Studia Prawnicze. Rozprawy i Materiały • Studies in Law: Research Papers: 2 (17): 159–178 (2015)

Radosław Potok
doktorant, Uniwersytet Jagielloński

Konsekwencje wykorzystywania informacji poufnych w obrocie giełdowym w teorii i praktyce na przykładzie USA oraz Chin[1]

Wprowadzenie

Postrzeganie wykorzystywania informacji poufnej w grze giełdowej (insider trading)

W Polsce obecnie działa tylko jedna giełda papierów wartościowych – jest to założona w 1991 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Głównym jej zadaniem jest zapewnienie możliwości obrotu takimi papierami wartościowymi jak akcje, obligacje czy prawa poboru. Na parkiecie dokonuje się również obrotu instrumentami finansowymi niebędącymi papierami wartościowymi, takimi jak opcje czy kontrakty terminowe. Giełda ta posiada strategiczne znaczenie dla kraju, jest sercem nowoczesnego i rozwiniętego rynku kapitałowego. Wedle aktualnych danych na GPW notowane są 472 spółki, w tym 420 krajowych, a sama kapitalizacja spółek krajowych wynosi ponad 620 miliardów złotych[2]. Z tego powodu operacje tam zawierane oraz, będące tego konsekwencją, nastroje wśród inwestorów często są odczuwane przez całą gospodarkę.

Bez wątpienia prawie każdy uczestnik obrotu giełdowego widzi w tej instytucji źródło swojego wzbogacenia. Pozostaje jednak pewien odsetek osób, które przy pomocy nieuczciwych praktyk pragną szybko i bez większego ryzyka wzbogacić się kosztem innych uczestników obrotu. Działania te pro-

[1] Chiny kontynentalne (tj. Chińska Republika Ludowa), w odróżnieniu od Republiki Chińskiej – inaczej Tajwanu, który posiada własne regulacje prawne i nie jest objęty zakresem niniejszego artykułu.

[2] Stan na 2 sierpnia 2015 r.

wadzą do negatywnych skutków, począwszy od spadku zaufania do giełdy ze strony inwestorów, przez upadek poszczególnych spółek, grup kapitałowych, a w drastycznych przypadkach nawet do załamań gospodarczych, których skutki są odczuwane przez miliony osób na całym świecie. Jak zauważa Konrad Zacharzewski: „Ochrona rzetelności obrotu stanowi istotny punkt regulacji prawa giełdowego (jako *ratio legis*) oraz wiodący kierunek działań organów nadzoru (jako przedmiot kompetencji). W toku ewolucji instytucji giełdowych utrwaliło się całkiem słusznie przekonanie, że sprawiedliwy obrót giełdowy przynosi same korzyści"[3].

W obecnej rzeczywistości rynek sam nie jest w stanie obronić się przed nieuczciwymi praktykami i konieczna jest pomoc państwa: „Zasadniczym motywem ingerencji prawodawcy w działanie rynku giełdowego jest konieczność zapewnienia odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa uczestnikom transakcji, opiewających na instrumenty finansowe. Chodzi tutaj o zapewnienie warunków organizacyjnych dla efektywnego ekonomicznie funkcjonowania mechanizmów rynku. Ochrona inwestorów giełdowych może być bowiem skutecznie realizowana wyłącznie w obrębie rynku, cechującego się występowaniem efektywności ekonomicznej. Istotne jest stworzenie odpowiednich ram prawnych funkcjonowania rynku w tym zagwarantowanie właściwej infrastruktury instytucjonalnej rynku (sieci bezpieczeństwa rozciągniętej nad rynkiem)"[4].

Z powyższym stwierdzeniem korespondują poglądy innych polskich uczonych zajmujących się problematyką wykorzystania informacji poufnych, jak choćby Anny Płońskiej, która twierdzi, że: „Nie ulega wątpliwości, że wszelkie nadużycia na rynku kapitałowym, w tym również w zakresie ochrony informacji poufnych i tajemnicy zawodowej, mają negatywny wpływ i znacznie zakłócają prawidłowe zasady funkcjonowania obrotu instrumentami finansowymi"[5]. Wedle Urszuli Banaszczak-Soroki: „Wykorzystanie informacji poufnych oraz manipulacja uniemożliwiają pełną i należytą przejrzystość rynku, która jest warunkiem podstawowym wymiany handlowej dla wszystkich podmiotów aktywnych gospodarczo na zintegrowanych rynkach finansowych"[6].

Biorąc powyższe rozważania za punkt odniesienia, zagadnienia związane z bezpieczeństwem obrotu giełdowego powinny być bliskie każdemu zainteresowanemu szeroko pojętym prawem gospodarczym, albowiem zagadnie-

---

3 K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe,* Warszawa 2010, s. 317.

4 *Ibidem*, s. 96.

5 A. Płońska, *Karnoprawna ochrona informacji na rynku kapitałowym,* „Prace Naukowe Wydziału Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego", e-monografie, seria Nr 14, Wrocław 2012, s. 17–18.

6 U. Banaszczak-Soroka, P. Zawadzka, *Ochrona rynku kapitałowego przed manipulacją w zjednoczonej Europie*, Wrocław 2008.

nia prawne i ekonomiczne związane z problematyką nadużyć giełdowych mają istotne znaczenie dla efektywnego funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce.

Postulat ten nabiera nowego znaczenia w aktualnej rzeczywistości ekonomicznej i społecznej, gdzie zagwarantowana przez Unię Europejską swoboda przepływu kapitału i osób sprawia, że osoby fizyczne oraz prawne posiadają obecnie nieskrępowaną, pełną dowolność w wyborze giełdy, w ramach której chcą osiągnąć korzyść majątkową w sposób nieuczciwy. Jak nigdy dotąd konieczne jest zatem istnienie efektywnych przepisów, które zagwarantują bezpieczeństwo, a jednocześnie swobodę przepływu kapitału oraz ochronią uczestników obrotu przed pokrzywdzeniem w wyniku nieuczciwych praktyk. Jak twierdzi Paweł Wajda: „Zainteresowanie rynkiem kapitałowym ze strony emitentów i inwestorów będzie uzależnione od czynników o charakterze ekonomicznym, jak również prawnym, takich jak np. prawne gwarancje bezpieczeństwa i stabilność rynku. W długim okresie to właśnie regulacje prawne będą czynnikiem o decydującym wpływie na jego gospodarcze znaczenie”[7].

Przepisy prawne dotyczące obrotu giełdowego powinny być zsynchronizowane z uregulowaniami prawnymi z pokrewnych dziedzin, aby system prawa był spójny oraz nie posiadał luk. Równie ważne jest jednak, aby system prawa antycypował nowe rozwiązania i koncepcje ekonomiczne, a dzięki temu obrót giełdowy był w dynamicznie zmieniającej się rzeczywistości maksymalnie efektywny i konkurencyjny.

Destrukcyjny wpływ insider tradingu *jako dogmat oraz model teoretyczny*

Nie ulega zatem wątpliwości, że wśród polskich prawników odnośnie do obrotu giełdowego istnieje dogmat dotyczący bezpieczeństwa, polegający na tym, iż bez zapewnienia skutecznej ochrony uczestnikom obrotu przed wykorzystywaniem informacji poufnych, giełda nie ma możliwości rozwoju, następuje jej stagnacja oraz odpływ inwestorów.

