

Czesław Martysz (doktorant)
Katedra Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

CZY ZAKAZ INSIDER TRADINGU JEST KARANIEM ZA WIEDZĘ?

Wprowadzenie

Oczywiste się wydaje stwierdzenie, że źródłem sukcesów gospodarczych jest przede wszystkim posiadanie precyzyjnej i nieznannej szerszej grupie uczestników rynku informacji pozwalającej danemu przedsiębiorcy na zdobycie przewagi rynkowej. Skoro zatem sukcesy gospodarcze są efektem posiadanej wiedzy i swoistej przewagi informacyjnej, czy powinno się zatem w niektórych przypadkach karać uczestników rynku kapitałowego za jej posiadanie¹? W niniejszym artykule będę starał się przedstawić w syntetyczny sposób argumenty uzasadniające wysoki stopień regulacji rynku kapitałowego w kontekście insider tradingu.

Istota insider tradingu

Bezpodstawne ujawnianie lub wykorzystywanie informacji poufnych (także w mniejszym stopniu tajemnicy zawodowej) w obrocie papierami wartościowymi, zwane insider tradingiem, to jedno z coraz częściej popełnianych przestępstw na rynku kapitałowym. Na ogół zjawisko to dotyczy tzw. insiderów, czyli osób bezpośrednio zatrudnionych w spółce publicznej lub blisko z nią współpracujących. Choć pierwsze regulacje ograniczające

¹ Inspiracją do napisania tego artykułu był artykuł pt. *Nie da się karać za wiedzę w gospodarce opartej na wiedzy*, <http://m.obserwatorfinansowy.pl/forma/debata/piotr-ploszajski-insider-trading-dobry-czy-zly-snb-hildebrand/> z 10.01.2013.

swobodę handlu przez insiderów zostały wprowadzone już w latach 30. XX wieku w Stanach Zjednoczonych, to do dziś trwa zażarta dyskusja i spór o to, czy ograniczenia takie nie godzą w ideę wolności gospodarczej.

Insiderzy nie mają wprawdzie całkowitego zakazu handlu na przykład akcjami przedsiębiorstwa, w którym pracują, jednakże swoboda ich decyzji inwestycyjnych jest znacząco ograniczona w takich okresach, w których pewne informacje poufne nie zostały jeszcze podane do publicznej wiadomości. Według polskiego prawa informacją poufną² 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 w po jej ujawnieniu mogłaby znacząco wpłynąć na cenę danego waloru lub powiązanych z nim instrumentów pochodnych. Informacja taka musi mieć ponadto precyzyjny charakter, ponieważ powinna wskazywać na okoliczności lub zdarzenia zasądzone lub wysoce prawdopodobne. Istotność danej informacji odznacza się jej wysoce prawdopodobnym wpływem na zachowanie kursu emitenta, a więc ma charakter cenotwórczym.

Wykorzystywaniem informacji poufnej jest zbywanie lub nabywanie instrumentów finansowych na rachunek własny lub należący do osoby trzeciej na podstawie informacji poufnych będących w posiadaniu tej osoby. Wykorzystywaniem jest również udzielanie rekomendacji albo nakłanianie innych do powyższych czynności³. Z kolei ujawnienie informacji poufnej (nie mylić z publikacją) jest przestępstwem, o ile informacja ta po pierwsze spełnia kryterium poufności, po drugie została ujawniona nieuprawnionej osobie i wreszcie po trzecie ujawnienie to miało miejsce przed upublicznieniem tej informacji.

Poufny charakter mają na przykład informacje bieżące i okresowe, prospekt emisyjny, a także informacje o zdarzeniach mogących mieć wpływ na kurs instrumentu przed ich upublicznieniem. Ustawodawca nie przewiduje samoistnego bytu informacji poufnej – jest ona zawsze powiązana z posiadającą ją osobą fizyczną⁴, dlatego spółki publiczne⁵ zobowiązane są do prowadzenia listy osób mających dostęp do informacji poufnych, zwanej **listą insiderów**, która w odniesieniu do każdej informacji poufnej jest obowiązkowo przekazywana do Komisji Nadzoru Finansowego (KNF)⁶.

Ramy definicji informacji poufnej zamyka **kryterium poufności**. Przesłanka poufności będzie spełniona wyłącznie wówczas, gdy określona informacja nie została jeszcze przekazana

² Zob. Ustawa z 22 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. 2005 nr 183 poz. 1538. Jest to najważniejszy polski akt prawny definiujący zagadnienia związane z insider tradingiem.

