial tip*), poprzez asystowanie w trybie bieżącym (ang. *ongoing cooperation*), udzielanie dalszych bieżących informacji i wpieranie swoją znajomością podmiotu i jego specyfiki, pomoc przy gromadzeniu i ocenie dowodów, aż do zakończenia postępowania, a także może wypłynąć na wysokość przyznanej później nagrody [SEC, 2017a, s. 6-18].

Kancelaria Prawna Labaton Sucharow LLP, współpracująca ściśle z SEC w zakresie sygnalizowania, prowadzi także online bazę danych o publicznej dostępności, gdzie są przechowywane dane o postępowaniach (nie tylko związane z sygnalizowaniem, ale ogólnie z egzekwowaniem prawa przez Agencję), wraz z sankcjami, opisem czynów bezprawnych i podmiotu, wobec którego prowadzono postępowanie, oraz komentarzem dla prasy i interesariuszy (ang. *press release and information for all stakeholders*) [Labaton Sucharow LLP, 2018].

2.5. „Ostateczne Reguły” i implementacja ‘Section 21F Securities Exchange Act of 1934’

Dnia 25 maja 2011 r. Agencja zaadaptowała na podstawie kompetencji implementacyjnej, w którą jest ustawowo wyposażona (wspomniane wcześniej *Reguły i Regulacje*), tzw. Ostateczne Reguły (*Final Rules*). Są one inkorporacją sekcji *21F Securities Exchange Act of 1934* jako tzw. poprawki o tytule wskazującym na określenie normatywnie kształtu i zakresu Programu, skierowane do społeczeństwa i potencjalnych sygnalistów, w brzmieniu: „Securities – zachęty i ochrona dla sygnalistów” (*Securities Whistleblower Incentives and Protection*). Są to normy opisujące zachęty (*incentives* – w formie m.in. nagród finansowych), procedury i udzielaną przez SEC ochronę oraz zapewniające, iż Program jest „jasno zdefiniowany i przyjazny użytkownikom” [SEC, 2010, s. 2].

2.6. Wielopłaszczyznowy wymiar ochrony sygnalistów

Ochrona ma wymiar wielopłaszczyznowy w formie podwyższonych gwarancji anonimowości i poufności, wzmocnienia ochrony antyretaliacyjnej *ex post* zgłoszenia (szerokie środki prawne służące do egzekwowania praw sygnalisty poprzez bezkosztowe – dla poszkodowanego – procesy sądowe wytaczane przez SEC wraz ze słusznym odszkodowaniem, przywróceniem itd.). Także ochrona *ex ante* na etapie umów pracowniczych, których sama treść narusza lub ogranicza prawo do kontaktu z Agencją i przekazywania informacji (najczęściej klauzule zawarte we wspomnianych umowach: wypowiedzenia, separacyjnej) czy też pozostałe wspomniane umowy pracownicze i ugody [SEC, 2017a, s. 2, 7].

Klauzule poufności, umowy o niejawności i dobrym wizerunku przedsiębiorstwa, których celem jest umyślne pogwałcenie *Rule 21F-17(a)* [U.S.C., 2013, s. 514], są bezprawne. Reguła mówi, iż nikt nie może podejmować czynności mających na celu uniemożliwienie lub ograniczanie kontaktu z SEC ws. prawdopodobnych (możliwych) naruszeń FSL, w tym także poprzez egzekwowanie lub jego groźbę postanowień zawartych w ww. umowach pracowniczych. W nawiązaniu do powyższych regulacji klauzule tej treści są bezprawne (ścigane i sankcjonowane z urzędu), nie mają żadnej mocy prawnej i nie są wiążące dla pracownika.

Agencja prowadzi postępowanie przeciwko takiemu pracodawcy i wydaje decyzję administracyjną, która jest przekazywana do wiadomości publicznej, aby pokrzywdzeni pracownicy mogli powziąć wiadomość o bezprawności klauzul. Dalej są nakładane sankcje finansowe oraz zobowiązuje się przedsiębiorstwo do zmiany treści umowy we wskazany przez SEC sposób, aby ta nie naruszała ww. przepisów (tutaj widać pewną analogię działania UOKiK ws. klauzul abuzywnych) [Dobrzańska, 2017, s. 2-8]. Można też nadmienić, iż od 2017 r. w Polsce został wprowadzony pilotażowy program pozyskiwania informacji od sygnalistów w granicach umocowania Urzędu, czyli w zakresie obszaru konkurencji (sygnaliści zgłaszają działania niezgodne z regułami konkurencji) [UOKiK, 2017, s. 102].