Powszechna opinia dotycząca zjawiska wykorzystania informacji poufnej jest tak „oczywista” i powtarzana przez tak wielu prawników, że w polskim środowisku naukowym w ogóle nie jest podawana w wątpliwość. Przeciwnie – przyjmowana jako dogmat, który często stanowi wstęp do dalszych rozważań o zjawisku wykorzystywania informacji poufnych. Tymczasem w niniejszej pracy przeanalizowane zostanie, czy rzeczywiście zjawisko *insider trading* jest tak dewastujące dla obrotu giełdowego, czy też jest to mit błędnie powielany w kolejnych pracach naukowych.

[7] P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 40.

Celowe jest posłużenie się komparatystyką prawniczą, aby porównać efektywność uregulowań dotyczących wykorzystania informacji poufnej w grze giełdowej w Stanach Zjednoczonych oraz Chinach pod względem prawno-instytucjonalnej efektywności ochrony inwestora. Następnie, dzięki takiemu porównaniu, istotne jest znalezienie odpowiedzi na pytania: Czy dogmat odnośnie do wykorzystania informacji poufnej w grze giełdowej jest prawdziwy? Czy państwa-liderzy, jeżeli chodzi o rozwój rynku kapitałowego, posiadają efektywny system zabezpieczający przed *insider tradingiem*? Jak często dochodzi do wykorzystania informacji poufnych w grze giełdowej w państwach, na których polski ustawodawca może się wzorować? Kiedy mamy do czynienia z bezpiecznym obrotem giełdowym w kontekście wykorzystywania informacji poufnej?

W Polsce, pomimo regularnie pojawiających się prac odnośnie do wykorzystania informacji poufnej w grze giełdowej, brakuje publikacji, które wyraźnie wychodziłyby poza granice rozważań teoretycznych. Analiza funkcjonowania powyższej regulacji w licznych pracach naukowych oderwana jest od danych empirycznych, podczas gdy to one powinny być podstawą do dalszych dyskusji nad tym, czy instytucja ta spełnia swoją funkcję, czy zapobiega praktykom, do których zwalczania została stworzona.

W tej sytuacji, z punktu widzenia funkcjonowania rodzimej regulacji, interesujące wydaje się również, jak państwa-liderzy rynku kapitałowego, radzą sobie ze zjawiskiem *insider trading* oraz jaki procentowy udział wykorzystania informacji poufnych w obrocie giełdowym występuje w państwach rozwiniętych. Odpowiedź na to pytania powinna dać, o ile to możliwe, punkt odniesienia, w oparciu o który będzie można pokusić się o ocenę tej instytucji w Polsce. Ta ostatnia jednak nie będzie stanowić przedmiotu niniejszego artykułu.

Insider Trading *oraz* Insider

W obu państwach rozumienie *insider tradingu* jest tożsame. *Insider trading* to, w znacznym uproszczeniu, wykorzystywanie informacji poufnej w grze giełdowej, co pozwala osiągnąć nieuczciwą przewagę nad pozostałymi uczestnikami obrotu. USA, jako światowy lider, inspirował do podążania swoją drogą poszczególnych krajowych ustawodawców na całym świecie. Gdy to nie skutkowało, Stany Zjednoczone naciskami dyplomatycznymi zabiegały o wprowadzenie przepisów odnośnie do zakazu *insider tradingu* w wielu krajach tak, by amerykańscy inwestorzy mogli bezpiecznie i bez obaw inwestować na światowych giełdach. W związku z tym *insider trading* jest podobnie definiowany w regulacjach państw na całym świecie. Rozważania zawarte w niniejszej

pracy odnośnie do wykorzystywania informacji poufnej w grze giełdowej, tak w USA, jak i w Chinach, odnoszą się zatem do tej samej instytucji prawnej.

Stany Zjednoczone oraz Chiny jako giełdowi liderzy

Wybór Stanów Zjednoczonych oraz Chin nie jest przypadkowy. Pierwsze z tych państw jest światowym mocarstwem, które wywarło znaczny wpływ na globalny rozwój prawodawstw, zakazujących użycia informacji poufnej w grze giełdowej. To Stany Zjednoczone inspirowały zmiany prawne na kontynencie europejskim, w konsekwencji czego powstała dyrektywa Market Abuse[8], w myśl której wykorzystanie informacji poufnej w grze giełdowej w państwach członkowskich Unii Europejskiej jest zakazane. W końcu, to Stany Zjednoczone i obowiązujące tam uregulowanie prawne uchodzą za światowy wzorzec ochrony rynku kapitałowego przed nielegalnymi praktykami oraz nadużyciami.

Chiny natomiast to obecnie największa gospodarka świata[9], która zdetronizowała Stany Zjednoczone, dzierżące palmę pierwszeństwa od końca XIX w. Chiński rynek kapitałowy jest obecnie największy na świecie, a zainteresowanie giełdą nieporównywalnie większe niż w Stanach Zjednoczonych.

W niniejszej pracy zaprezentowany zostanie zatem system amerykański, uchodzący za pionierski, najstarszy oraz najbardziej dojrzały, ale także chiński, który funkcjonuje w ramach największej i najbardziej dynamicznej gospodarki świata.

Wykorzystanie informacji poufnych w Stanach Zjednoczonych

Regulacja Prawna

Stany Zjednoczone są światowym pionierem w zakresie ochrony przed wykorzystywaniem informacji poufnej w grze giełdowej[10]. Powstanie nowo-

---

[8] Dyrektywa 2003/6/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku – nadużyć na rynku (Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation – market abuse).

[9] Pod względem PKB ważonego parytetem siły nabywczej, wynoszącego w 2014 r. 17,6 biliona dolarów.

[10] Szeroko rozwiniętego obrotu giełdowego należy upatrywać już w starożytnym Rzymie, gdzie dokonywał się obrót akcjami i obligacjami spółek publicznych. Spółki te były bardzo zbliżone, jeżeli chodzi o formę działalności, do dzisiejszych spółek akcyjnych. Posiadały osobowość prawną oraz zarząd. Ogłaszały sprawozdanie ze swej działalności, a wartość udziałów, podobnie jak obecnie, była zmienna i zależna od kondycji oraz dochodowości spółki. Wraz z powstaniem obrotu giełdowego powstało też najprawdopodobniej zjawisko spekulacji, wykorzystywania informacji poufnej i pierwsze próby przeciwdziałania temu zjawisku.

czesnych regulacji odnośnie do *insider tradingu* związane jest bezpośrednio z Wielkim Kryzysem (ang. *Great Depression*), który miał miejsce w Stanach Zjednoczonych w latach 1929–1933[11]. Po czarnym czwartku 24 października 1929 r., kiedy to doszło do paniki na giełdzie nowojorskiej i gwałtownego spadku cen praktycznie wszystkich akcji, nakręciła się spirala wielkich bankructw oraz zadłużenia. Kryzys osiągnął wkrótce skalę międzynarodową, dotykając niemalże każdego państwa na świecie. Wydarzenia te wpłynęły na powstanie nowych regulacji giełdowych, w tym między innymi Securities Exchange Act z 1934 roku[12], który to zabraniał wykorzystywania informacji poufnych[13], co było fundamentem do dalszej walki z tym procederem[14]. W toku rozwoju regulacji wykształciły się też dwie teorie dotyczące *insider tradingu*: klasyczna oraz niewłaściwego zachowania, które zostaną opisane w dalszej części artykułu.

