

Czesław Martysz
Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Prawne i ekonomiczne aspekty karalności *insider tradingu*

1. Wprowadzenie

Bezpodstawne ujawnianie lub wykorzystywanie informacji poufnych i tajemnicy zawodowej w obrocie papierami wartościowymi, zwane *insider tradingiem*, to jedno z coraz częściej popełnianych przestępstw na rynku kapitałowym. Z jednej strony, jego powszechność jest rezultatem nieznamomości przepisów prawa przez uczestników rynku kapitałowego. Z drugiej zaś, przestępstwo to umożliwia realizację szybkich i nadzwyczajnych zysków, i to bez zastosowania specjalistycznej wiedzy i doświadczenia w zakresie funkcjonowania rynków finansowych¹. Co więcej, specyfika *insider tradingu* implikuje poważne trudności w odnalezieniu wyraźnej linii dzielącej naruszenie prawa od zwykłej transakcji giełdowej.

Celem niniejszego artykułu jest omówienie zarówno prawnych, jak i ekonomicznych aspektów *insider tradingu* oraz próba zakwestionowania zasadności jego penalizacji. W swych rozważaniach z punktu widzenia prawa główny nacisk położyłem na rodzimy rynek kapitałowy.

¹ M. Waga, *Insider trading. Wiadomości, które mogą zachwiać kursem, Zwalczenie przestępczości finansowej*, „Dziennika Gazeta Prawna” (dodatek) 12 kwietnia 2011, s. 8.

2. Istota *insider tradingu*

Najważniejszym polskim aktem prawnym definiującym zagadnienia związane z *insider tradingiem* jest ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 22 lipca 2005 r.² Jej powstanie było wynikiem przystosowania prawa polskiego do zaleceń dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady z 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystania informacji poufnych i manipulacji na rynku³, zwanej potocznie **dyrektywą Market Abuse**. Dyrektywa ta nałożyła na państwa członkowskie obowiązek wprowadzenia szeregu istotnych rozwiązań prawnych, stanowiących kamień milowy w zapewnianiu bezpieczeństwa i przejrzystości publicznego obrotu instrumentami finansowymi. Dyrektywa po raz pierwszy definiuje bowiem takie pojęcia, jak instrument finansowy, informacja poufna oraz manipulacja instrumentem finansowym czy wykorzystywanie informacji poufnych⁴.

Ogólnie rzecz biorąc, zagadnienia związane bezpośrednio z ochroną tajemnicy zawodowej i informacji poufnych funkcjonują we wspólnym obszarze gospodarczym. Treści stanowiące tajemnicę zawodową są często informacją poufną i odwrotnie, obydwa pojęcia krzyżują się⁵. Mimo iż zagadnienia te są przedstawiane w literaturze przedmiotu pod wspólnym szyldem *insider trading*, pamiętać należy o dzielących je różnicach. **Tajemnica zawodowa** to informacja uzyskana podczas podejmowania czynności służbowych w ramach stosunku zatrudnienia i pracy⁶, odnosząca się głównie do chronionych prawem interesów tych podmiotów, które biorą udział w obrocie instrumentami finansowymi lub też funkcjonują w ramach działalności objętych kontrolą organu nadzoru. Tajemnicą zawodową są dane osobowe strony umowy czy też opis sytuacji majątkowej. Osobą wykorzystującą tajemnicę zawodową może być makler zawierający pewne transakcje w oparciu o skład portfeli swoich klientów, do których ma bezpośredni dostęp z racji pełnionych obowiązków służbowych⁷.

² Ustawa z dnia 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1538.

³ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation – market abuse.

⁴ I. Pieczyńska-Czerna, P.K. Grabowski, *Dyrektywa Market Abuse w krajowym porządku prawnym. Zagadnienia wybrane*, KPWiG, 1 stycznia 2006, s. 3.

⁵ A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 272.

⁶ Art. 147 ustawy z dnia 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1538.

⁷ Innym przykładem wykorzystania tajemnicy zawodowej jest *front-running*, czyli dokonywanie przez brokera wyprzedających transakcji giełdowych na własny rachunek przy jednoczesnym wykorzystywaniu informacji o zleceniach swoich klientów.

Informacją poufną⁸ jest informacja określona w sposób precyzyjny, dotycząca bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku instrumentów finansowych albo zbywania lub nabywania takich instrumentów, która nie była przekazana do publicznej wiadomości, ale jej ujawnienie **mogłaby znacząco wpłynąć na cenę danego waloru lub powiązanych z nim instrumentów pochodnych**. Kwestią dyskusyjną wydaje się tutaj uwzględnianie informacji dotyczącej emitenta pośrednio (np. dane gospodarcze), ponieważ rodzi się ryzyko braku możliwości identyfikacji takiej informacji⁹. Kolejnym kryterium uznania danej informacji za poufną jest jej **precyzyjny charakter**, ponieważ musi ona wskazywać na okoliczności lub zdarzenia zaszłe lub wysoce prawdopodobne (czasowe są nieograniczone). Kryterium takiego nie spełniają np. plotki i raporty tworzone na podstawie informacji powszechnie znanych. W definicji informacji poufnej należy skupić uwagę na przymiotniku „istotny”, gdyż jest to określenie nieostre i trudne w interpretacji. Przyjmuje się, że **istotność** danej informacji przejawia się jej potencjalnym wpływem na zachowanie kursu emitenta, a zatem jej **charakterem cenotwórczym**. Bazując na interpretacji Komitetu Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych, poufny charakter mają np. informacje bieżące i okresowe, prospekt emisyjny, a także informacje o zdarzeniach mogących mieć wpływ na kurs instrumentu przez ich upublicznienie. Zauważyć należy, że ustawodawca nie przewiduje samoistnego bytu informacji poufnej¹⁰, ponieważ jest ona zawsze powiązana z posiadającą ją osobą fizyczną. W kategoriach normatywnych trafne wydaje się zatem wprowadzenie listy osób posiadających dostęp do informacji poufnych, zwanej **listą insiderów**, która w odniesieniu do każdej informacji poufnej jest obowiązkowo przekazywana do Komisji Nadzoru Finansowego (KNF)¹¹. Istnieje również **obowiązek informowania o transakcjach akcjami emitenta**, dokonywanych przez osoby mające dostęp do informacji poufnych emitenta oraz jego zarządzających. Spółki powinny lepiej chronić dostęp do informacji poufnych, by móc przeciwdziałać powstawaniu pokus nadużycia¹². Jeszcze lepszym rozwiązaniem wydaje się jednak upublicznianie tego typu informacji tuż po ich uformowaniu

⁸ Art. 154 ustawy z dnia 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1538.