³ Ibidem, artykuł 156 pkt 4.

⁴ A. Płońska, *Insider trading – przestępstwo ujawnienia lub wykorzystania tajemnicy zawodowej i informacji poufnych*, „Nowa Kodyfikacja Prawa Karnego” 2007, nr 21, s. 72.

⁵ Jest to spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Por. artykuł 4 Ustawy z 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.

⁶ Artykuł 158 Ustawy z 22 lipca 2005 roku o obrocie... op. cit.

do publicznej wiadomości. W Polsce wszystkie spółki publiczne notowane na regulowanym rynku giełdowym podlegają licznym rygorom informacyjnym, do których należy również publikowanie poufnych informacji oraz informacji o transakcjach na akcjach emitenta.

Informacja przestaje być poufna wraz z końcem tzw. **okresu zamkniętego**⁷, w czasie trwania którego osoby zatrudnione w spółce publicznej nie mogą zbywać ani nabywać na rachunek własny ani osoby trzeciej żadnych instrumentów finansowych powiązanych z tą spółką. Okres zamknięty obejmuje czas od uzyskania informacji poufnej do momentu jej upublicznienia. W tym przypadku nie ma znaczenia, czy dana osoba dokonywała faktycznych transakcji na podstawie informacji poufnej – liczy się tylko fakt zawarcia transakcji.

Według prawa polskiego do **potencjalnego kręgu osób podejrzanych** o wykorzystywanie i ujawnianie informacji poufnych należą osoby zarówno mające dostęp do informacji poufnych przed ich upublicznieniem, jak i 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. Wieść o bardzo dobrych wynikach finansowych spółki przed jej upublicznieniem może bowiem trafić zarówno do dalekiego krewnego jednego z dyrektorów, jak i do przypadkowego przechodnia podsłuchującego w tramwaju rozmowę dwóch pracowników. Wspomniany przepis jest bardzo rygorystyczny i niejasny, ponieważ sugeruje inwestorowi każdorazową weryfikację setek docierających do niego informacji pod kątem ich ewentualnej poufności, co w praktyce jest zupełnie niewykonalne.

Z dotychczasowych rozważań wynika, że najskuteczniejszym sposobem zapobiegania nielegalnemu wykorzystaniu informacji poufnych mogłoby być skrócenie okresu pomiędzy czasem ich powstania a momentem upublicznienia. Spółki publiczne powinny co do zasady lepiej chronić dostęp do informacji poufnych, by móc przeciwdziałać powstawaniu pokus nadużycia. Informacje takie są jednak dobrem rzadkim, które trudno jest kontrolować. Z drugiej strony natychmiastowe ogłaszanie ważnych informacji może przedsiębiorstwu zaszkodzić, jeśli będzie ono robić to zbyt często, informując opinię publiczną (w tym również swoich konkurentów) przedwcześnie na przykład o pracach nad zaawansowanym projektem badawczym⁸.

Dlaczego insider trading jest zabroniony?

Według norm etycznych insider trading nie wydaje się być 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

⁷ Ibidem, artykuł 159 pkt 2.

⁸ Istnieją jednak przepisy pozwalające na opóźnienie w publikacji ważnych z punktu widzenia przedsiębiorcy informacji. Zob. Rozporządzenie Ministra Finansów z 13 kwietnia 2006 roku w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnieniem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych, Dz. U. 2006 nr 67 poz. 476.

się do nowego mieszkania. Miejscowy mężczyzna spostrzega ją przypadkowo podczas przeprowadzki i szybko decyduje się rozpocząć znajomość, wiedząc jednocześnie o kilku sąsiadach, którzy również byliby nią zainteresowani. Czy mężczyzna ten uczynił coś złego, jeśli nie obwieści innym o przybyciu kobiety⁹? Czy ograniczanie insider tradingu wynika z dążeń do rozładowywania pewnych napięć i nierówności społecznych? Raczej nie. Należy bowiem 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 mogłaby taki obowiązek uzasadniać.