Kolejną istotną regulacją odnoszącą się do zagadnienia wykorzystywania informacji poufnej jest The Insider Trading Sanctions Act z 1984 r.[15] oraz The insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act z 1988 roku[16], statuujące możliwość dochodzenia na drodze cywilnej roszczeń za wykorzystanie informacji poufnej do kwoty trzykrotnej wysokości osiągniętego zysku lub straty, której udało się uniknąć. Podnosiły one też wysokość kary pozbawienia wolności do lat 10. Komisja Papierów Wartościowych uzyskała uprawnienia, aby denuncjatorom wypłacać do 10% wartości grzywny zasądzonej od osoby, którą skazano za wykorzystanie informacji poufnej dzięki temu donosowi. Wprowadzały też odpowiedzialność osób nadzorujących, jeżeli ze swojej winy, pomimo możliwości, nie zapobiegły handlowi wewnętrznemu podwładnych.

Najnowszym osiągnięciem w regulowaniu *insider tradingu* jest ustawa Dodd-Frank z 31 lipca 2011 roku[17], która koncentruje się na rozporządze-

[11] Wcześniej wykorzystanie informacji poufnej było szeroko rozumiane jako odmiana oszustwa. Już w 1909 r., Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych wskazywał, że dyrektor korporacyjny skupujący akcje w oparciu o informację poufną dopuszcza się oszustwa.

[12] The Securities Exchange Act of 1934 (P.L. 73-291, 48 Stat. 881), https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf [dostęp: 28.02.2016].

[13] Istniały wcześniejsze regulacje zakazujące tego procederu, jednak to Securities Exchange Act uznawany jest za pierwszą nowoczesną regulację tego typu w Stanach Zjednoczonych.

[14] Jedną z przyczyn kryzysu upatrywano w powszechnym wykorzystywaniu informacji poufnych w grze giełdowej.

[15] Insider Trading Sanctions Act of 1984 (P.L. 98-376, 98 Stat 1264), https://www.govtrack.us/congress/bills/98/hr559/text [dostęp: 28.02.2016].

[16] The insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (P.L. 100-704, 102 Stat. 4677), https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-102/pdf/STATUTE-102-Pg4677.pdf [dostęp: 28.02.2016].

[17] H.R.4173 – Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. (P.L. 111-203, 124 Stat. 1376), https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/html/PLAW-111publ203.htm [dostęp: 28.02.2016].

niach finansowych oraz wykorzystywaniu informacji poufnej w globalnym świecie po kryzysie finansowym. Ustawa ta zmienia istniejące struktury regulacyjne, tworzy wiele nowych agencji w celu usprawnienia procesu regulacyjnego, zwiększa nadzór nad poszczególnymi instytucjami, które są obarczone systematycznym ryzykiem, zmienia ustawę o Rezerwie Federalnej oraz promuje przejrzystość.

Celem ustawy, relewantnym z punktu widzenia niniejszego artykułu[18], jest spełnienie rygorystycznych norm oraz szczegółowy nadzór, w celu ochrony gospodarki i amerykańskiego konsumenta, inwestorów, biznesu, a ponadto zakończenie systemu finansowania przez podatników kolejnych *bailoutów*[19] instytucji finansowych, zapewnienie zaawansowanego systemu ostrzegania dla stabilności gospodarki oraz wyeliminowanie luk, które doprowadziły do kryzysu gospodarczego w 2008 r. Na podstawie tej ustawy utworzono m.in. agencję nadzoru – Radę Stabilności Finansowej, Biuro Badań Finansowych oraz Biuro Ochrony Finansowej Konsumentów.

Informacja poufna oraz Insider

Skomplikowana regulacja prawna *insider tradingu* w Stanach Zjednoczonych, znajdująca się w *section 10(b) of the 1934 Exchange Act and Rule 10b–5*[20], jest w dużej mierze produktem orzecznictwa i przepisów administracyjnych, uchwalanych przez SEC[21].

W Stanach Zjednoczonych, podobnie jak w Polsce, *insider trading* definiowany jest jako wykorzystanie informacji poufnej w grze giełdowej. *Insiderem* jest natomiast każdy, kto posiada informacje poufne. Osoby zasiadające w organach spółki lub posiadające 10% bądź więcej udziałów, dokonując transakcji, muszą ten fakt zgłosić w specjalnym formularzu.

W toku rozwoju regulacji w Stanach Zjednoczonych wykształciły się dwie teorie dotyczące *insider tradingu*: klasyczna oraz nieodpowiedniego zachowania, które zostały opisane poniżej.

Teoria klasyczna – teoria równego dostępu

W myśl tej teorii, osoba która dopuszcza się *insider tradingu*, mając bezpośredni lub pośredni dostęp do informacji wewnętrznej, wykorzystała ją dla celów osobistych, posiadając wiedzę, że działanie to jest nieuczciwe, bowiem

---

[18] Ustawa odnosi się do bardzo szerokiego spektrum problemów, nie tylko *insider tradingu*.

[19] Ekon. ratunkowa pomoc finansowa dla przedsiębiorstwa zagrożonego upadkiem.

[20] The Securities Exchange Act of 1934 (P.L. 73-291, 48 Stat. 881).

[21] U.S. Securities and Exchange Commission; M. Ventoruzzo, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, Pennsylvania State University and ECGI, maj 2014, s. 2.

informacja ta jest niedostępna na osób, z którymi dokonuje transakcji. Teoria ta została podważona w 1980 r., na kanwie sprawy Chiarella przeciwko Stanom Zjednoczonym[22], gdzie Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych orzekł, że osoba, której nie łączy stosunek fiducjarny, nie odpowiada za wykorzystanie informacji poufnej. W sprawie tej chodziło o pracownika, który drukując dokumenty, odkrył niedostępne publicznie informacje, a dysponując nimi, dokonał zyskownych dla niego transakcji giełdowych. Orzeczenie to wymusiło na przeciwnikach *insider tradingu* stworzenie nowej teorii, w myśl której powyższe zachowanie mogłoby być karalne. W ten sposób powstała *misappropriation theory*.

Misappropriation theory – *teoria nieodpowiedniego zachowania*

Obecnie obowiązującą teorią, dotyczącą wykorzystywania informacji poufnej w grze giełdowej jest *misappropriation theory*, wedle której osoba narusza prawo, poprzez nadużycie zaufania, wykorzystując powierzone informacje związane z firmą. Teoria ta sprawia, że osoba, która nie ma prawnego powiązania z podmiotem, którego dotyczą informacje wewnętrzne, może odpowiadać za przestępstwo *insider tradingu,* np. w przypadku nieuprawnionego wykorzystania poufnych informacji, za pomocą m.in. takich sposobów jak bezprawne wykorzystanie tajemnicy handlowej czy złamanie zobowiązań w stosunku do swojego pracodawcy.

Sankcje oraz ich egzekwowanie

W Stanach Zjednoczonych The Insider Trading Sanctions Act z 1984 oraz The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act z 1988 statuują karę za wykorzystanie informacji poufnej do trzykrotnej wysokości osiągniętego zysku lub straty, której udało się uniknąć. *Base offense level insider tradingu* wynosi 8, co plasuje go w strefie A[23], a to sprawia, że osoba, która pierwszy raz została nakryta na wykorzystaniu informacji poufnej, kwalifikuje się do otrzymania kary wolnościowej. W poważniejszych przypadkach orzekana jest kara pozbawienia wolności.