⁹ Przepis taki wynika ze zbyt dosłownego przyjęcia dyrektywy Market Abuse; por: M. Glicz, *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 10, s. 54.

¹⁰ A. Płońska, *Insider Trading – przestępstwo ujawnienia lub wykorzystania tajemnicy zawodowej i informacji poufnych*, „Nowa Kodyfikacja Prawa Karnego” 2007, nr 21, s. 72.

¹¹ Art. 158 ustawy z dnia 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1538.

¹² A.K. Kluczny, *Nieczysta gra*, „Gazeta Bankowa” 3 grudnia 2007.

się, co pozwoliłoby niemal całkowicie wyeliminować zjawisko *insider tradingu*. Ramy definicji zamyka **kryterium poufności**. Przesłanka poufności będzie spełniona wyłącznie wtedy, gdy określona informacja nie została jeszcze przekazana do publicznej wiadomości. Cechy poufności nie spełnia jednak informacja, o której nieograniczona liczba osób mogłaby się dowiedzieć. Jeżeli tajemnicą poliszynela jest przysłała fuzja dwóch spółek publicznych, to takiej informacji obowiązek publikacyjny teoretycznie nie dotyczy, choć wspomnienie o niej będzie postrzegane jako *bon ton* emitenta. Ustawodawca nie definiuje jednak precyzyjnie, czym faktycznie jest przekazywanie informacji do publicznej wiadomości: czy jest to na przykład rozmowa kilku osób na ulicy albo zamieszczenie raportu okresowego na ogólnodostępnym serwerze, ale bez podawania na stronie internetowej odnośnika do niego?

Informacja przestaje być poufna wraz z końcem tzw. **okresu zamkniętego**¹³, w czasie trwania którego osoby zatrudnione w spółce publicznej¹⁴ (np. członkowie zarządu czy zwykli pracownicy) nie mogą zbywać lub nabywać na własny rachunek lub rachunek osoby trzeciej żadnych instrumentów finansowych powiązanych z tą spółką. Okres zamknięty obejmuje czas od uzyskania informacji poufnej do momentu jej upublicznienia (dla raportu rocznego nie można dokonywać żadnych transakcji na dwa miesiące przed ogłoszeniem raportu). W Polsce naruszenie okresu zamkniętego pociąga za sobą nałożenie kary administracyjnej przez organ nadzoru. W tym przypadku nie ma znaczenia, czy dana osoba dokonywała faktycznych transakcji w oparciu o informację poufną, ponieważ odpowiedzialność administracyjna rodzi się wyłącznie w oparciu o sam fakt dokonania takiej transakcji. W prawie polskim istnieje **kilka sytuacji, których okres zamknięty nie dotyczy**, przykładowo gdy osoba wtajemniczona zleciła zarządzanie swoim portfelem firmie inwestycyjnej (tzw. „ślepy portfel”), nie miała dostępu do danych finansowych, na podstawie których dany raport został sporządzony¹⁵ lub też objęła akcje w ramach praw poboru lub opcji menedżerskich. **Wykorzystywaniem informacji poufnej** jest zbywanie lub nabywanie instrumentów finansowych na rachunek własny lub należący do osoby trzeciej, w oparciu o informacje poufne będące w posiadaniu tej osoby. Wykorzystywaniem jest również udzielanie rekomendacji albo nakłanianie

¹³ Art. 159, pkt 2 ustawy z dnia 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1538.

¹⁴ Jest to spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Por. art. 4 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005, Nr 184, poz. 1539.

¹⁵ Przykładem może być pracownik biura maklerskiego, który jest oddzielony tzw. „chińskim murem” od departamentu analiz, co skutecznie uniemożliwia wewnętrzny przepływ informacji poufnych.

innych do powyższych czynności¹⁶. Przepięstwem nie jest natomiast nakłanianie innych do powstrzymania się od nabycia lub zbycia danego instrumentu, przekazywanie informacji poufnej uprawnionym organom państwowych oraz np. koledze z pracy, jeżeli czynność ta zawiera się w katalogu obowiązków pracowniczych. Musimy mieć pewność, że osoba, której tajemnicę przekazujemy, zachowa jej poufność¹⁷. Według prawa polskiego, do potencjalnego kręgu osób podejrzanych o **wykorzystywanie i ujawnianie informacji poufnych** należą zarówno osoby mające dostęp do informacji poufnych przed ich upublicznieniem, jak i osoby trzecie, które nieświadomie bądź świadomie weszły w posiadanie takiej informacji. W praktyce przestępstwem jest zatem wykorzystywanie informacji poufnych przez osobę, która weszła w ich posiadanie zupełnie przypadkowo. Przepis ten jest bardzo rygorystyczny i niejasny, ponieważ sugeruje inwestorowi każdorazową weryfikację setek docierających do niego informacji pod kątem ich ewentualnej poufności, co w praktyce okazuje się zupełnie niewykonalne.

Ujawnienie informacji poufnej jest przestępstwem, jeśli informacja ta 1) spełnia kryterium poufności, 2) została ujawniona nieuprawnionej osobie i 3) ujawnienie to miało miejsce przed upublicznieniem danej informacji. Teoretycznie zatem najskuteczniejszym sposobem zapobiegania tego typu ujawnieniom byłoby skrócenie czasu pomiędzy momentem powstania informacji poufnej a jej upublicznieniem. W praktyce jednak nie każda informacja poufna o charakterze cenotwórczym podlega publikacji, czego przykładem może być informacja o planowanych zleceniach na akcjach emitenta, składanych przez duży fundusz inwestycyjny. Informacja taka, choć niewątpliwie wpłynie na cenę akcji emitenta, nie jest dla niego w żaden sposób dostępna, aż do samego momentu złożenia zlecenia¹⁸. Powyższe przykłady pokazują wysoki stopień komplikacji problematyki *insider tradingu*.