3. Badanie ewolucji i ostatecznego kształtu definicji legalnych Programu zawartych w „Ostatecznych Regulach”

„Ostateczne Reguły” stworzyły Program, który został tak zaprojektowany, aby nagradzał finansowo osoby fizyczne (a) – indywidualnie bądź łącznie kilka osób [SEC, 2017c, s. 1], które dobrowolnie (b) przekazały SEC informację (c) (ang. *submitting tips*).

Dobrowolnie (b) – m.in. z wyłączeniem osób, na których ciąży szczególny obowiązek prawny czy też umowny (wyprowadzony z zakresu obowiązków pracowniczych, treści stanowiska pracy – dział zgodności i personel audytu wewnętrznego), czyli tzw. preistniejący prawny bądź umowny obowiązek poinformowania” (ang. *pre-existing legal or contractual duty*) [SEC, 2011a, s. 26-38]. W przypadku spełnienia przesłanek: uprzedniego zgłoszenia sprawy CLO, CCO, Komitetowi ds. Audytu (Chief Legal Officer, Chief Compliance Officer, Audit Committee) etc. i po upływie okresu 120 dni oraz zapobiegnięciu wyrządzeniu przedsiębiorstwu lub inwestorom znacznej szkody finansowej (poprzez właśnie zasygnalizowanie bezprawnego działania), osoby te również mogą otrzymać nagrodę.

3.1. Informacja (TCRs) w rozumieniu Programu Sygnalizowania

W „Ostatecznych Regulach” wskazano uszczegółowienie przekazywania informacji (c), a dokładniej określono, iż muszą być przekazane zgodnie z procedurą [SEC, 2010, s. 8-10] i mogą dotyczyć także potencjalnych naruszeń. Prawo do ochrony funkcjonuje również w przypadku, gdy w ocenie sygnalizującego istnieje uzasadnione przekonanie wystąpienia naruszenia, co wpływa na zmniejszenie obaw i niepewności co do decyzji o zgłoszeniu, które inaczej mogłyby doprowadzić do wahania lub rezygnacji z wystąpienia (ang. *stepping forward*) [SEC, 2011a, s. 3-14].

Przez informacje należy rozumieć wcześniej wspomniane TCRs, wytypowanie lub dostarczenie dokumentów i innych materiałów dowodowych, wskazanie na konkretne osoby, transakcje oraz przytoczone wcześniej dwa elementy informacji inicjującej oraz dalsze asystowanie bieżące – dostarczanie informacji, przekazywanie wiedzy odpowiednio z tokiem postępowania [SEC, 2017a, s. 16-17], co dodatkowo zwiększa skuteczność i skraca czas trwania, a także minimalizuje wykorzystanie zasobów [SEC, 2011b, s. 34324].

Informacje muszą posiadać znamię oryginalności (d). SEC wskazuje na cztery cechy, które musi posiadać ww. informacja, by być oryginalną. (1) Musi być wywiedziona z niezależnej wiedzy posiadanej przez sygnalistę lub pochodzić z niezależnej analizy przeprowadzonej przez niego, być wydedukowana, wywnioskowana (ang. *examination & evaluation*) na podstawie własnych informacji, wiedzy i przemyśleń oraz konfrontacji dla przykładu z przepisami, regułami rynków finansowych. (2) Informacja musi być całkowicie dotąd nieznaną Agencji z żadnego innego źródła, chyba że sygnalista sam jest tym pierwotnym źródłem. (3) Informacja nie może być wywiedziona wprost, bezpośred-