Pomimo rozbudowanego aparatu organów nadzoru, co w teorii powinno przekładać się na większą łatwość w wykrywaniu posługiwania się informacjami poufnymi w grze giełdowej, rzeczywistość jest zgoła odmienna. Szacuje

---

[22] *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980), Orzeczenie Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych, https://supreme.justia.com/cases/federal/us/445/222/case.html [dostęp: 28.02.2016].

[23] Federalne wytyczne dzielą przestępstwa ze względu na ich powagę na 43 poziomy. Im cięższe przestępstwo, tym większa kara. Poziom bazowy jest dostosowywany to danego przypadku. Przeszłość kryminalna czy dodatkowe okoliczności obciążające sprawiają, że poziom wzrasta.

się, że blisko jedna czwarta transakcji giełdowych może mieć związki z wykorzystywaniem informacji poufnych, lecz tylko ułamek spośród tych przypadków spowodował wszczęcie postępowania ze strony organów rządowych. Istnieje szereg badań empirycznych potwierdzających, że informacje poufne są powszechnie wykorzystywane w grze giełdowej. Profesorowie z New York University Stern School of Business i McGill University pod kątem *insider tradingu* przebadali dużą próbę 1859 transakcji korporacyjnych w rozpiętości czasowej od początku 1996 r. do końca 2012 r., poszukując w okresie 30 dni przed dokonaniem transakcji nieprawidłowości w ruchach kursów. Badanie to wykazało, że około 25% analizowanych transakcji towarzyszyły nieprawidłowości z zakresu obrotu w okresie od przygotowań do ogłoszenia transakcji. W próbie kontrolnej zaledwie trzy razy na bilion doszło do sytuacji, że badanie wykazało nieprawidłowości, podczas gdy takowe nie miały miejsca. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd wszczęła postępowanie tylko w około 4,7% przypadków spośród 1859 transakcji M&A objętych badaniem. Stanowi to mniej niż 1/5 przypadków, w których amerykańskie organy nadzoru powinny zareagować. Wyniki badań wskazują, że pomimo bardzo nagłośnionych przypadków, takich jak te ujawnione w ostatnich latach z udziałem funduszy hedgingowych Galleon Group i SAC Capital, rząd nadal jest bezradny wobec wykorzystywania informacji poufnych w publicznym M&A[24].

W 1992 r. upubliczniono słynne badania Nejata Seyhuna, w których to empirycznie przeanalizowano, jak rozwój legislacji amerykańskiej wpływał na dochodowość *insider tradingu*. Wyniki badania okazały się niezwykle zaskakujące. Logiczne założenie, że kolejne restrykcyjne regulacje pozytywnie wpływają na ograniczenie zjawiska *insider tradingu*, okazało się błędne. Zgromadzone dane ukazały, że mimo istnienia Securities and Exchange Act z 1934 r. już od ponad 50 lat, ponadnormatywne zyski insiderów wynosiły 3,5%. W pierwszej połowie lat 80. rentowność wzrosła do 5,1%, pomimo uchwalenia Insider Trading Santions Act z 1984 r. Natomiast w drugiej połowie lat 80. ponadnormatywne zyski insiderów wzrosły do 7%, pomimo wprowadzenia regulacji Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act z 1988 r. Kolejne kroki legislacyjne mające na celu ochronę inwestorów nieposiadających poufnych informacji nie spełniały więc stawianych wobec nich oczekiwań. Sygnał płynący do inwestorów indywidualnych był jednak zgoła odmienny – nowe restrykcyjne przepisy dawały im poczucie bezpieczeństwa oraz zachęcały do inwestycji na giełdzie[25].

---

[24] P. Augustin, M. Brenner, M.G. Subrahmanyam, *Informed Options Trading prior to M&A Announcments: Insider Trading?*, New York, maj 2015.

[25] N. Seyhun, *The Effectiveness of Insider-Trading Sanction*, "Journal of Law and Economics", Michigan, kwiecień 1992, s. 149–182.

We wrześniu 2013 r. ukazały się kolejne badania odnośnie do wykorzystywania informacji poufnych, w których Shi Wei przeanalizował proces nabywania akcji w Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych oraz Chinach. Posługując się metodą CAAR (*Cumulative average abnoral return*) oraz AR (*Abnormal return)*, przeanalizował transakcje wybranych 20 spółek w Stanach Zjednoczonych z lat 2006–2010. Jak wynikało z analiz, w każdym z poszczególnych pięciu rocznych okresów dochodziło do anomalii, które można tłumaczyć wykorzystaniem informacji poufnej w grze giełdowej. Widoczne to było zwłaszcza w okresie 2006–2009 r.[26]

Zjawisko wykorzystywania informacji poufnych, mimo zaangażowania wielu instytucji oraz ogromnych nakładów finansowych[27], nadal jest powszechne. W Stanach Zjednoczonych organ nadzoru, U.S. Securities and Exchange Commission, dokonuje spektakularnych aresztowań, regularnie wykorzystuje podsłuchy, dysponuje najnowszą technologią szpiegowską oraz ogromnym budżetem. Jednak mimo upływu ponad 80 lat od wytoczenia wojny *insider tradingowi* przez amerykańskie agencje rządowe, skala zjawiska nadal jest ogromna. W celu zwiększenia wykrywalności oraz ze względu na potrzebę zachęty obywateli do współpracy ustalono, że denuncjator, który powiadomi organy o naruszeniu prawa, może liczyć na 10% zasądzonej *insiderowi* kary, której wysokość nierzadko sięga kwoty rzędu milionów dolarów. Amerykański organ nadzoru, pomimo powyższego zaplecza finansowo-prawno-technologicznego, okazuje się jednak bezradny. Osoba nielegalnie wykorzystująca poufne informacje w grze giełdowej ma ponad 80% szans, że nie zostanie wobec niej wszczęte jakiekolwiek postępowanie.

Wykorzystanie informacji poufnej w Chinach

Regulacja prawna

Chiny po drugiej wojnie światowej, ze względu na implikacje polityczne, przez bardzo długi czas nie posiadały giełdy, uznawanej za symbol ustroju kapitalistycznego[28]. Początek ich drogi do kapitalizmu można datować na 1976 r., kiedy to, po rozprawieniu się z bandą czworga, Hua Guofeng[29] rozpoczął proces postmaoistowskich reform. Stopniowo, nie bez okresów przejściowych trudności, Chiny stawały się państwem kapitalistycznym. W 1990 r., po kil-

[26] W. Shi, *Insider trading in Mergers and Acquisitions in the U.K., U.S., and China*, wrzesień 2013.

[27] Budżet U.S. Securities and Exchange Commission, która wykonuje szereg zadań poza rozpatrywanym tutaj przeciwdziałaniem insider tradingowi, wynosi około 1,5 miliarda dolarów.

[28] Chiny do końca lat 80. pozostawały państwem komunistycznym.

[29] Następca Mao Zedonga, Premier, Przywódca Chińskiej Republiki Ludowej.

kudziesięciu latach przerwy, została ponownie otwarta giełda w Szanghaju[30]. W tym samym roku założono również giełdę w Shenzen, gdzie pierwsza sesja odbyła się 3 lipca 1991 r.