3. Ewolucja przepisów prawa a skuteczność ścigalności *insider tradingu*

Proces penalizacji *insider tradingu* rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych. W roku 1934 uchwalono tam ustawę **Securities Exchange**¹⁹, która stanowiła jednocześnie

¹⁶ Art. 156, pkt 4 ustawy z dnia 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1538.

¹⁷ Art. 156, pkt 6–8 ustawy z dnia 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1538.

¹⁸ M. Waga, *op.cit.*, s. 8.

¹⁹ Securities Exchange Act of 1934, Public Law 73–291, 48 Stat. 881.

ramę dla stworzonej rok wcześniej instytucji chroniącej rynek kapitałowy, jaką była **United States Securities and Exchange Commission (SEC)**. Dopiero w roku 1984 amerykański kongres uchwalił ustawę **Insider Trading Sanctions**²⁰, po raz pierwszy definiującą sankcje karne dla przestępstw wykorzystywania informacji poufnych. Amerykańskie sądy federalne mogły już wymierzać w postępowaniu cywilnym karę równą trzykrotności korzyści lub strat uzyskanych przez *insidera*²¹. Tu pojawia się przytaczany już dylemat, w jaki sposób należy te korzyści wycenić, zakładając jednocześnie niewykonanie przez *insidera* określonych transakcji.

W roku 1988 ustawa **Insider Trading and Securities Fraud Enforcement**²² wprowadziła z kolei możliwości wytoczenia przez osoby poszkodowane procesu cywilnego i wniosła legalne przyzwolenie na swoiste donosicielstwo. SEC została uprawniona do wypłacania swoim informatorom nagród pieniężnych, których maksymalny pułap wynosił 10% grzywny wymierzonej winnemu *insider tradingu*.

Samo zaostrzenie przepisów prawa nie zawsze przynosi natychmiastowy skutek w postaci malejącej liczby popełnianych przestępstw, ponieważ drugim ważnym elementem jest skuteczność ścigania naruszeń tych przepisów i wymierzania odpowiednich sankcji. Można dostrzec dysonans pomiędzy czasem wejścia w życie przepisów zakazujących *insider trading* a okresem wymierzania pierwszych kar. W USA, gdzie już w 1934 r. wprowadzono zakaz *insider tradingu*, pierwszy wyrok skazujący zapadł dopiero w roku 1961. Dotyczył on maklera, który usłysawszy od osoby wtajemniczonej o rezygnacji przez pewne przedsiębiorstwo z wypłaty dywidendy, sprzedał przed upublicznieniem tej informacji akcje tej spółki, będące w posiadaniu jego klientów i rodziny. Został on skazany na 3 tys. dolarów grzywny i 20 dni zakazu wykonywania zawodu²³. Obecnie bohaterem największej w historii afery *insider tradingu* jest pochodzący ze Sri Lanki miliarder **Raj Rajaratnama**. Zarzucono mu, że kierowany przez niego fundusz hedgingowy Galleon Group mógł zarobić ponad \$20 mln, m.in. na akcjach *Google*²⁴, hoteli Hilton i koncernu IBM dzięki informacjom poufnym, otrzymywanym od zarządzających funduszami inwestycyjnymi, pracowników IBM, Intela oraz firmy doradczej McKinsey. W listopadzie 2011 r. Raj Rajaratnam został skazany na karę 92,8 miliona dolarów i 11 lat więzienia w procesie cywilnym wytoczonym przez SEC.

²⁰ Insider Trading Sanctions Act of 1984, Public Law 98–376, 98 Stat. 1264.

²¹ Por. M. Dusza, *Przestępstwa na rynku kapitałowym*, Oficyna Wydawnicza „Zarządzanie i Finanse”, Warszawa 2003, s. 28.

²² Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, Public Law 100–704, 102 Stat. 4677.

²³ *The fight against crooked trading gathers pace*, „The Economist” 15 October 2011.

²⁴ *Rajaratnam arrest triggers insider-trading crackdown*, „OpRisk & Compliance” October 2009.

4. Rozwój rynku i technologii a skala *insider tradingu*

O ile częstotliwość zdarzeń związanych z *insider tradingiem* wydaje się, że rośnie proporcjonalnie do wielkości obrotów i rozmiarów samego rynku kapitałowego, o tyle stopień wykrywalności tych przestępstw wzrósł drastycznie dzięki rozwojowi technologii komunikacji (np. e-maile, telefony komórkowe) oraz stosowaniu zaawansowanych metod śledczych (np. podsłuchy, systemy analizy danych transakcyjnych). Wydaje się zatem, że powodem początkowej beczynności systemu karnego nie była rzadkość przestępstw, lecz trudności w odnajdywaniu twardych dowodów *insider tradingu*. Jak bowiem można udowodnić komuś, że kupił lub sprzedał akcje w oparciu o posiadane informacje poufne? *Insider tradera* stosunkowo rzadko udaje się złapać na gorącym uczynku. Trudności procesowe obrazuje publikowana przez KNF statystyka ścisłości ujawniania lub wykorzystania informacji poufnej lub zawodowej w Polsce w latach 2002–2008. W okresie tym KNF skierowała do prokuratury 109 zawiadomień o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, z czego prokuratura sformułowała zaledwie 13 aktów oskarżenia, a jedynie 6 z nich zakończyło się wydaniem wyroku skazującego lub warunkowym umorzeniem²⁵. Niską skuteczność orzekania trudno zawdzięczać specyfice polskiego wymiaru sprawiedliwości, ponieważ w przypadku Stanów Zjednoczonych proporcje te są do siebie zbliżone²⁶.

