

Paweł Michalski

Insider trading

z perspektywy regulacji
europejskich, polskich
i szwajcarskich

Fragment książki
materiał promocyjny

Insider trading zwykle kojarzy się z czymś niewłaściwym. Jednak dla insidera dostęp do wiedzy jest pochodną jego pracy na rzecz przedsiębiorstwa. Jak wyglądają uregulowania prawne tej kwestii?

Paweł Michalski

Insider trading

z perspektywy regulacji
europejskich, polskich
i szwajcarskich

edu-Libri

Kraków-Legionowo 2015

© edu-Libri s.c. 2015

Redakcja merytoryczna i korekta: edu-Libri

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS

Praca magisterska wyróżniona Nagrodą Giełdy Papierów Wartościowych
w Warszawie w roku 2014

Wydawnictwo edu-Libri
ul. Zalesie 15, 30-384 Kraków
e-mail: edu-libri@edu-libri.pl

Skład i łamanie: GRAFOS

ISBN (druk) 978-83-63804-57-2
ISBN e-book (PDF) 978-83-63804-58-9
ISBN e-book (epub) 978-83-63804-59-6
ISBN e-book (mobi) 978-83-63804-60-2

Spis treści

Wstęp	7
1. Insider trading a etyka	9
1.1. Uczciwość i jej przesłanki	9
1.1.1. Obowiązek lojalności	11
1.1.2. Równy dostęp do informacji	11
1.1.3. Brak szkody.....	12
1.2. Inne kryteria decyzyjne	13
1.2.1. Bezprawie	13
1.2.2. Jednakowe reguły gry.....	13
1.3. Uwagi końcowe	14
2. Insider trading w naukach ekonomicznych	15
2.1. Ekonomiczna analiza prawa	15
2.1.1. Pozytywna ekonomiczna analiza prawa	15
2.1.2. Normatywna ekonomiczna analiza prawa	16
2.2. Kryteria wykorzystywane do oceny insider tradingu	16
2.2.1. Efektywność – informacje ogólne	16
2.2.2. Zastosowanie kryterium efektywności w ocenie regulacji	17
2.3. Behawioralna ekonomiczna analiza prawa	25
2.4. Uzasadnienie regulacji w ujęciu etyczno-ekonomicznym	26
2.5. Charakter prawny regulacji insider tradingu	27
2.5.1. Prawo prywatne	27
2.5.2. Prawo publiczne	28
2.6. Uwagi końcowe	29
3. Insider trading w prawie europejskim	30
3.1. Uwagi wprowadzające	30
3.2. Pierwsze paneuropejskie przepisy w zakresie insider tradingu	30
3.3. Zaostrzenie regulacji – dyrektywa Market Abuse	31
3.4. Pojęcie informacji wewnętrznej w prawie europejskim	33
3.4.1. Kryterium precyzyjności informacji	33
3.4.2. Cenotwórczy charakter informacji i test racjonalnego inwestora	37
3.4.3. Informacja odnosząca się do instrumentów finansowych	38
3.4.4. Informacja odnosząca się do emitentów instrumentów finansowych ...	39
3.5. Mechanizmy zabezpieczające	39

3.5.1. Możliwe rozwiązania	39
3.5.2. Obowiązek ujawnienia informacji wewnętrznych	40
3.5.3. Zakaz wykorzystywania informacji wewnętrznych	44
3.5.4. Listy insiderów	45
3.5.5. Sankcje	46
3.6. Nadzór	47
3.7. Niespójność przepisów pod rządami dyrektywy Market Abuse	48
3.8. Przyszłość systemu przeciwdziałania insider tradingowi w Europie	48
3.8.1. Rozporządzenie Market Abuse	50
3.8.2. Dyrektywa Market Abuse II	52
3.9. Uwagi końcowe	54
4. Insider trading w prawie polskim	56
4.1. Uwagi wstępne	56
4.2. Pojęcie informacji poufnej	57
4.2.1. Kryterium precyzyjności informacji	58
4.2.2. Kryterium cenotwórczości informacji	59
4.2.3. Informacja dotycząca emitenta lub jego instrumentów finansowych	60
4.2.4. Kryterium poufności (nieprzekazania do publicznej wiadomości)	60
4.3. Pojęcie insidera w prawie polskim	61
4.4. Mechanizmy zabezpieczające	62
4.4.1. Uwagi wprowadzające	62
4.4.2. Zakaz ujawniania i wykorzystywania informacji poufnych	62
4.4.3. Obowiązki informacyjne związane z informacją poufną	65
4.4.4. Listy insiderów	68
4.4.5. Okresy zamknięte	70
4.4.6. Ład korporacyjny	71
4.4.7. Sankcje	72
4.5. Uwagi końcowe	75
5. Insider trading w prawie szwajcarskim	77
5.1. Uwagi wprowadzające	77
5.2. Pojęcie informacji wewnętrznej w prawie szwajcarskim	78
5.2.1. Poufny charakter informacji	79
5.2.2. Cenotwórczy charakter informacji	80
5.2.3. Definicja instrumentu finansowego	80
5.2.4. Giełda lub instytucja o podobnym charakterze w Szwajcarii	81
5.3. Definicja insidera w prawie szwajcarskim	81
5.4. Mechanizmy zabezpieczające	82
5.4.1. Założenia	82
5.4.2. Zakaz wykorzystywania informacji wewnętrznych	83
5.4.3. Szczegółne obowiązki informacyjne związane z informacją wewnętrzną .	84
5.4.4. Katalog dopuszczalnych czynności	87
5.4.5. Ład korporacyjny	87
5.5. Nadzór i sankcje	88
5.5.1. Nadzór administracyjny	88
5.5.2. Ściganie naruszeń zakazu wykorzystywania informacji wewnętrznej...	89
5.5.3. Nadzór nad wykonywaniem obowiązków informacyjnych emitentów ..	91
5.6. Uwagi końcowe	91
Zakończenie	93
Bibliografia	95