W przypadku spółki publicznej sytuacja nie jest już tak jednoznaczna, ponieważ akcjonariusze, na przykład kupując akcje w ofercie pierwotnej, powierzają swój kapitał emitentowi i oczekują w zamian rzetelności i uczciwości z jego strony. Czy zgodna z zasadami etyki jest sytuacja, w której osoby wtajemniczone czerpią korzyści finansowe z posiadania tych informacji, które jeszcze do innych akcjonariuszy nie dotarły, choć powinny były dotrzeć do wszystkich w tym samym czasie? Wykorzystywanie przez osobę wtajemniczoną informacji poufnych dla osobistych korzyści stanowi **nadużycie stosunku powiernictwa**¹⁰ (zwanego w literaturze anglojęzycznej stosunkiem fiducjarnym). Bazuje on na wzajemnym zaufaniu stron, jednakże co do zasady zakłada ograniczenia swobody dysponowania majątkiem przez powiernika¹¹, tak jak w przypadku insider tradingu. Do czasu upublicznienia informacji poufnej to emitent jest jej wyłącznym dysponentem i pracownikom nie wolno wykorzystywać jej dla prywatnych celów. Gdyby zakaz insider tradingu nie istniał, wówczas dochodziłoby do paradoksu, w którym pewne zachowania służące pozyskaniu informacji (np. kradzież lub naruszenie tajemnicy korespondencji) byłyby nielegalne, ale samo osiągnięcie korzyści wynikających z jej posiadania byłoby całkowicie legalne¹².

W literaturze można spotkać się z poglądem, że insider trading godzi w jeden z fundamentów rynku kapitałowego, jakim jest **powszechny i równy dostęp wszystkich jego uczestników do informacji**. W przypadku poufnej ustawodawca przypisuje duże znaczenie właśnie złamaniu zasady równości uczestników rynku kapitałowego i ich jednakowego dostępu do tych informacji, które kształtują decyzje inwestorów, pośrednio determinując tym samym kształtowanie się cen walorów¹³. Powstanie asymetrii informacyjnej należy

⁹ T.R. Machan, J.E. Chesher, *A primer on business ethics*, Rowman & Littlefield Publishers, Lanham 2002.

¹⁰ 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.

¹¹ J. Skorupka, *Stosunek powierniczy jako źródło uprawnień i obowiązków ciążących na sprawcy przestępstwa nadużycia zaufania z art. 296 KK*, „Monitor Prawniczy” 2007, nr 1.

¹² J. Szpringer, *Czy insider trading powinien być zakazany? – polemika*, „Trend” styczeń–luty 2012, s. 19.

¹³ Jak już wspomniano wcześniej, osobom blisko związanym ze spółką publiczną nie wolno dokonywać żadnych transakcji dopóty, dopóki poufna informacja nią być przestanie, czyli zniknie tym samym asymetria (przewaga) informacyjna. Por. A. Płońska, op. cit., s. 69.

jednak wiązać ze wspomnianym wcześniej naruszeniem stosunku powiernictwa. Ujmując to inaczej: przewaga informacyjna inwestora zbudowana na bazie posiadanej przez niego wiedzy czy umiejętności jest całkowicie legalna. Dążenie do bezwzględnego zrównania zasobów informacji dla każdego z inwestorów stanowiłoby bowiem zaprzeczenie idei handlu¹⁴.

Z perspektywy ekonomicznej insider trading może być pożądanym i może pozwalać zgodnie z teorią rynków efektywnych na przyspieszenie procesu tworzenia się ceny równowagi, tj. ceny dyskontującej wszystkie dostępne informacje, polepszając tym samym **efektywność alokacji kapitału**¹⁵. Czyli reakcja cenowa w przypadku „nieznanych informacji” stałaby się mniej gwałtowna – osoby wtajemniczone, zawierając zawczasu odpowiednie transakcje, odegrałyby tu rolę arbitrów dających rynkowi sygnał do zajęcia odpowiedniego stanowiska. Podobny pogląd wyrażał Milton Friedman, laureat Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii z 1976 roku. Jego zdaniem insider trading jest zjawiskiem pozytywnym, dlatego że przyspiesza proces wdrażania nowych informacji na rynku¹⁶. Uważał on również, że nie powinno się zmuszać osób wtajemniczonych do ujawniania faktu zakupu ani sprzedaży danego instrumentu, ponieważ powstała w ich wyniku sama presja popytowa lub podażowa powinna stanowić dla rynku wyraźną informację o zamiarach insidera¹⁷. Podobne liberalne poglądy i konieczność legalizacji insider tradingu wyrażał w swoich pracach również Henry Manne¹⁸.

Powyższe rozumowanie zakłada jednak, że insiderzy potrafią lepiej niż pozostali uczestnicy rynku wycenić wartość wewnętrzną akcji na podstawie posiadanych informacji, co jest jednak sprzeczne z założeniami **finansów behawioralnych** mówiących o irracjonalnych zachowaniach inwestorów. Poza tym skoro transakcje dokonywane przez insiderów miałyby mieć charakter cenotwórczy, to czy charakteru takiego o znacznie większej sile nie miałyby natychmiastowa publikacja informacji poufnych wszystkim inwestorom?