W ciągu kolejnych 25 lat Chiny stały się gospodarczym mocarstwem, posiadającym największą gospodarkę świata. Dopiero w 2005 r., kiedy państwo środka było już zaliczane do grona światowych potęg, władze wprowadziły „nowoczesne" prawo papierów wartościowych (Prawo Papierów Wartościowych Chińskiej Republiki Ludowej[31]), które miało stworzyć zdrowe i przyjazne środowisko dla inwestorów z całego świata. Oszustwa na rynku papierów wartościowych zawierały się według niego w trzech kategoriach: *false statements*, *insider trading* oraz *market manipulation*. W przypadku zaistnienia któregoś z trzech powyższych przestępstw, poszkodowany mógł na drodze cywilnej domagać się odszkodowania. W praktyce sądy nie akceptowały żądania w przypadku powołaniu się na *insider trading* bądź *market manipulation*. Od czasu wprowadzenia nowego prawa papierów wartościowych obrót giełdowy w Chinach gwałtownie się rozwijał[32].

W 2010 r. Chiny pokonały kolejną barierę – wyprzedziły Brazylię oraz USA pod względem liczby akcji spółki, wprowadzanych po raz pierwszy do obrotu giełdowego (IPO)[33]. Sytuacja ta jest efektem zachęcania, przez władze chińskie małych i średnich przedsiębiorstw do debiutowania na giełdzie. W wyniku tego, w Chinach powstała moda na giełdę, nagła eksplozja jej popularności. Ukształtowała się też nowa warstwa kapitalistów z łatwym dostępem do giełdy i możliwości, jakie oferuje. *Insider trading* stał się popularnym sposobem na szybki i pewny zysk.

Już w pięć lat po wprowadzeniu nowego prawa papierów wartościowych uznano, że prawo w zakresie wykorzystywania informacji poufnej jest nieskuteczne i nie przystaje do praktyki. Chińska Securities Regulatory Commision (CSRC)[34], 29 lipca 2010 r. zadecydowała się na uchwalenie Interim provisions on the Securities Investment Advisor Business[35] oraz Tentative Provi-

[30] Wcześniej funkcjonowała w latach 1891 do 1941 oraz w latach 1946 do 1949, kiedy to została zamknięta na skutek całkowitego przejęcia władzy przez komunistów.

[31] Kompleksowe regulacje z zakresu prawa papierów wartościowych funkcjonowały w Chinach od 1 lipca 1999 r., jednak nie przystawały one do potrzeb rozwiniętego rynku kapitałowego. Securities Law of the People's Republic of China – Prawo Papierów Wartościowych Chińskiej Republiki Ludowej, Postanowienie Prezydenta Chińskiej Republiki Ludowej nr 43, http://www.china.org.cn/english/government/207337.htm [dostęp: 28.02.2016].

[32] G.T.J Yang, *Insider Trading China: Compared With Cases In The United States*, „Maryland Series in Contemporary Asian Studies", Vol. 2012.

[33] Initial Public Offering – Pierwsza oferta publiczna.

[34] Pinyin Zhōngguó Zhèngquàn Jiāndū Guǎnlǐ Wěiyuánhuì – Chińska Komisja Regulacyjna ds. Papierów Wartościowych.

[35] Ogłoszenie Chińskiej Komisji Regulacyjnej ds. Papierów Wartościowych nr 27 z 2010 r., http://www.lawinfochina.com/display.aspx?lib=law&id=8458&CGid= [dostęp: 28.02.2016].

sions for Issuance of Securities-related Research Reports[36]. Pierwsza regulacja wprowadzała szereg restrykcji wobec firm konsultingowych, które odtąd, pod groźbą surowych kar, miały zakaz wykorzystywania poufnych informacji w toku swojej działalności. Była to próba ochrony podmiotów korzystających z usług firm doradczych, które szeroko wykorzystywały powierzone im tajemnice biznesowe przeciwko swoim klientom, doradzając inwestorom zakup bądź sprzedaż instrumentów finansowych w oparciu o posiadane przez siebie poufne informacje[37]. Druga regulacja wymagała od firm analitycznych, aby wydając raport na temat emitenta, informowały, czy posiadają jego udziały oraz w jakiej wysokości. Ponadto zakazywała ona zajmowania pozycji przeciwnych do zalecanych w raporcie[38]. Miało to na celu przeciwdziałanie powszechnym sytuacjom, w jakich firma konsultingowa posiadająca trudne do sprzedaży udziały, wydawała raport zalecający ich kupno, dzięki czemu w sposób nieuczciwy kreowała popyt na swoje walory, bądź pragnąc nabyć udziały konkretnej spółki, wydawała o niej negatywne zalecenia, dzięki czemu mogła po zaniżonej wartości sfinalizować transakcje.

Pomimo kolejnych regulacji, liczba przestępstw z wykorzystaniem informacji poufnych rosła w sposób geometryczny. Reakcją na ten stan rzeczy było wydanie, przez *Zuìgāo Rénmín Fǎyuàn* – chiński Sąd Najwyższy, 1 czerwca 2012 r. regulacji odnośnie do wykorzystywania informacji poufnej: Interpretation on Several Issues Concerning the Specific Application on Law in Handling the Criminal Cases of Insider Trading and Divulgement of Insider Information[39]. Sąd Najwyższy wskazywał m.in., kiedy w *insider tradingu* mamy do czynienia z poważnym przestępstwem (transakcja opiewająca na co najmniej 500 000 juanów[40] w przypadku obrotu akcjami, trzykrotne posłużenie się informacją poufną czy kwota zysków bądź strat przekraczająca 150 000 juanów), skupiał się też na osobach posiadających poufną informację nielegalnie oraz na systemie kar.

Sankcje oraz ich egzekwowanie

Mimo obowiązywania nowych uregulowań rynku kapitałowego, wykrywanie nadużyć pozostaje na bardzo niskim poziomie. W 2007 r. doszło do skaza-

[36] Ogłoszenie Chińskiej Komisji Regulacyjnej ds. Papierów Wartościowych nr 28 z 2010 r., http://hk.lexiscn.com/law/tentative-provisions-for-issuance-of-securities-related-research-reports.html [dostęp: 28.02.2016].

[37] S.L. Chen, *China Introduce New Regulations to Prevent Stock Price Manipulation from Stock Analysts*, Taipei, sierpień 2010.

[38] *Ibidem.*

[39] http://www.chinalawandpractice.com/Article/3095082/Interpretation-on-Several-Issues-Concerning-the-Specific-Application-of-the-Law-in-Handling-Criminal.html [dostęp: 28.02.2016].

[40] 1 juan = 0,6 zł, stan na czerwiec 2015 r.

nia za zaledwie jedno przestępstwo *insider tradingu*. Podobna sytuacja miała miejsce w 2008 r., w 2009 r. doszło do tego w czterech przypadkach, w następnym roku już w pięciu, a w 2011 r. – w 11 przypadkach.