Najczęściej stosowaną linią obrony osób oskarżonych o wykorzystywanie poufnych informacji jest przypadkowa zbieżność treści informacji poufnej z zawartymi przez oskarżonego transakcjami. Granica pomiędzy spekulacją a *insider tradingiem* jest trudna do wyznaczenia, co sprawia, że akty oskarżenia bazują na dowodach, które mogą być stosunkowo łatwo odrzucone przez obronę. Z drugiej strony, z uwagi na mnogość możliwych form przekazywania informacji, udowodnienie tego rodzaju naruszeń niejednokrotnie wymaga analizy ogromnych ilości zarejestrowanych danych oraz oceny biegłych. Amerykański nadzór SEC przeprowadził już wiele spektakularnych aresztowań *insider traderów*, poprzedzonych akcjami podsłuchowymi i wnoszonymi donosami²⁷. Krytykowano go za poświęcanie uwagi wyłącznie dużym medialnym przypadkom naruszeń, co rzekomo miało przynieść efekt prewencyjny dla całego rynku. Pomimo takiej „psychozy” i armii ludzi walczących z nieuczciwością, *insider tradingu* nie uda się ostatecznie wyeliminować.

²⁵ Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych KPWiG i KNF, por.: http://www.knf.gov.pl/o_nas/urząd_komisji/sprawozdanie_z_dzialalnosci/index.html

²⁶ M. Dusza, op.cit. s. 29.

²⁷ *After the Galleon verdict*, „The Economist” 11 March 2011.

5. Dlaczego *insider trading* jest zabroniony?

Insider trading jest współcześnie zakazany, ponieważ godzi w jeden z fundamentów rynku kapitałowego, jakim jest powszechny i równy dostęp wszystkich jego uczestników do informacji. W przypadku informacji poufnej ustawodawca duże znaczenie przypisuje właśnie złamaniu zasady równości uczestników rynku kapitałowego i ich jednakowego dostępu do tych informacji, które kształtują decyzje inwestorów, determinując tym samym pośrednio kształtowanie się cen walorów²⁸. Spółki publiczne są zobowiązane do podawania do publicznej wiadomości szeregu informacji dotyczących m.in. ich bieżącej działalności biznesowej²⁹. Osobom blisko związanym ze spółką publiczną (zwanym osobami wtajemniczonymi) nie wolno dokonywać żadnych transakcji dopóty, dopóki poufna informacja przestanie nią być, czyli zniknie tym samym asymetria (przewaga) informacyjna. Częściowa nieświadomość szkodliwości społecznej, pokusa zysków i trudny formalnie proces udowodnienia winy sprawiają, że pomimo coraz szerszych restrykcji, liczba przypadków *insider tradingu* z roku na rok wcale nie maleje³⁰.

5.1 *Insider trading* a manipulacja instrumentami finansowymi

Dla celów poznawczych warto zwrócić uwagę na istotną różnicę pomiędzy *insider tradingiem* a manipulacją. **Istotą manipulacji** jest osiągnięcie pewnych korzyści majątkowych dzięki wywołaniu sztucznej zmiany ceny instrumentów finansowych, która jest wyznacznikiem ich atrakcyjności na rynku. Bardzo niebezpieczna okazuje się sytuacja, kiedy cena rynkowa nie jest wypadkową popytu i podaży, ale celowych działań przestępczych. W uproszczeniu można przyjąć, że manipulant „wie”, jak będzie kształtowała się cena danego instrumentu, ponieważ świadomie dąży do jej ustalenia. Z kolei o *insider tradingu* mówi się wtedy, gdy ktoś wykorzystuje posiadaną przez siebie informację, która nie jest powszechnie dostępna. *Insider* jest zatem uprzywilejowany w stosunku do innych inwestorów i przewagę tę może błyskawicznie przekuć w pewną korzyść. Różnica pomiędzy *insider tradingiem* a manipulacją polega jednak na tym, że w przeciwieństwie do manipulanty, *insider*

²⁸ A. Płońska, op.cit., s. 69.

²⁹ Art. 56 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005, Nr 184, poz. 1539.

³⁰ Na podstawie raportów KNF oraz <http://www.sec.gov/spotlight/insidertrading.shtml>.

nie tworzy żadnego negatywnego zjawiska, a jedynie wykorzystuje na swoją korzyść już zaistniałą **asymetrię informacyjną**. O ile manipulacja prowadzi do oderwania się cen instrumentów finansowych od ich wartości godziwej, o tyle *insider trading* działa dokładnie w drugą stronę. Warto w tym miejscu podkreślić, że częstym nieporozumieniem jest zaliczanie do pojęcia *insider tradingu* katalogu wszystkich transakcji dokonywanych przez *insiderów* (czyli osoby wtajemniczone), co prawdopodobnie wynika z błędnego tłumaczenia angielskiego wyrażenia *insider trading* jako „transakcje insiderów”. Zakaz *insider tradingu* oznacza zakaz wykorzystywania informacji poufnych jedynie w okresie pomiędzy wejściem osoby wtajemniczonej w posiadanie informacji poufnej aż do momentu jej upublicznienia.

Dla potrzeby dalszych rozważań pozwolę sobie przytoczyć dwie prawdziwe historie inwestycji, w których kluczowe dla końcowego sukcesu było uzyskanie przewagi informacyjnej nad pozostałymi uczestnikami rynku.

Przypadek 1³¹: Henryk Owczarek w 2004 r. był prezesem giełdowej spółki SUWARY. W sierpniu 2004 r., tuż przed publikacją okresowych danych finansowych, kupił on na swój rachunek maklerski 20 000 akcji kierowanej przez siebie spółki. W ciągu dwóch następnych dni kurs wzrósł o prawie 50%, dzięki czemu kupione akcje zyskały na wartości blisko 200 000 złotych. Inwestor swoją transakcję określał jako „zbieg okoliczności”, zapewniając, że kupionych akcji sprzedawać nie zamierza. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd nałożyła na prezesa 8 marca 2005 r. karę 100 000 złotych grzywny, co było pierwszym wyrokiem dla takiego typu przestępstwa w historii giełdy warszawskiej.