nio z treści zarzutów postawionych przesłuchiwanemu podczas rozpraw sądowej lub postępowania administracyjnego w rządowym, federalnym raporcie, innym przesłuchaniu czy w toku innej rozprawy (także rozprawa, przesłuchanie w toku postępowania arbitrażowego) (ang. *hearings in arbitration proceedings*). Nie może się opierać na zeznaniach, audycie, śledztwie i innych tożsamych czynnościach podjętych w toku procedury mającej na celu wykrycie nieprawidłowości ani na informacjach przedstawionych w mediach, z zastrzeżeniem tożsamym jak wyżej, chyba że sygnalista sam jest pierwotnym źródłem (ang. *original source*) informacji, która następnie została ujęta w którymś z wyżej wymienionych źródeł. (4) Ostatnią cechą jest określony zakres temporalny – informacja musi być przekazana SEC po raz pierwszy nie wcześniej niż po dniu 21.07.2010 r., *i.e.* dniu wejścia w życie DFA [SEC, 2011a, s. 40].

Nie ma obostrzenia ustawowego, aby sygnalista, by móc kwalifikować się do otrzymania nagrody, musiał być związany stosunkiem pracy czy też być osobą z wnętrza danej jednostki [SEC, 2017a, s. 17]. Każdego roku Agencja przedstawia dane wskazujące na charakter relacji sygnalistów ze sprawcą. W 2017 r. obecni i byli pracownicy wraz z bliskimi współpracownikami jednostki tworzyli 62% sygnalistów. Resztę stanowili pokrzywdzeni (inwestorzy), profesjonalści z branży, a także inne podmioty, które miały kontakt ze sprawcą.

Ostatnim znamieniem, którym musi się cechować informacja, jest fakt doprowadzenia do skutecznych działań w zakresie egzekwowania prawa przez Agencję (e). Istnieją dwie formuły „skuteczności”: poprzez otwarcie nowego postępowania lub śledztwa albo przeprowadzenie, ukończenie już istniejącego wcześniej otwartego postępowania. Wskazuje się także na zaistnienie równoległych postępowań karnych (ang. *parallel criminal prosecution*). W efekcie postępowanie musi prowadzić do nałożenia sankcji finansowych na sprawcę w wysokości przekraczającej 1 mln dolarów [SEC, 2011a, s. 3].

4. Inne programy sygnalizowania i współpraca międzyagencyjna

„Ostateczne Reguły” także zmaterializowały ustanowienie Biura Sygnalizowania (ang. SEC’s Office of the Whistleblower), które to zostało stworzone poprawką (ang. *amendment, law amendment*) w ‘Section 922’ DFA, w ramach struktur SEC, 21 lipca 2010 r.

Należy nadmienić, iż istnieją również programy sygnalizowania związane z innymi obszarami regulacji prawnych, m.in. prawa podatkowego (US Tax Laws) – istniejący 11 lat Program Administracji Skarbowej (ang. *Internal Reve-*

nue Service) [IRS, 2017, s. 3] czy też Program związany z rynkiem kontraktów futures i swapów (funkcjonujący w ramach kompetencji Agencji *Commodity Futures Trading Commission*¹⁹ w związku z naruszaniem *Commodity Exchange Act*) [U.S.C., 2010]. Departament Sprawiedliwości (na gruncie *False Claims Act* [U.S.C., 1863]) posiada program opierający się na instytucji „qui tam pro (...)” [Department of Justice, 2012, s. 1-3]²⁰, czyli sygnalizację fałszywości, nieprawdziwości roszczeń wysuniętych wobec państwa przez osobę trzecią. Programy te dotyczą sygnalizowania czynów bezprawnych, nadużyć objętych właściwymi im zakresami, przekazywania informacji do odpowiedniej Agencji Federalnej czy Departamentu.

Jedną ze swoistych cech wysoko efektywnego, zaawansowanego nadzoru jest kooperacja pomiędzy organami. Zawiązane umowy o współpracy [Chilton, 2010, s. 1] oraz klarownie sprecyzowane kompetencje umożliwiają kooperację pomiędzy: agencjami federalnymi, departamentami i innymi instytucjami, co przekłada się na wzrost efektywności postępowań pod każdym względem.

Współpraca organów istnieje w celu zapewnienia możliwie kompleksowej ochrony praw osób sygnalizujących na każdym etapie: na etapie dokonania czynności, wykonywania umów, które pracodawca zawiera z pracownikami, a których treści naruszają i ograniczają prawa pracowników w zakresie możliwości kontaktu z Agencjami.