W pierwszej historycznej sprawie, dotyczącej wykorzystywania informacji poufnych, „HUANG Guangyu Case" z 2007 r., biznesmen Huang Guangyu dokonał szeregu przestępstw, takich jak łapownictwo, nielegalne transakcje oraz przede wszystkim wykorzystanie informacji poufnej. W tej ostatniej kwestii sprawa przyciągnęła ogromną uwagę opinii publicznej ze względu na wcześniejsze traktowanie po macoszemu tego najgroźniejszego, wedle „Zachodu", przestępstwa przeciwko rynkowi kapitałowemu. W 2010 r. sąd pierwszej instancji skazał Huanga za wykorzystywanie informacji poufnej na karę 9 lat pozbawienia wolności oraz 600 milionów juanów grzywny. W sumie za przestępstwo *insider tradingu* oraz inne, otrzymał karę łączną 14 lat pozbawienia wolności. Chiński sąd, orzekając o wymiarze kary, wziął pod uwagę ogromną liczbę drobnych udziałowców, którzy pokrzywdzeni zostali mechanizmem *insider tradingu* oraz dochodowość całego przedsięwzięcia. Sprawa Huanga była niebywale istotna ze względu na swoją bezprecedensowość pod względem wysokości kary pozbawienia wolności, wysokości grzywny (około 360 milionów złotych) oraz skutków w zakresie oddziaływania wyroku na świadomość uczestników rynku, przez co stała się kamieniem milowym w rozwoju rynku kapitałowego w Chinach[41].

Kolejną historyczną sprawą, która nadała kierunek rozwoju sankcji, jakie będą obowiązywać w Chinach za przestępstwo wykorzystywania informacji poufnych, była sprawa Wang Yi oraz Shiao Shih Ching, członków Chińskiej Rządowej Komisji Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych (CSR). W związku z pełnionymi funkcjami oraz koneksjami, posiadali oni poufne informacje odnośnie do spółek debiutujących na giełdzie. Sprawa była wielowątkowa. Brat Wanga Yi, Wang Lai, był właścicielem firmy, do której zgłaszały się podmioty, które nie spełniały koniecznych wymagań, aby zadebiutować na giełdzie. Po nawiązaniu współpracy oraz opłacie za usługi konsultingowe, firma taka niespodziewanie zaczynała spełniać wspomniane wymagania. Sprawa wyszła na jaw przy okazji jednej z wielu typowych transakcji. Do Wang Lai zgłosił się podmiot z branży chemicznej, Qingdao Kingking, który nie spełniał wymagań do debiutu na giełdzie. Wang Lai nie poprosił o pomoc brata, lecz jego protegowanego, Shiao Shih Chinga. Następnego dnia firma ta oficjalnie spełniała już standardy do debiutu, a Shiao wzbogacił się o podarek w wysokości RMB $ 200 000. Ponadto Shiao na jednej z transakcji, w której wykorzystał swoje koneksje oraz dostęp do informacji poufnych, zarobił

[41] G.T.J. Yang, *Insider…, op. cit.,* s. 21.

RMB $ 100 milionów. W dniu 8 czerwca 2008 r. Wang Yi, ówczesny zastępca szefa Chińskiej Komisji Nadzoru, trafił do aresztu. Śledczy rozpoczęli badanie dokonanych przez niego transakcji oraz koneksji. W dniu 29 kwietnia 2009 r. śledztwo objęło również Shiao Shih Ching'a. W kwietniu 2010 r. Wang Yi został skazany na karę śmierci za korupcję, udowodnioną na kwotę RMB $ 11,9 miliona. Rok później Shiao Shih Ching również został skazany na śmierć, gdyż udowodniono mu korupcję w wysokości RMB $ 15,46 milionów oraz zysk z wykorzystania informacji poufnej w wysokości RMB $ 100 milionów. Ponadto, pomimo zasądzenia kary śmierci, musiał on zwrócić RMB $ 72,5 miliona nielegalnych zysków.

Na podstawie powyższych orzeczeń można uznać, że zjawisko *insider trading* jest w Chinach karane z całą surowością i bezwzględnością. Sprawa ta pokazała, że władze chińskie chcą dać jasny sygnał, iż wykorzystywanie informacji poufnej nie będzie w tym kraju tolerowane. Procesy były szeroko komentowane w kontrolowanych przez władze mediach, ku przestrodze potencjalnych *inisder traderów*. W praktyce jednak dwa lata po egzekucji Shiao, w 2012 r., chińskie spółki giełdowe zatrudniały 28 byłych członków Chińskiej Komisji Nadzoru, którzy za sowite wynagrodzenie dzielili się posiadanymi przez siebie informacjami poufnymi[42]. Najnowsze badania z 2015 r., prowadzone przez Chafen Zhu oraz Li Wang, ujawniły też, że w Chinach osoba dysponująca informacjami poufnymi osiąga zyski 2,83 razy większe od osoby niepoinformowanej[43].

W celu ochrony inwestorów, w wielu krajach wprowadzany jest zakaz zbywania bądź nabywania udziałów spółki przez *insiderów* w okresie poprzedzającym publikację sprawozdania finansowego tak, aby *insider*, posiadający wcześniej informację, nie mógł jej wykorzystać w grze giełdowej. W Wielkiej Brytanii okres ten wynosi dwa miesiące. W Stanach Zjednoczonych nie ma takiej regulacji, lecz większość firm dobrowolnie nakłada na siebie takie obostrzenie. Tymczasem gdy Giełda Papierów Wartościowych w Hong Kongu, 12 lutego 2012 r., ogłosiła wydłużenie okresu ochronnego z 30 do 60 dni, wywołało to ogromną falę sprzeciwu, a ponad 200 notowanych spółek opowiedziało się przeciwko wprowadzeniu regulacji, która miała na celu ułatwienie przeciwdziałaniu *insider tradingowi*[44].

Prawo, przewidujące drakońskie kary, okazało się bezskuteczne wobec zjawiska *insider tradingu* w Chinach. Problemy z efektywnością wykrywa-

---

42 Tan Yi Fei, Chang Lu, *The Reality of Shiao Ching's Financial Dealing*, CAACNews, Chiny, 13 maja 2011, wydanie 4076.

43 C. Zhu, L. Wang, *Insider trading under ban regulations in China's A-share market*, „China Journal of Accounting Research" 2015, 8, s. 169–191.

44 *Ibidem.*

nia przestępstw wykorzystywania informacji poufnej, przyzwolenie społeczne, przenikanie się świata biznesu i polityki oraz możliwość wysokiego zysku okazały się czynnikami, które skutecznie przeciwdziałają urzeczywistnienia idei uczciwego obrotu giełdowego. Establishment biznesowy, ze względu na dochodowość tego procederu w Chinach, aktywnie dba o ochronę swoich interesów.

W pionierskim, w swoich założeniach, badaniu z 2013 r. Qingsheng Zeng i Yaozhong Zhang przeanalizowali, w jaki sposób koneksje polityczne wpływają na zjawisko *insider tradingu* w Chinach. Potwierdzili oni naukowo, że istnieje tutaj pozytywna korelacja. Należy również podkreślić, że zjawisko *insider tradingu* związane jest znacznie częściej z podmiotami prywatnymi aniżeli z podmiotami kontrolowanymi przez państwo[45].

Pomimo powszechnego wykorzystania informacji poufnej w grze giełdowej, chińskie giełdy bardzo dobrze się rozwijają. Według raportu Światowej Federacji Giełd z dnia 31 stycznia 2015 r., giełda w Szanghaju była piątą największą na świecie, natomiast giełda w Shenzen – ósmą[46].