Przypadek 2³²: 18 czerwca 1815 r. stoczono pod Waterloo bitwę, w której wojska brytyjsko-pruskie pod wodzą Wellingtona rozgromiły armię napoleońską. Tuż po bitwie gołąb pocztowy dostarczył informację o zwycięstwie osiadłemu w Wielkiej Brytanii bankierowi Nathanowi Rotschildowi, który natychmiast sprzedał dużą ilość obligacji rządu brytyjskiego, nadając temu spory rozgłos. Ówczesni bankierzy uznali, że Napoleon odniósł zwycięstwo, co spowodowało prawdziwą panikę na rynku obligacji. W pewnym momencie Rotschild odkupił jednak obligacje brytyjskiego rządu i gdy wieść o klęsce francuskiego cesarza stała się powszechnie znana, obligacje te w szybkim czasie zyskały na wartości.

W obydwu przypadkach posiadana przewaga informacyjna nad pozostałymi inwestorami doprowadziła w konsekwencji do powstania korzyści finansowej. Z perspektywy dzisiejszych przepisów prawa, działania te uznać można za społecznie szkodliwe, choć jedynie pierwszy przypadek zalicza się do kategorii *insider*

³¹ Prezes skorzystał i ... straci, „Parkiet” 9 marca 2005.

³² J.W. Wójcik, *Oszustwa Finansowe*, JWW, Warszawa 2008, s. 79.

tradingu. Nathan Rotschild był w swoich czasach bardzo znaną postacią i wiedział, że przeprowadzając ostentacyjną sprzedaż obligacji rządu brytyjskiego, z pewnością wywoła u innych inwestorów błędne przeświadczenie co do ostatecznego wyniku bitwy. Takie działanie jest klasycznym przykładem manipulacji³³. Z kolei Henryk Owczarek nie informował nikogo o swoich poczynaniach, a źródłem jego finansowej korzyści było kupienie akcji w obliczu ogłoszonych później przez spółkę dobrych wyników finansowych, nie zaś przekonanie inwestorów do swoich racji. Prezes firmy Suwary został uznany za przestępcę, ponieważ był winny niepodzielenia się z rynkiem informacjami o kierowanej przez siebie firmie.

5.2 *Insider trading* – argumenty za i przeciw legalizacji

Efektywność alokacji kapitału

Analiza ekonomiczna pozwala wysunąć kilka argumentów pochwalających powyższą postawę. *Insider trading* wpływa na przyspieszanie procesu tworzenia się ceny równowagi, tj. ceny dyskontującej wszystkie dostępne informacje (zgodnie z teorią rynków efektywnych), polepszając tym samym **efektywność alokacji kapitału**³⁴. Innymi słowy, reakcja cenowa w przypadku „nieznanych informacji” stałaby się mniej gwałtowna – osoby wtajemniczone, zawierając zawczasu odpowiednie transakcje, odegrałyby tu rolę arbitrów, dając rynkowi sygnał do zajęcia odpowiedniego stanowiska. Wymierną korzyścią byłoby uniknięcie skutków spektakularnych ataków podaży³⁵ lub popytu i możliwość lepszego oszacowania przyszłych cen. Inwestorzy chętniej kupowaliby akcje, nie bojąc się ujawnienia znieścacka zatrważających ich poufnych informacji³⁶. Podobny pogląd wyrażał Milton Friedman, laureat nagrody Nobla z ekonomii z 1976 r. Jego zdaniem, *insider trading* to zjawisko pozytywne, gdyż przyspiesza proces wdrażania nowych informacji na rynku. Uważał on również, że nie powinno się zmuszać osób wtajemniczonych do ujawniania faktu zakupu czy sprzedaży danego instrumentu, ponieważ sama powstała w ich wyniku

³³ Art. 39, pkt. 2 ustawy z dnia 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1538.

³⁴ J. Eichelberger, *Das Verbot der Marktmanipulation*, Duncker & Humblot, Berlin 2006, s. 71.

³⁵ Przykładem może być upadek amerykańskiego giganta branży energetycznej, spółki Enron.

³⁶ Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie publikacja okresowych raportów spółek notowanych w sposób ciągły następować może wyłącznie poza godzinami sesji – możliwość zarobienia na takiej informacji jest dla osoby niewtajemniczonej z technicznego punktu widzenia znikoma, ponieważ kurs następnego dnia prawdopodobnie otworzyłby się wysoką luką, tj. kilkadziesiąt punktów powyżej lub poniżej kursu zamknięcia.

presja popytowa lub podażowa powinna stanowić dla rynku wyraźną informację o zamiarach *insidera*³⁷.

Z drugiej strony, prawo nie może tolerować sytuacji, kiedy w obliczu informacji poufnej o charakterze negatywnym osoba wtajemniczona mogłaby bez jakichkolwiek konsekwencji wyjść z inwestycji po korzystniejszym kursie, aniżeli pozostali inwestorzy (alegoria kapitana opuszczającego tonący okręt w pierwszej kolejności). Żelazny argument stanowi tu fakt, że na rynku finansowym kapitał nie jest produkowany, lecz jedynie redystrybuowany, stąd też **korzyść jednej strony koresponduje ze stratą drugiej**, rozumianą nie tyle fizycznie, lecz jako koszt utraconych możliwości³⁸.

Błyskawicznie pojawia się jednak pytanie, jak wycenić ową korzyść lub stratę? Dyskusja o szkodliwości *insider tradingu* jest skazana na nieusuwalną hipotetyczność, ponieważ stworzenie precyzyjnego scenariusza rynkowego bez zgłoszenia dodatkowej podaży lub popytu ze strony osób wtajemniczonych okazuje się prawie niemożliwe. Po prostu nie jesteśmy w stanie osądzić, jakie decyzje podjęliby inwestorzy nieposiadający informacji poufnych w sytuacji, gdyby *insiderzy* nie zawarli z nimi żadnych transakcji³⁹. Szkoda materialna jest zatem trudna do zmierzenia nawet, jeśli samo przestępstwo zostało podparte niezbitymi dowodami w postaci nagranych rozmów telefonicznych czy wysłanych e-maili. Bez skali poniesionych szkód trudno mówić o sprawiedliwej karze.