Co więcej, prawo nie powinno tolerować sytuacji, w której 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 w pierwszej kolejności tonący okręt). Żelaznym argumentem jest tu prawda, że na rynku finansowym kapitał nie jest produkowany, lecz jedynie redystrybuowany, stąd

¹⁴ Choć insider trading z perspektywy etyki uważany jest zazwyczaj za zjawisko szkodliwe dla rynku, to czasem w literaturze można napotkać krytykę takiej jednoznacznej oceny. Por. P. J. Engelen, L.V. Liedekerke, *The ethics or insider trading revised*, „Journal of Business Ethics” 2007, Vol. 74, Issue 4, No. 2, 497–507.

¹⁵ J. Eichelberger, *Das Verbot der Marktmanipulation*, Duncker & Humblot, Berlin 2006, s. 71.

¹⁶ Przykładem wpływu insider tradingu na cenę akcji jest historia przedsiębiorstwa wydobywczego Texas Gulf Sulphur z lat 1963–1964. Jego pracownicy, wiedząc o odkryciu cennych złóż ropy naftowej, zaczęli skupować akcje przedsiębiorstwa przed oficjalnym komunikatem w tej sprawie. Zob. I. Seledyńska, *Insider dealing and criminal law*, Springer, Warszawa 2012, s. 58–64.

¹⁷ L. Harris, *Trading & exchanges*, Oxford Press, Oxford 2003, s. 1–29.

¹⁸ <http://www.econlib.org/library/Enc/InsiderTrading.html> z 10.01.2013.

też **korzyść jednej strony koresponduje ze stratą drugiej**, rozumianą nie tyle fizycznie co jako koszt utraconych możliwości¹⁹. Jest to zatem swoista gra o sumie zerowej.

W poszukiwaniu kolejnych ewentualnych argumentów za legalizacją insider tradingu natrafiamy na hipotezę mówiącą, że byłby on dodatkowym wynagrodzeniem i bodźcem dla pracowników spółki. Współcześnie, zgodnie z **teorią agencji** (*principal-agent-theory*), następuje rozdział kontroli i własności nad spółką, dlatego istnieje potrzeba tworzenia czynników stymulujących efektywność osób zarządzających, do których może należeć insider trading²⁰. Pracownik danego przedsiębiorstwa posiadający jego akcje powinien być zmotywowany do wyteźonej pracy, bo jej efekty znalazłyby odzwierciedlenie w długoterminowym wzroście wartości przedsiębiorstwa. Warunkiem koniecznym do ewentualnej legalizacji insider tradingu wydaje się być na przykład wprowadzenie dla osób wtajemniczonych minimalnego czasu utrzymywania kupionych akcji, aby w ten sposób chęć krótkoterminowego zysku zastąpić wspólnym interesem budowy wartości przedsiębiorstwa w długim terminie²¹.

Insider trading może jednak stanowić furtkę dla insidera do manipulacji kursami instrumentów finansowych. W warunkach dopuszczalnej tzw. krótkiej sprzedaży²² pojawia się obawa, że jego działania nie będą miały na uwadze dobro przedsiębiorstwa, lecz wyłącznie powodzenie jego prywatnych transakcji, łatwiej jest bowiem wywołać spadek niż wzrost cen akcji. Zasadniczym kontrargumentem jest długoterminowa nieopłacalność manipulacji akcjami własnej spółki, porównywalna z odcinaniem gałęzi, na której się siedzi. Z drugiej strony, jak pokazują badania przeprowadzone na rynku amerykańskim, pracownicy spółki posiadający instrumenty pochodne (oparte na cenach akcji tejże spółki) są silnie zmotywowani do dokonywania manipulacji ceną instrumentu bazowego²³. Jak widać, nie zawsze długoterminowy zdrowy rozsądek i racjonalizm zwycięża nad krótkowzroczą chciwością.

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 dzięki napływającym do nich informacjom. Ograniczenie kręgu osób mających dostęp do informacji o spółce doprowadzi z pewnością do zniekształcenia ceny jej akcji²⁴. Hipotetyczna legalizacja insider

¹⁹ Z perspektywy prawa inwestor może ponieść szkodę zarówno rzeczywistą (łac. *damnum emergens*), jak i związaną z utraconymi korzyściami (łac. *lucrum cessans*). Por. D.R. Fischel, D. Ross, *Should the law prohibit manipulation in financial markets?*, „Harvard Law Review” December 1991.