4.1. Kompetencja *amicus curiae* i raportowanie do Kongresu

Niezwykle istotne jest wsparcie sygnalistów, także tych, którzy w wyniku sygnalizacji wewnątrz korporacyjnej (listy *amicus curiae*) doznali jakichkolwiek ujemnych skutków ze strony pracodawcy, ogólnie określanych jako działania retaliacyjne [U.S.C., 2010, s. 1-346]. Listy *amicus curiae* są niezwykle istotnym wsparciem dla pokrzywdzonych sygnalistów w postępowaniach cywilnych [www 1].

Dyrektorzy Programów są obowiązani annualnie tworzyć raport do Kongresu, charakteryzując obecny kształt Programu, jego skuteczność i efekty, ewolucję i przyszłe cele. Pozwala to na bieżącą ocenę zakresu, jakości, efektywności

¹⁹ „Ensuring the Integrity of Futures & Swaps Market” – Commodity Futures Trading Commission’s motto.

²⁰ “(...) an ancient legal device called »qui tam pro domino rege quam pro se ipso in hac parte sequitur« – (...) knowingly submitted or caused the submission of false or fraudulent claims to the United States” [www 3].

i wolumenu informacji przekazywanych przez sygnalistów do agencji. Wspiera ich rozwój, zwiększa skuteczność, edukuje i upowszechnia ww. Programy wśród społeczeństwa [SEC, 2017a, s. 2-3].

Podsumowanie

Wprowadzenie do porządku prawnego DFA pozwoliło poprzez implementację „Ostatecznych Reguł” wyposażyć SEC w dodatkowe kompetencje i zapewnić uszczegółowienie ram regulacyjnych Programu [U.S.C., 2010a, s. 1841-1850].

Podsumowaniem skuteczności Programu, w kontekście poruszonego na wstępie aspektu adaptacji rozwiązania do krajowego systemu jako jednego z rozwiązań zapobiegania wielomilionowym skandalom finansowym, naruszającym zaufanie do rynku w skali narodowej, niech będzie jedna z ostatnich informacji przekazana do wiadomości publicznej przez SEC.

Trzech sygnalistów na stanowiskach dyrektorskich w Merrill Lynch przekazało informację do SEC o niewłaściwym, bezprawnym wykorzystaniu aktywów klientów w postaci nadużyć na poziomie działalności maklerskiej przy obrocie powierzonymi środkami, tym samym dokonując zabezpieczenia praw i ochraniając miliony inwestorów podmiotu Merrill Lynch. Skłoniło to podmiot do przyznania się (w formie ugody) do ujawnionych czynów bezprawnych, zaprzestania takich czynności oraz zapłaty ponad 400 mln dolarów [Schroeder, 2018, s. 1-2].

Powyższe pozwala na konstatację, iż sygnaliści odgrywają kluczową rolę w przekazywaniu do wiadomości SEC, naświetlaniu, upublicznianiu naruszeń i czynów bezprawnych na rynkach finansowych, które inaczej zostałyby wykryte o wiele za późno, już po materializacji wielomilionowych strat po stronie konsumentów, co też miało miejsce kilkakrotnie w Polsce, a czego najprawdopodobniej udałooby się uniknąć, czy też zminimalizować negatywny efekt, gdyby w krajowym systemie prawnym istniał bliźniaczy program o podobnej charakterystyce.

Jako bezpośredni świadkowie wewnętrznych nieprawidłowości sygnaliści są potężnymi oponentami korupcji wewnętrznej. Ich odważne czyny pomagają ochronić stanowiska pracy i inwestorów, zapewniać uczciwy obrót i funkcjonowanie rynków – umożliwiają formację kapitału [Labaton Sucharow LLP, 2017, s. 1]. Jednocześnie SEC i inne agencje zapewniają odpowiednie warunki dla coraz sprawniejszego funkcjonowania Programów: poufność danych i informacji, bezpieczeństwo, pełną ochronę antyretaliacyjną, a także odpowiednie nagro-

dy finansowe i pochwałę dla ich odwagi i uczciwości, które w USA spotykają się z ogromnym uznaniem zarówno wśród społeczeństwa, jak i na rynkach [Marshall, 2017, s. 2-7, 68].