Skuteczność przeciwdziałania insider tradingowi

Nieefektywne regulacje prawne

Najbardziej dojrzałe oraz najstarsze regulacje odnośnie do wykorzystania informacji poufnych posiadają Stany Zjednoczone. Od blisko stulecia rozwijają definicję *insider tradingu* oraz nieustannie modyfikują katalog osób, których zachowanie powinno być penalizowane. Jednak im bliżej czasów współczesnych, tym więcej pojawia się kontrowersji. Historia zmian legislacyjnych w Stanach Zjednoczonych w tym zakresie to historia skandali, załamań giełdowych, debat publicznych oraz następujących po nich reakcji polityków, którzy w celu uspokojenia obaw inwestorów podejmowali decyzję o konieczności głębokich zmian prawnych. The Securities Exchange Act z 1934 r. nie był efektem głębokiej, wieloletniej dyskusji, dotyczącej wykorzystania informacji poufnych w grze giełdowej czy efektem analiz ekonomicznych. Jak wynika z uzasadnienia projektu, była to reakcja rządu na giełdowy krach z końca lat 20. Konieczne było uspokojenie inwestorów, którzy stracili zaufanie do giełdy, oraz odbudowanie w nich poczucia bezpieczeństwa. W latach 80., po serii medialnie głośnych skandali giełdowych oraz trudnościach na giełdzie, powstał kolejny pakiet regulacji dotyczący *insider tradingu*, który był m.in.

[45] Q. Zeng, Y. Zhang, *Political Connections, Analyst Following, and the Informativeness of Insider Trading in China*, „China Accounting and Finance Review" 2013, 15, s. 1–59.

[46] http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports [dostęp: 26.02.2016].

reakcją na bezsilność wobec wykorzystywania informacji poufnych w obrocie giełdowym. Natomiast ustawa Dodd-Frank z 31 lipca 2011 r. oficjalnie miała na celu wyeliminować luki w systemie, które doprowadziły do kryzysu finansowego z 2008 r. Ujawnia to schemat działania ustawodawcy w USA, w którym zmiana przepisów prawnych ma charakter reakcyjny na patologię związaną w wykorzystaniem poufnych informacji. Jednocześnie postępowanie to ma podłoże populistyczne, ponieważ akty są uchwalane w trudnych dla obrotu giełdowego okresach, kiedy na wprowadzanych zmianach można zbić największy kapitał polityczny.

Skądinąd regulacje chińskie są stosunkowo młode. Chiny, walcząc o pozycję światowego hegemona gospodarczego, dążą do zapewnienia rodzimemu rynkowi jak najlepszych warunków do rozwoju. W tym celu kopiują najlepsze światowe rozwiązania. W ciągu zaledwie kilkunastu lat wielokrotnie zmieniano w tym kraju prawo dotyczące wykorzystania informacji poufnych w grze giełdowej. Jak dotąd bezskutecznie. W stosunku do tego problemu można w Chinach zaobserwować podejście dychotomiczne. Oficjalnie chińskie władze, a więc faktycznie Komunistyczna Partia Chin, dąży do zapewnienia jak najlepszych perspektyw dla rozwoju obrotu giełdowego w Chinach. Z tym zamiarem podejmuje szereg działań legislacyjnych celem poprawy bezpieczeństwa, takich jak: poparcie dla surowych kar za przestępstwa giełdowe, szybka reakcja na ujawniane luki systemowe, brak sabotowania badań nad *insider tradingiem*, promowanie uczciwych postaw w biznesie. Z drugiej jednak strony w łonie partii istnieje grupa polityków, która zabezpiecza interesy osób szeroko korzystających z dobrodziejstw *insider tradingu*. Dzięki poparciu polityków, otrzymywaniu od nich informacji poufnych czy obsadzaniu stanowisk w spółkach rodzinami wysoko postawionych dygnitarzy tworzy się drugi, niedostępny dla mediów świat powiązań polityczno-biznesowych, wśród których to właśnie *insider trading* jest jednym z głównych sposobów na pewny zysk.

Skuteczność

Ani w Stanach Zjednoczonych, ani tym bardziej w Chinach nie udało się zwalczyć zjawiska *insider tradingu*. W USA rozwijany od 80 lat system ochrony rynku nadal nie jest szczelny ani gotowy, aby wypełnić stawiane przed nim zadania. Architektura prawna, sprzyjający klimat polityczny oraz instytucje z potężnymi budżetami na walkę z tym zjawiskiem są bezsilne. *Insider trading* wedle licznych badań jest stałym i nieodłącznym elementem obrotu giełdowego.

Chiny, nowa potęga gospodarcza, skupiły się na walce ze zjawiskiem poprzez drastycznie surowe kary, z karą śmierci włącznie. Mimo tego, podobnie

jak w USA, władze poniosły na tym polu klęskę. Co więcej nawet kampania przeciwko korupcji, w którą wpisuje się również zwalczanie *insider tradingu*, nie przeszkodziła w swobodnym rozwoju tego zjawiska.

Konkluzje

W oparciu o dane empiryczne dotyczące powszechności występowania *insider tradingu* możliwa jest przybliżona ocena skali zjawiska. Zarówno Stany Zjednoczone, jak i Chiny są światowymi liderami gospodarczymi, co naturalnie skłania naukowców do analizy przebiegu transakcji właśnie na tamtejszych rynkach. Liczne badania, przywołane w niniejszej pracy, wskazują, że skala zjawiska jest ogromna, rzędu co najmniej kilkunastu procent. W tej sytuacji należy stwierdzić, że państwa te osiągnęły pozycję światowych liderów gospodarczych, nie posiadając efektywnego systemu zabezpieczeń przed jednym z najgroźniejszych przestępstw giełdowych, tj. *insider tradingiem*.

Dogmat, który zakłada, że powszechne wykorzystanie informacji poufnych uniemożliwia rozwój rynku giełdowego, a w dłuższym czasie powoduje jego degenerację, z upadkiem giełdy włącznie, jest błędny. Liczne badania empiryczne nad *insider tradingiem* w Stanach Zjednoczonych oraz Chinach potwierdzają powszechność tego patologicznego zjawiska w obu wymienionych państwach, co jednocześnie nie stoi na przeszkodzie rozwoju tamtejszych rynków giełdowych.

Zjawisko powszechnego wykorzystywania informacji poufnych w obrocie giełdowym negatywnie wpływa na koszt kapitału, zaufanie uczestników do rynku oraz daje nieuczciwą przewagę *insiderom* nad pozostałymi uczestnikami rynku. Jednak co do zasady nie uniemożliwia rozwoju prężnego rynku giełdowego, nie prowadzi do stagnacji ani masowego odpływu inwestorów giełdowych. Skuteczność regulacji prawnych, jak i efektywny system ochrony inwestorów, również nie jest czynnikiem, który wpływa na rozwój bądź regres rynku.

Występowanie zjawiska *insider tradingu* zależne jest to od wielu czynników, z których najważniejszymi wydają się: efektywność wymiaru sprawiedliwości i organów administracji, uwarunkowania kulturowe, wolność mediów oraz poziom etyki biznesu panujący w danym państwie. Przykład USA i Chin dowodzi jednak, że regulacje prawne jedynie w bardzo nikłym stopniu wpływają na częstotliwość wykorzystywania informacji poufnych.

Stany Zjednoczone, które wybrały drogę ciągłego zwiększania wymagań wobec uczestników obrotu, inwigilacji, zwłaszcza elektronicznej oraz płatnego donosicielstwa, nie odniosły sukcesu, choć poza restrykcyjnym systemem były również wspierane efektywnym i surowym wymiarem sprawiedliwości.

Natomiast przykład Chiński pokazuje, że zwiększanie sankcji w przypadku przestępstw wymierzonych przeciwko rynkowi kapitałowemu, a nawet pokazowe wymierzenie kary śmierci, nie jest w stanie ukrócić tego zjawiska.