²⁰ J. Eichelberger, op. cit., s. 80.

²¹ Na przykład w Stanach Zjednoczonych minimalny okres posiadania akcji przez insiderów wynosi 6 miesięcy.

²² Jest to operacja pozwalająca zarabiać na spadkach kursów instrumentów finansowych. Por. J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje*, Wig-Press, Warszawa 1999, s. 56–57.

²³ J.M. Vanden, *Digital contracts and price manipulation*, „The Journal of Business” September 2005.

²⁴ 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.

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 informacji²⁵.

Świadomość istnienia lepiej poinformowanych uczestników rynku automatycznie rodzi u inwestorów potrzebę dodatkowej weryfikacji poziomu cen, polegającą przykładowo na zakupie specjalistycznych analiz. Znalezienie wiarygodnych informacji, o ile 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 nieposiadania tych informacji, które ktoś z pewnością już doskonale zna. Ta swoista niepewność informacyjna podnosi ponadto ryzyko systematyczne, od którego zależą koszty emisji kapitału²⁶.

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 to związane z możliwością bycia oszukanym przez osobę wtajemniczoną, to skala zaufania drastycznie spada i rynek automatycznie przestaje spełniać swą rolę. Zaufanie do niego należy tworzyć dzięki ustanawianiu mechanizmów prawnych gwarantujących 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 przyczyniać się do **ograniczenia skali jego obrotów**. 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 pozostałych uczestników rynku. Z drugiej strony likwidacja wszelkich ograniczeń postawiłaby insiderów w dużo lepszej pozycji w stosunku do pozostałych uczestników rynku, co w konsekwencji mogłoby doprowadzić do wycofania się części inwestorów i tym samym jeszcze silniejszego ograniczenia skali obrotów na rynku.

Dyskusja o szkodliwości insider tradingu jest skazana na pewną hipotetyczność, ponieważ stworzenie alternatywnego scenariusza rynkowego bez zgłoszenia dodatkowej podaży lub popytu ze strony osób wtajemniczonych jest prawie niemożliwe. Po prostu nie jesteśmy w stanie osądzić, jakie decyzje podjęliby inwestorzy nieposiadający informacji poufnych w sytuacji, w której insiderzy nie zawarliby z nimi żadnych transakcji²⁷. Szkoda

²⁵ J. Szpringer, op. cit.

²⁶ Ciekawych wniosków dostarcza tu 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-procentowego spadku kosztów emisji kapitału. Zob. U. Bhattacharya, H. Daouk, *The word price of insider trading*, Kelley School of Business, Indiana University, January 2000.

²⁷ D. Stanny, *Spór o informację. Zaufanie do rynków kapitałowych przede wszystkim. Zwalczenie przestępczości finansowej*, dodatek do: „Dziennik Gazeta Prawna” 12.04.2011, s. 11.

materialna jest zatem trudna do zmierzenia, nawet jeśli samo przestępstwo podparte jest niezbitymi dowodami w postaci nagranych rozmów telefonicznych czy wysłanych maili. Bez skali poniesionych szkód trudno mówić o sprawiedliwej karze.

Sensowność legalizacji insider tradingu można także rozpatrywać w kontekście **kosztów przeciwdziałania mu**. Jeżeli w pewnym przedsiębiorstwie zastosujemy tzw. mechanizm negatywnej selekcji oparty na dodatkowych wynagrodzeniach części menedżerów w zamian za powstrzymanie się od wykorzystywania informacji poufnych, to z pewnością znaleźlibyśmy osobników ulegających pokusie dodatkowego zysku. Koszty utrzymania nieuczciwych menedżerów stałyby się zbyt wysokie, a ponieważ nie byłaby możliwa ich łatwa identyfikacja, jedynym wyjściem byłoby obniżenie pensji wszystkim bez wyjątku²⁸. Z perspektywy systemu, mimo że ściganie insider tradingu nie jest tanie, jego brak mógłby wygenerować ogromne koszty w ujęciu społecznym, na przykład objawiające się ucieczką inwestorów z giełdy. **Optymalnym rozwiązaniem wydaje się wprowadzenie zakazu insider tradingu na poziomie całego rynku, co faktycznie nastąpiło.**

Podsumowanie

Niejednoznaczne argumenty ekonomiczne, prawne i etyczne, trudności natury dowodowej, a także różnice w kulturowej wrażliwości sprawiły, że przepisy poszczególnych krajów zakładają różne poziomy ograniczenia insider tradingu²⁹. Być może argumentacja jego zakazu powinna być częściej tworzona na podstawie analiz o charakterze nie jakościowym, lecz ilościowym. Więcej uwagi powinno być również poświęcone uświadamianiu społeczeństwu, na czym polega istota zakazanych transakcji i dlaczego są one tak naprawdę szkodliwe dla rynku.