Teoria agencji

Za legalizacją *insider tradingu* przemawia również hipoteza, że byłby on dodatkowym bodźcem dla pracowników i kierownictwa spółki, wynagradzając ich zaangażowanie dla dobra przedsiębiorstwa. Współcześnie, zgodnie z **teorią agencji**⁴⁰, następuje rozdział kontroli i własności nad spółką. Istnieje tym samym potrzeba tworzenia czynników stymulujących efektywność osób zarządzających, do których *insider trading* bezapelacyjnie należy⁴¹. Pracownik firmy posiadający jej akcje, powinien być zmotywowany do wyężonej pracy, gdyż jej efekty znalazłyby odzwierciedlenie

³⁷ L. Harris, *Trading & Exchanges*, Oxford Press, Oxford 2003, s. 1–29.

³⁸ Z punktu widzenia prawa inwestor może ponieść szkodę rzeczywistą (łac. *damnum emergens*), jak i szkodę związaną z utraconymi korzyściami (łac. *lucrum cessans*). por. D.R. Fischel, D. Ross, *Should the law prohibit Manipulation In financial markets?*, „Harvard Law Review” 1991, no. 12.

³⁹ D. Stanny, *Spór o informację. Zaufanie do rynków kapitałowych przede wszystkim, Zwalczenie przestępczości finansowej*, „Dziennik Gazeta Prawna” (dodatek) 12 kwietnia 2011, s. 11.

⁴⁰ Ang. *principal-agent-theory*.

⁴¹ J. Eichelberger, op.cit., s. 80.

w długoterminowym wzroście wartości przedsiębiorstwa. Warunkiem koniecznym ewentualnej legalizacji *insider tradingu* wydaje się przykładowo wprowadzenie dla osób wtajemniczonych minimalnego czasu utrzymywania kupionych akcji, aby w ten sposób chęć krótkoterminowego zysku zastąpić wspólnym interesem budowy wartości przedsiębiorstwa w długim terminie.

Insider trading może stanowić furtkę dla *insidera* do manipulacji kursami instrumentów finansowych, choć z ekonomicznego punktu widzenia jest to dla niego nie do końca opłacalne. W warunkach dopuszczalnej tzw. krótkiej sprzedaży⁴² pojawia się obawa, że działania *insidera* nie będą miały na uwadze dobra firmy, lecz wyłącznie powodzenie jego prywatnych transakcji, bowiem łatwiej jest wywołać spadek niż wzrost cen akcji. Zasadniczy kontrargument stanowi długoterminowa nieopłacalność manipulacji akcjami własnej spółki, porównywalna z odcinaniem gałęzi, na której się siedzi. Manipulacja, dokonana w okresie zamkniętym i w oparciu o informacje poufne o negatywnym charakterze, prowadzi bowiem do zachwiania mechanizmu kształtowania cen, mających odzwierciedlać bieżącą wartość spółki. *Insider*-manipulant niszczy zatem bezpośrednio efekty swojej pracy i naraża się akcjonariuszom, ryzykując utratę posady i wiarygodności. Sztuczne wywoływanie spadków cen akcji własnej spółki nie powinno stanowić systemu zachęt dla zarządzających, natomiast kupowanie akcji w momencie ich niedowartościowania już tak. Z drugiej strony, jak pokazują badania przeprowadzone na rynku amerykańskim, pracownicy spółki posiadający instrumenty pochodne (oparte o ceny akcji tejże spółki) są silnie zmotywowani do dokonywania manipulacji ceną instrumentu bazowego⁴³. Jak widać, nie zawsze długoterminowy zdrowy rozsądek zwycięża nad krótkowzroczną chciwością.

Sensowność legalizacji *insider tradingu* można także rozpatrywać w kontekście kosztów jego przeciwdziałania. Jeżeli w pewnej firmie zastosujemy tzw. mechanizm negatywnej selekcji, oparty na dodatkowym wynagradzaniu części menedżerów w zamian za powstrzymanie się od wykorzystywania informacji poufnych, z pewnością znajdą się osoby ulegające pokusie dodatkowego zysku. Koszty utrzymania nieuczciwych menedżerów stałyby się zbyt wysokie, a ponieważ nie byłaby możliwa ich łatwa identyfikacja, jedynym wyjściem stałoby się obniżenie pensji wszystkim bez wyjątku⁴⁴. Optymalnym rozwiązaniem wydaje się wprowadzenie zakazu *insider tradingu* na poziomie całego rynku, co faktycznie nastąpiło.

⁴² Jest to operacja pozwalająca zarabiać na spadkach kursów instrumentów finansowych. por. J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje*, Wig-Press, Warszawa 1999, s. 56–57.

⁴³ J.M. Vanden, *Digital Contracts and Price Manipulation*, „The Journal of Business” 2005, no. 9.

⁴⁴ M. Bitner, *Insider trading – z czym tak naprawdę walczymy?*, „Parkiet” 17 listopada 2009.

Ekonomia kontra moralność

W tym momencie można zaryzykować postawienie hipotezy, że **źródłem zakazu *insider tradingu* nie należy szukać w racjonalności, lecz w moralności**. Według norm etycznych *insider trading* nie jest działaniem niemoralnym, ponieważ nie istnieje zasada nakazująca dzielić się z innymi takimi informacjami, które mogą nam przynieść korzyść. Wyobraźmy sobie, że atrakcyjna kobieta właśnie wprowadza się do nowego mieszkania. Miejscowy mężczyzna spostrzega ją przypadkowo podczas przeprowadzki i szybko decyduje się rozpocząć znajomość, wiedząc o kilku sąsiadach, którzy również byliby nią zainteresowani. Czy mężczyzna ten uczynił coś złego, nie obwieściwszy innym o jej przybyciu?⁴⁵ Ten chwalebny akt dobroczynności nie może być wymuszany przez prawo, ponieważ jest to obdzieranie pomagania innym z cnoty, która wynikać powinna z wykonania takiego czynku w sposób nieprzymuszony⁴⁶. Być może penalizacja *insider tradingu* jest efektem dążeń do rozładowywania pewnych napięć i nierówności społecznych. Należy jednak zauważyć, że choć nikt nie zmusił mężczyzny do podzielenia się informacją o przyjeździe pięknej sąsiadki, to jednak wcześniej nie powstała żadna więź pomiędzy mężczyzną a jego sąsiadami, która taki obowiązek mogłaby uzasadniać.