Jak podkreśla A. Ceresney – Dyrektor Departamentu Egzekwowania Praw SEC, sygnaliści wyświadczać społeczeństwu nieocenioną przysługę publiczną, wskazując na transformacyjny wpływ Programu w kontekście wykrywania czynów bezprawnych, usprawniania i przeprowadzania postępowań [Ceresney, 2016, s. 1-5].

Program niezwykle pozytywnie wpływa na egzekwowanie FSL, a w związku z ciągłą ewolucją i usprawnianiem w nadchodzących latach nadal będzie wspierać misję Agencji w zakresie ochrony inwestorów i rynków w jeszcze intensywniejszym stopniu, kontrybuując do prymarnego ustawowego zadania SEC – ochrony inwestorów na rynkach, zwiększenia efektywności rynków, stworzenia środowiska pełnego zaufania pozwalającego na formację kapitału i pełnienie wszystkich swoich funkcji nieprzerwanie [SEC, 2017a, s. 1-3].

Odpowiednie efekty mogłyby być widoczne również w Polsce, po włączeniu do systemu prawnego programu o podobnej charakterystyce, co byłoby zjawiskiem pożądanym i znacząco przyczyniłoby się do zwiększenia kompetencji, kooperacji i skuteczności organów nadzoru i unowocześnienia jego mechanizmów, zwiększenia ochrony inwestorów, co obecnie jest przedmiotem projektowanych ustaw i debat. Odbudowałoby to i zwiększyłoby zaufanie inwestorów do rynku finansowego w Polsce, czego próby podejmują się organy i instytucje szukające obecnie rozwiązań mogących pomóc w osiągnięciu takich celów [Sejm RP – Druk 2812-U, 2018, s. 1-7; Sejm RP – Druk 2812-P, 2018, s. 1-29; Morawiecki, 2018, s. 1].

Literatura

- Ambler D., Massaro L., Stewart K. (2017), *Sarbanes Oxley Act, Planning & Compliance*, K&L Gates LPP, Wolters Kluwer, L&B, NY, 2017-2 Supp., s. 2-148-2-149.
- Ceresney A. (2016), Speech, Andrew Ceresney, Director, SEC Division of Enforcement, *The SEC's Whistleblowers Program*, 16th Ann. TAFC, Washington.
- Champ N. (2013), Speech, Norm Champ, Director of the SEC Division of Investment Management, *Remarks to the 2013 Mutual Fund & Investment Management Conference*, Palm Desert, California.
- Chilton B. (2010), Statement of Commissioner Bart Chilton, *Statement Regarding CFTC-SEC Cooperation*, U.S. Commodity Futures Trading Commission, Washington.