Zakaz insider tradingu nie wynika z chęci bezwzględnego karania inwestorów za posiadaną przez nich wiedzę, ale jest karą za jej bezprawne wykorzystanie w nieodpowiedni sposób, a zwłaszcza w nieodpowiednim czasie. Ograniczenia handlu związane z insider tradingiem dotyczą wyłącznie pewnych okresów i konkretnych informacji poufnych, które zawsze w końcu poufnymi być przestają. Oczywiście, kwestią do dalszych dyskusji jest stopień obecnie obowiązujących obostrzeń i próba odpowiedzi choćby na pytanie, czy wykorzystanie informacji poufnej zdobytej całkowicie przypadkowo powinno być karalne. Minimalizacja liczby obostrzeń dotyczących pewnych rodzajów transakcji mogłaby być osiągnięta głównie pod warunkiem maksymalnego skrócenia czasu pomiędzy utworzeniem się informacji poufnych a ich upublicznieniem.

²⁸ M. Bitner, *Insider trading – z czym tak naprawdę walczymy?*, „Parkiet” 17.11.2009.

²⁹ W Stanach Zjednoczonych pierwszy zakaz insider tradingu pojawił się w 1934 roku, natomiast w Niemczech dopiero ponad pół wieku później. Zob. *The wight against crooked trading gathers pace*, „The Economist” 15.10.2011.

Literatura

- Bhattacharya U., Daouk H., *The word price of insider trading*, Kelley School of Business, Indiana University, January 2000.
- Bitner M., *Insider trading – z czym tak naprawdę walczymy?*, „Parkiet” 17.11.2009.
- Chłopecki A., Dyl M., *„Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck, Warszawa 2003.
- Dajnowicz Ł., *Nowe regulacje*, „Gazeta Bankowa” 2005, nr 30.
- Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation – market abuse.
- Eichelberger J., *Das Verbot der Marktmanipulation*, Duncker & Humblot, Berlin 2006.
- Engelen P.J., Liedekerke L.V., *The ethics or insider trading revised*, „Journal of Business Ethics” 2007, Vol. 74, Issue 4, No. 2.
- Fischel D.R., Ross D., *Should the law prohibit manipulation in financial markets?*, „Harvard Law Review” December 1991.
- Glicz M., *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 10.
- Harris L., *Trading & exchanges*, Oxford Press, Oxford 2003.
- <http://www.econlib.org/library/Enc/InsiderTrading.html>
- Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje*, Wig-Press, Warszawa 1999.
- Kluczny A.K., *Nieczysta gra*, „Gazeta Bankowa” 3.12.2007.
- Machan T.R., Chesher J.E., *A primer on business ethics*, Rowman & Littlefield Publishers, Lanham 2002.
- Płońska A., *Insider trading – przestępstwo ujawnienia lub wykorzystania tajemnicy zawodowej i informacji poufnych*, „Nowa Kodyfikacja Prawa Karnego” 2007, nr 21.
- Rajaratnam arrest triggers insider-trading crackdown*, „OpRisk & Compliance” October 2009.
- Romanowska A., *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych insider trading*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 9.
- Sadowska K., *Insider trading bije rekordy*, „Puls Biznesu” 2010, nr 21.
- Seledyńska I., *Insider dealing and criminal law*, Springer, Warszawa 2012.
- Skorupka J., *Stosunek powierniczy jako źródło uprawnień i obowiązków ciążących na sprawcy przestępstwa nadużycia zaufania z art. 296 KK*, „Monitor Prawniczy” 2007, nr 1.
- Stanny D., *Zwalczanie przestępczości finansowej*, dodatek do: „Dziennika Gazeta Prawna” 12.04.2011.
- Szpringer J., *Czy insider trading powinien być zakazany? – polemika*, „Trend” styczeń–luty 2012.
- The fight against crooked trading gathers pace*, „The Economist” 15.10.2011.
- Ustawa z 22 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. 2005 nr 183 poz. 1538 z późn. zm.

Ustawa z 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.

Vanden J.M., *Digital contracts and price manipulation*, „The Journal of Business” September 2005.

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.