Pomimo powszechnego wykorzystania informacji poufnych w grze giełdowej, rynki kapitałowe tak w Stanach Zjednoczonych, jak i w Chinach rozwijają się najlepiej na świecie. Przyczyn takiego stanu rzeczy jest wiele, od potencjału ludzkiego, zasobów naturalnych, przez sytuację geopolityczną obu państw, na systemie prawnym kończąc.

Podkreślenia wymaga jednak fakt, że obrót giełdowy Chin oraz USA trawi zjawisko powszechnego wykorzystania informacji poufnych, a mimo to ponad wszelką wątpliwość rynek giełdowy obu państw nieustannie się rozwija.

Jak przytoczono na wstępnie, występowanie *insider tradingu* w dłuższej perspektywie prowadzi do spadku zainteresowania giełdą ze strony uczestników obrotu, wycofywania kapitału, spadku płynności oraz braku poczucia bezpieczeństwa, a w dalszej konsekwencji upadku giełdy. To stanowisko to spójny i logiczny model teoretyczny, który jednak nie znalazł pokrycia w badaniach empirycznych.

Przykład USA oraz Chin pozwala też sformułować hipotezę badawczą, która może być przyczynkiem do dalszych prac: uregulowania prawne w przypadku wykorzystywania informacji poufnej mają charakter wizerunkowy, natomiast z bezpieczeństwem obrotu są słabo skorelowane.

Należy jednak zaznaczyć, że uregulowania zakazujące *insider tradingu*, choć nieskuteczne, odgrywają bardzo ważną rolę, opartą na schemacie działań o charakterze *public relations*. Istnienie przepisów mających na celu ochronę inwestora daje mu poczucie bezpieczeństwa**.** Zniesienie nieefektywnych przepisów niosłoby również za sobą ryzyko, że zostanie to odebrane jako pozwolenie ustawodawcy na dowolne wykorzystywanie asymetrii informacyjnej występującej w obrocie giełdowym. Dla żywotności obrotu giełdowego nie jest jednak ważne, czy regulacje prawne w sposób skuteczny chronią uczestników obrotu. Ważne jest natomiast subiektywne odczucie inwestora na temat poziomu bezpieczeństwa jego inwestycji. Przy niskim poczuciu bezpieczeństwa następował będzie powolny i długotrwały upadek giełdy. W przeciwnym przypadku, gdy uczestnicy obrotu będą postrzegali giełdę jako bezpieczne środowisko, będą także inwestowali, przyczyniając się do jej rozwoju.

W Stanach Zjednoczonych pierwsza nowoczesna regulacja została wprowadzona po Wielkim Kryzysie z końca lat 20., aby przywrócić zaufanie inwestorów do instytucji giełdy[47], której krach był spowodowany m.in. po-

[47] J.K. Martin, *Insider Trading and the Misappropriation Theory: Has the Second Circuit Gone Too Far?*, St. John's Law Review, New York, czerwiec 2012.

wszechnymi manipulacjami na rynku. Ostatnia wielka regulacja Dodd-Frank również została wprowadzona po wielkim krachu finansowym – z 2008 r. W znacznym stopniu upraszczając obraz tego skomplikowanego problemu, można uznać, że kolejne, coraz bardziej restrykcyjne przepisy w USA pełniły funkcję reklamy oraz zachęty dla inwestorów do powrotu na giełdę. Mieli oni, dzięki wprowadzeniu nowych regulacji, odnosić wrażenie, że na giełdzie jest już bezpiecznie, podczas gdy, jak wykazują liczne prace, nigdy nie mieliśmy w przypadku giełdy do czynienia z bezpiecznym obrotem. W tej sytuacji staje się zrozumiałe, dlaczego giełda w USA uważana jest za najbezpieczniejszą na świecie, mimo że fachowe badania wskazują, że jest wprost przeciwnie.

W Chinach władze, w walce w *insider tradingiem*, poświęciły życie ludzkie. O sprawach tych donosiły agencje prasowe na całym świecie, dzięki czemu w świadomości inwestorów utrwaliło się poczucie bezpieczeństwa i obraz Chin jako rynku, gdzie wszelkie próby oszustwa ścigane są przez państwo z całą determinacją. Wedle założeń niski poziom bezpieczeństwa obrotu powinien być dla chińskich giełd zgubny i w dłuższej perspektywie doprowadzić do ich upadku. Tymczasem rzeczywistość jest zgoła odmienna. Informacje o prawdziwym stanie bezpieczeństwa chińskiej giełdy z powodów politycznych nie mają szans przebić się do szerszej opinii publicznej w Chinach. Inwestorzy, dzięki iluzji poczucia bezpieczeństwa, lokują w ten sposób na chińskiej giełdzie dorobki swojego życia. W Chinach popularne jest również zjawisko zaciągania kredytu celem zakupu papierów wartościowych. Nie byłoby to możliwe bez obecności propagandy, zapewniającej, że władza bezwzględnie dba o bezpieczeństwo obrotu. W związku z tym, jak się szacuje, około 80 do 90 milionów obywateli Chin inwestuje na giełdzie, nie będąc świadomymi zagrożenia.

Zjawisko wykorzystywania informacji poufnych w grze giełdowej ma swoje liczne pozytywne, jak i negatywne aspekty. Postrzeganie jednak wykorzystywania informacji poufnych jako czynnika prowadzącego do destrukcji rynku giełdowego, jakkolwiek jest logiczne, to jednocześnie nieprawdziwe.

Konkludując, zjawisko wykorzystywania poufnych informacji w grze giełdowej jest zjawiskiem powszechnym oraz trwałym w czasie. Zjawisko *insider tradingu* jest nieodłącznie związane z giełdą. Wobec powyższego, założenie, że fenomen *insider tradingu* uniemożliwia rozwój giełdy, powoduje spadek płynności, odpływ inwestorów oraz w dłuższej perspektywie czasu prowadzi do upadku giełdy, jest niezgodne z rzeczywistością, co też doskonale ilustruje przykład Stanów Zjednoczonych oraz Chin.

Abstract
The consequences of the use of confidential information in stock exchange turnover in theory and practice: the examples of the United States and China

Lawyers writing about insider trading often reproduce the assumption that this phenomenon prevents the development of the stock exchange. The author takes on the workshop the assumption, whether the stock market actually cannot develop in the presence of insider trading. The examples of the US and China show that the use of confidential information and the development of exchanges are poorly correlated with each other.
Key words: insider trading, stock exchange securities, the US, China, the Dodd-Frank

Streszczenie
Konsekwencje wykorzystywania informacji poufnych w obrocie giełdowym w teorii i praktyce na przykładzie USA oraz Chin

Prawnicy, zajmujący się zagadnieniem *insider tradingu*, często powielają założenie, jakoby zjawisko to miało uniemożliwiać rozwój giełdy. Autor niniejszego artykułu skupia się na zbadaniu, czy rzeczywiście rynek papierów wartościowych nie jest w stanie rozwijać się, gdy dochodzi na nim do przypadków *insider tradingu*. Przykłady Stanów Zjednoczonych i Chin pokazują, że użycie informacji poufnej i rozwój giełdy są ze sobą słabo skorelowane.
Słowa kluczowe: *insider trading*, giełda, USA, Chiny, Dodd-Frank