- Cooper H. (2010), *Obama Signs Overhaul of Financial System*, NY Times, Business, New York.
- Cornell Law School (2018), *SEC Law History*, Legal Dictionary and Encyclopedia, Legal Information Institute, WEX.
- The Department of Justice (2012), *False Claim Act Cases, Gov. Intervention in qui tam (whistleblower) suits*, DoJ, Washington.
- Desai U. (2012), *Crying Foul: Whistleblower Provisions of the Dodd-Frank Act of 2010*, "Loyola University Chicago Law Journal", Vol. 43, Iss. 2, Winter, Loyola University Chicago L.S., Chicago, s. 427-429.
- Dobrzańska M. (2017), *Rusza program dla sygnalistów*, Komunikat prasowy z dnia 10.04.2017, UOKiK, Warszawa.
- Federal Register (2011), The Daily Journal of US Gov., *Securities Whistleblower Incentives & Protections*, 76 Fed. Reg. 34, 300, 34,325, FR, Washington.
- Fletcher E. III (1988), *Sophisticated Investors under the Federal Securities Laws*, "Duke Law Journal", No. 6, Vol. 1988, Duke University.
- Genusso J. (1988), *Section 17(a) of the Securities Act of 1933 and an Implied Action: An Answer Is in Sight*, "Journal of Civil Rights and Economic Development", Vol. 3, Iss. 2, St. John's University School of Law, za: J.S. Ellenberger, E. Mahar, *Legislative History of the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934* (Senate Report No. 47, 73rd Congress, Session 1 (1933)), Law Librarians' Society of Washington, D.C., by F.B. Rothman, 1973.
- Hazen T.L. (2003), *Federal Securities Law*, 2nd ed., Federal Judicial Center, s. 1-6.
- Hermalin B.E. (2004), *Lectures on Corporate Governance*, IST Penn State University.
- Internal Revenue Service (2017), *IRS Whistleblower Program, FY 2016 Annual Report to the Congress*, Washington.
- Jakubiec A. (2014), *Opcja jako instrument finansowy na rynku kapitałowym*, WPiA Uniwersytet Łódzki, Łódź.
- JUSTIA, U.S. Sup. Court (1943), *SEC vs. C. M. Joiner Leasing Corp.*, SEC vs. Joiner Corp., 320 U.S. 344.
- JUSTIA, U.S. Sup. Court (1946), *SEC vs. W.J. Howey Company and Howey-in-the-Hills Service*, 1946, SEC vs. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 301.
- JUSTIA, U.S. Sup. Court (1975), *United Housing Fund. Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, Page 421 U.S. 849.
- Kern A. (for ECON) (2018), *Marketing, Sale and Distribution, Mis-selling of Financial Products*, European Parliament, ECON, Directorate-General for Internal Policies, European Union, s. 1-33.
- Koszowski M. (2015), *Rozumowanie per analogiam w prawie precedensowym: dwa ujęcia analogii*, „Roczniki Nauk Prawnych”, T. XXV, nr 1, Towarzystwo Naukowe KUL, Lublin.
- Labaton Sucharow LLP (2017), *SEC Whistleblower Program Handbook*, New York.
- Labaton Sucharow LLP (2018), *Whistleblowers Advocate, Sanctions Database*, New York.

- Levy S. (2016), *Regulation of Securities: SEC Answer Book 2016-2 Supplement*, 4th ed., Wolters Kluwer, Law and Business, New York, Ch(20).
- Levy S. (2017), *Regulation of Securities: SEC Answer Book*, 5th ed., Wolters Kluwer, New York, Ch(21, 22).
- Malloy M.P. (1983), *The Definition of Security*, *Marine Bank v. Weaver*, "Boston College Law Review", Vol. 24, Iss. 4, Boston Coll., s. 1053-1085.
- Marshall D.J. (2017), *SEC Whistleblower Practice Guide*, Katz, Marshall & Banks, LLP, Washington.
- Michaels R. (2006), *American Law (United States) Encyclopedia of Comparative Law*, Duke University School of Law.
- Morawiecki M. (2018), Prezes Rady Ministrów Mateusz Morawiecki, *O zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru oraz ochrony inwestorów na rynku finansowym*, Pismo do Marszałka Sejmu z dnia 4.12.2018, sygnatura RM-10-128-18, Warszawa.
- Niechciał M. (2018), Prezes UOKiK, Marek Niechciał, *Jak zmniejszyć ryzyko na rynku finansowym*, Komentarz z dnia 19.09.2018, UOKiK, Warszawa.
- Piowar M. (2015), *A Fair, Orderly, and Efficient SEC*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Posted on Feb. 25, 2015, Harvard College.
- Rezaee Z., Riley R. (2010), *Financial Statement Fraud, Prevention & Detection*, 2nd ed., Wiley & Sons, New Jersey.
- Robbins Collection (2010), *The Common Law and Civil Law Traditions*, School of Law (Boalt Hall) University of California at Berkeley.
- Schroeder P. (2018), *U.S. SEC Awards Merrill Whistleblowers a Record \$83 mln*, Reuters, London.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) (2010, 2011a), *Proposed & Final Rules*, 17 CFR Parts 240 and 249, Release No. 34-63237; File No. S7-33-10. RIN 3235-AK78.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) (2011b), *Securities Whistleblower Incentives and Protections. Final Rules*, Federal Register, 17 CFR 240 and 249 Part II, Vol 76, No. 113, Government Publishing Office.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) (2012a), *Annual Report on Whistleblower Program – Fiscal Year 2012*, Washington.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) (2012b), Investor Information, Investor Publications, *Researching the Federal Securities Laws*, Washington.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) (2017a), *Annual Report to Congress: Whistleblower Program. Fiscal Year 2017*, U.S. SEC Office of the Whistleblower, Washington.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) (2017b), Office of the Investor Advocate, Report on Objectives FY 2017, Washington.

- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) (2017c), *Agency Financial Report for Fiscal Year 2017*, FY 2017 Agency Financial Reports, Washington.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) (2018), U.S. SEC Office of the Whistleblower, <https://www.sec.gov/whistleblower> (dostęp: 10.01.2018).
- Sejm RP (2018), *Rządowy projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru oraz ochrony inwestorów na rynku finansowym*, Druk 2812, Druki Sejmowe pism z dnia 4 i 18.09.2018, Warszawa (U – Uzasadnienie, P – Projekt).
- Senate Report No. 792 (1934), *73d Cong. 2nd Session, I* [w:] *Legislative History of the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934, Item 17.1*, U.S. GPO, Washington.
- Tily S.C. (2015), *National Security Whistleblowing vs. Dodd-Frank Whistleblowing: Finding a Balance and a Mechanism. What Is a Security*, “Washington & Lee Law Review” Vol. 35, Iss. 3, Law School Journals at Washington.
- U.S.C. (The United States Code) (2010a), *Dodd-Frank, Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No. 111-203 H.R. 4173, U.S. Government Publishing Office.
- U.S.C. (The United States Code) (2010b), *Journal of the Senate of the U.S.A. 111th Congress, Dodd-Frank Act*, Pub. L. No. 111-203, § 922(a), 124 Stat 1841.
- U.S.C. (The United States Code) (2011), *Securities Exchange Act Release No. 64545, “Adopting Release”*, Final Rules. Rules and Regulations. *Final Rule. RIN 3235-AK78*, s. 26-38.
- U.S.C. (The United States Code) (2012), *Staff Communications with Individuals Reporting Possible Securities Law Violations*, Code of Federal Regulations 17 C.F.R. § 240.21F-17(a), Code of Federal Regulations.
- U.S.C. (The United States Code) (2016), *False Claims Act (1863)*, 31 U.S.C. §§ 3729-3733, *Lincoln Law* (amended), U.S. GPO.
- Wash. & Lee L. Rev. 847 (1979), I. *What Is a Security?*, 36 Wash & Lee L. Rev., Vol. 36, Iss. 3(8), <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol36/iss3/8> (dostęp: 4.01.2018).
- White M. (U.S. Securities and Exchange Commission) (2015) Speech, Mary J. White, SEC Chair, *The SEC as the Whistleblower’s Advocate*, Garrett Institute, Northwestern Law School, Washington.
- [www 1] Securities and Exchange Commission, Teleinformatyczna baza listów *amicus curiae*, <https://www.sec.gov/litigation/amicusbriefs.shtml> (dostęp: 10.03.2018).
- [www 2] *About the SEC. The Mission of the SEC*, www.sec.gov (dostęp: 10.03.2018).
- [www 3] https://www.justice.gov/sites/default/files/civil/legacy/2011/04/22/C-FRAUDS_FCA_Primer.pdf (dostęp: 10.03.2018).

**INNOVATIVE INVESTORS' PROTECTION INSTRUMENT –
SEC WHISTLEBLOWER PROGRAM UNDER THE FEDERAL
SECURITIES LAWS**

Summary: The aim of this article is to introduce and present a comprehensive, innovative tool – the Whistleblower Program incorporated to the laws of financial markets in the USA, together with its institutions and legal framework on which it is embedded. This program may be an element of solutions currently sought in Poland which, after appropriate adaptation to domestic conditions, may significantly contribute to increase competences, cooperation and effectiveness of bodies, modernise market supervision, enhance investor protection; what is currently the subject of postulates, projects and debates among: Parliament, Ministries, UOKiK, KNF, KDPW, and the entire financial market, in the context of numerous abuses of national range and social pressure aimed at preventing such situations. This would enable early detection of abuses and facilitate counteracting massive frauds, rebuild and increase investor confidence in the financial market. Proposed solution may supplement all above-mentioned solutions. The Program, though still evolving and improved – due to its comprehensiveness and innovativeness, is an extraordinary efficient tool, a visibly effective solution, which will be presented in the article.

Keywords: Federal Securities Laws, financial market, market supervision, protection of investors' rights, market abuses.