W przypadku spółki publicznej sytuacja nie jest już tak jednoznaczna, ponieważ akcjonariusze, np. kupując akcje w ofercie pierwotnej, powierzają początkowo swój kapitał przedsiębiorstwu i oczekują w zamian rzetelności i uczciwości ze strony emitenta. Czy zgodna z zasadami etyki jest sytuacja, kiedy osoby wtajemniczone czerpią korzyści finansowe z posiadania tych informacji, które jeszcze do innych akcjonariuszy nie dotarły, choć powinny były dotrzeć do wszystkich i to w tym samym czasie? Wykorzystywanie przez osobę wtajemniczoną informacji poufnych dla osobistych korzyści stanowi **nadużycie stosunku powiernictwa**. Zarząd powierniczy nad spółką publiczną sprowadza się do zobowiązania się przez powiernika (kierownictwo spółki) wobec powierzającego (akcjonariuszy spółki) do prowadzenia przedsiębiorstwa w swoim imieniu, lecz w interesie i ze skutkiem dla ustanawiającego powiernictwo. Stosunek powierniczy bazuje na wzajemnym zaufaniu stron, jednakże co do zasady zakłada ograniczenia swobody dysponowania majątkiem przez powiernika⁴⁷, tak jak w przypadku *insider tradingu*. Do czasu

⁴⁵ T.R. Machan, J.E. Chesher, *A primer on business ethics*, Rowman & Littlefield Publishers, Lanham 2002.

⁴⁶ M. Bitner, op.cit.

⁴⁷ J. Skorupka, *Stosunek powierniczy jako źródło uprawnień i obowiązków ciężących na sprawcy przestępstwa nadużycia zaufania z art. 296 KK*, „Monitor Prawniczy” 2007, nr 1.

upublicznienia informacji poufnej to emitent instrumentów finansowych jest jej wyłącznym dysponentem⁴⁸.

Zniekształcenie cen i „niepewność informacyjna”

Ryzyko niesione przez inwestycję w daną spółkę powinno być całkowicie rozpoznawalne, czemu służyć ma spełnianie licznych **obowiązków informacyjnych**. Zmienność cen zależy od oczekiwań inwestorów, które są z kolei kształtowane poprzez napływające do nich informacje. Ograniczenie kręgu osób mających dostęp do informacji o spółce doprowadzi z pewnością do zniekształcenia ceny jej akcji⁴⁹. Hipotetyczna legalizacja *insider tradingu* stanowiłaby przyzwolenie na istnienie asymetrii informacyjnej wykraczającej poza krąg *insiderów*, którzy mogliby legalnie przekazywać informacje cenotwórcze osobom trzecim, doprowadzając do powstania niejawnego trzeciego obiegu informacji⁵⁰.

Świadomość istnienia lepiej poinformowanych uczestników rynku automatycznie rodzi u inwestorów potrzebę dodatkowej weryfikacji poziomu cen, polegającą przykładowo na zakupie specjalistycznych analiz. Znalezienie wiarygodnych informacji, jeżeli w ogóle możliwe, obarczone jest dużymi kosztami, dlatego też *insider trading* może zwiększać **koszty zawieranych transakcji**. Inwestorzy byłiby bardziej skłoni do wyolbrzymiania swoich strat *ex post*, wynikających z faktu nieposiadania tych informacji, które ktoś z pewnością już doskonale zna. Ponadto, ta swoista „niepewność informacyjna” podnosi ryzyko systematyczne, od którego zależą koszty emisji kapitału. Ciekawych wniosków dostarcza pod tym kątem badanie przeprowadzone przez ekonomistów z uniwersytetu w Indianie. Analizując dane z ponad 103 rynków kapitałowych (z lat 1969–1998), odkryli, że wzmożenie intensywności ścigania przypadków *insider tradingu* przez organy sprawiedliwości doprowadziło do 5% spadku kosztów emisji kapitału. Co ciekawe, samo uchwalenie restrykcyjnych przepisów nie miało tu żadnego empirycznego znaczenia⁵¹.

⁴⁸ J. Szpringer, *Czy insider trading powinien być zakazany? – polemika*, „Trend” styczeń – luty 2012, s. 19.

⁴⁹ M. Gimnich, *Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen – Bestandsaufnahme und Ausblick nach der Marktmissbrauchsrichtlinie und dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes*, Rechtswissenschaftliche Fakultät der Universität zu Köln, Köln 2007.

⁵⁰ J. Szpringer, *op.cit.*

⁵¹ U. Bhattacharya, H. Daouk, *The Word Price of Insider Trading*, Kelley School of Business, Indiana University, January 2000.

Zaufanie inwestorów do rynku

Każda nieprawidłowość na rynku kapitałowym spowodowana *insider tradingiem* niszczy zaufanie inwestorów. Inwestowanie na rynku kapitałowym łączy się z podejmowaniem ryzyka związanego z ciągle zmieniającymi się cenami. Jeśli dodać do tego również ryzyko wynikające z możliwości bycia oszukany przez osobę wtajemniczoną, skala zaufania drastycznie spada i rynek automatycznie przestaje spełniać swą rolę. Zaufanie do niego należy tworzyć, ustanawiając mechanizmy prawne gwarantujące bezpieczeństwo obrotu przy dążeniu do zapewnienia wszystkim jego uczestnikom równości, w szczególności pod kątem dostępu do istotnych informacji cenotwórczych.

Z drugiej strony, penalizacja *insider tradingu*, choć zwiększa bezpieczeństwo rynku kapitałowego, może przyczynić się do **ograniczenia skali jego obrotów**. W prawie amerykańskim posiadacze co najmniej 10% kapitału spółki publicznej mają silnie ograniczone prawa do zawierania transakcji. W efekcie powstaje znaczne rozdrobnienie akcjonariatu, ponieważ nikt nie chce uzależniać się od walorów, których nagła sprzedaż byłaby przestępstwem⁵². Taka regulacja sprzyja także osłabieniu kontroli nad spółką i kształtuje nieuczciwe zachowania kadry zarządzającej. Powszechne i dość radykalne ograniczenie swobody do zawierania transakcji przez osoby wtajemniczone, związane choćby z okresami zamkniętymi, stawia tę grupę inwestorów w gorszej pozycji wyjściowej od pozycji pozostałych uczestników rynku.

6. Podsumowanie

Niejednoznaczne argumenty ekonomiczne przemawiające za zakazem *insider tradingu*, trudności natury dowodowej, a także różnice w kulturowej wrażliwości sprawiły, że przepisy poszczególnych krajów, uchwalone w różnych okresach zeszłego wieku, zakładają zupełnie odmienne poziomy penalizacji tego zjawiska⁵³. Ta niejednoznaczność postaw i ocen w świecie transakcji zawieranych na wspólnym rynku finansowym pokazuje, że nikt nie ma racji. Z punktu widzenia etyki wartościowanie *insider tradingu* zależy od zamiarów i przekonań samego *insidera*. Być może argumentacja zakazu *insider tradingu* powinna być częściej tworzona w oparciu o analizy o charakterze nie jakościowym, lecz ilościowym. Takie przykładowe

⁵² M. Bitner, op.cit.

⁵³ W USA pierwszy zakaz *insider tradingu* pojawił się w roku 1934, natomiast w Niemczech dopiero ponad pół wieku później. por. *The fight against crooked trading gathers pace*, op.cit.

badanie mogłoby opisywać wpływ stopnia legalizacji *insider tradingu* na kluczowe cechy rynku, takie jak wolumen obrotu, koszt pozyskania kapitału, zmienność czy poziom cen instrumentów finansowych.

Podsumowanie rozważań wypada jednak na korzyść przynajmniej częściowej legalizacji *insider tradingu*, chociażby w przypadku osób wchodzących w posiadanie informacji poufnych przypadkowo. Ze względu na niemożność stuprocentowej eliminacji tego zjawiska, angażowanie publicznych pieniędzy w skomplikowany aparat kontroli wydawać się może alegoryczną walką z wiatrakami. Z drugiej strony, trudno znaleźć w praktyce sądowniczej takie rodzaje przestępstw, które udało się skutecznie wyeliminować.

Skoro jednak współczesny świat, z racji informatycznego postępu staje się światem opartym na informacji, to dlaczego powinno się karać inwestorów za jej posiadanie?

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Bhattacharya U., Daouk H., *The Word Price of Insider Trading*, Kelley School of Business, Indiana University, January 2000.
2. Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck, Warszawa 2003.
3. Dusza M., *Najgroźniejsze przestępstwa giełdowe*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2011.
4. Dusza M., *Przestępstwa na rynku kapitałowym*, Oficyna Wydawnicza „Zarządzanie i Finanse”, Warszawa 2003.
5. Eichelberger J., *Das Verbot der Marktmanipulation*, Duncker & Humblot, Berlin 2006.
6. Gimnich M., *Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen – Bestandsaufnahme und Ausblick nach der Marktmissbrauchsrichtlinie und dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes*, Rechtswissenschaftliche Fakultät der Universität zu Köln, Köln 2007.
7. Harris L., *Trading & Exchanges*, Oxford Press, Oxford 2003.
8. Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje*, Wig-Press, Warszawa 1999.

Dokumenty prawne

1. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation – market abuse.
2. Ustawa z dnia 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005, Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.

3. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. z 2005, Nr 184, poz. 1539.

Artykuły prasowe i okolicznościowe

1. *After the Galleon verdict*, „The Economist” 11 March 2011.
2. Bitner M., *Insider trading – z czym tak naprawdę walczymy?*, „Parkiet” 17 listopada 2009.
3. Dajnowicz Ł., *Nowe regulacje*, „Gazeta Bankowa” 2005, nr 30.
4. Fischel D.R., Ross D., *Should the law prohibit Manipulation In financial markets?*, „Harvard Law Review” 1991, no. 12.
5. Glicz M., *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 10.
6. Kluczny A.K., *Nieczysta gra*, „Gazeta Bankowa” 3 grudnia 2007.
7. Machan T.R., Chesher J.E., *A primer on business ethics*, Rowman & Littlefield Publishers, Lanham 2002.
8. Pieczyńska-Czerny I., Grabowski P.K., *Dyrektywa Market Abuse w krajowym porządku prawnym. Zagadnienia wybrane*, KPWiG, 1 stycznia 2006.
9. Płońska A., *Insider Trading – przestępstwo ujawnienia lub wykorzystania tajemnicy zawodowej i informacji poufnych*, „Nowa Kodyfikacja Prawa Karnego” 2007, nr 21.
10. *Prezes skorzystał i ... straci*, „Parkiet” 9 marca 2005.
11. *Rajaratnam arrest triggers insider-trading crackdown*, „OpRisk & Compliance” October 2009.
12. Romanowska A., *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych insider trading*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 9.
13. Sadowska K., *Insider Trading bije rekordy*, „Puls Biznesu” 2010, nr 21.
14. Skorupka J., *Stosunek powierniczy jako źródło uprawnień i obowiązków ciążących na sprawcy przestępstwa nadużycia zaufania z art. 296 KK*, „Monitor Prawniczy” 2007, nr 1.
15. Szpringer J., *Czy insider trading powinien być zakazany? – polemika*, „Trend” styczeń–luty 2012.
16. *The fight against crooked trading gathers pace*, „The Economist” 15 October 2011.
17. Vanden J.M., *Digital Contracts and Price Manipulation*, „The Journal of Business” 2005, no. 9.
18. Waga M., *Insider trading. Wiadomości, które mogą zachwiać kursem, Zwalczanie przestępczości finansowej*, „Dziennik Gazeta Prawna” 12 kwietnia 2011.

19. Welsch P.L., O'Connor R.D., *Market Manipulation and Insider Trading Claims Involving Securities-Based Credit Default Swaps*, „The Corporate & Securities Law Advisor” 2009, no. 11.
20. Wójcik J.W., *Oszustwa Finansowe*, JWW, Warszawa 2008.

Materiały internetowe

1. http://www.knf.gov.pl/o_nas/urzed_komisji/sprawozdanie_z_dzialalnosci/index.html