Wstęp

Insider trading oznacza, w najprostszym ujęciu, zawieranie transakcji przez pracowników przedsiębiorstwa wykorzystujących cenotwórczą i niejawną informację pochodzącą „z wewnątrz” tego przedsiębiorstwa. Insider trading kojarzy się zwykle z czymś niewłaściwym. Na tę postać rzeczy mają bez wątpienia wpływ znane produkcje filmowe, takie jak kultowe już „Wall Street” z 1987 r. Negatywne konotacje wynikają również z poczucia, że zysk osiągany przez wykorzystanie gorszej pozycji innej osoby to coś nieuczciwego – w transakcjach z insiderami jedna ze stron ma bowiem dostęp do informacji, o której istnieniu druga ze stron najczęściej nie ma nawet pojęcia. Pojawiają się wręcz głosy, że „insider trading nie różni się niczym od kradzieży” [Kraakman, 1991, s. 39]. Z punktu widzenia insidera sytuacja wygląda zgoła inaczej. Poświęca on swój czas i niejednokrotnie środki, aby przedsiębiorstwo, w którym uczestniczy, osiągnęło sukces. Dostęp do wiedzy jest pochodną jego pracy na rzecz tego przedsiębiorstwa. Czy zatem prawo powinno karać taką osobę za jej wysiłek, czy też raczej powinno pozwolić insiderowi na przysłowiowe odcinanie kuponów od swojej działalności?

Pytanie to stanowi jedynie wierzchołek góry wątpliwości wynikających ze złożoności opisywanego zjawiska. Przez dziesiątki lat prawodawcy stawali przed podobnymi wątpliwościami i próbowali odpowiedzieć na pytanie, czy, a jeśli tak, to w jaki sposób, regulować insider trading. Za obecnymi przepisami prawa rynku kapitałowego stoi jednak nie tylko doświadczenie prawodawców, ale również szereg uzasadnień ekonomicznych, etycznych, a w pewnej mierze także politycznych. Nie sposób zatem zrozumieć dostatecznie tego zjawiska bez, choćby ogólnego, zapoznania się z przyczynami jego uregulowania. W związku z powyższym omówienie insider tradingu w niniejszej pracy rozpoczyna rozważania prowadzone na temat badanego zjawiska w naukach filozoficznych (rozdz. 1), a następnie, w tym samym zakresie, przedstawiony zostanie dorobek nauk ekonomicznych (rozdz. 2). Pozostała część pracy zostanie poświęcona omówieniu regulacji insider tradingu w prawie europejskim (rozdz. 3), polskim (rozdz. 4) i szwajcarskim (rozdz. 5). Autor wyraża nadzieję, że pozwoli to na wyjaśnienie na czym insider trading dokładnie polega i dlaczego obecna regulacja tego zjawiska ma kształt taki, a nie inny.

Bibliografia

- Akerlof G.A. [1970], *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, "84 Quarterly Journal of Economics".
- Alexander K. [2013], *The Law of Insider Dealing: A Tale of Two Jurisdictions*, „Die Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft”, nr 112.
- Assman H.D., Schneider U.H. (red.) [2012], *Kommentar zum WpHG*, wyd. 6.
- Bainbridge S. [1986], *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, „University of Florida Law Review”, t. 38.
- Bainbridge S. [2009], *Corporate Law*, wyd. 2, Nowy Jork .
- Banoff B. [1984], *Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415*, „Virginia Law Review”, t. 70,
- Becker G. [1968], *Crime and Punishment: An Economic Approach*, „Journal of Political Economy”, t. 76, nr 2.
- Becker G. [1976], *The Economic Approach to Human Behaviour*, Chicago.
- Bentham J. [1958], *Wprowadzenie do zasad moralności i prawodawstwa*, 1781, tłum. B. Nawroczyński, PWN, Warszawa.
- Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch* [2009], 29 stycznia; <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375/>.
- Berle A., Means G. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, Nowy Jork.
- Biesbecker A., Kesting S. [2003], *Mikroökonomik, Eine Einführung aus sozialökologischer Perspektive*, Monachium.
- Böckli P [1989], *Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates*, Zürich.
- Bojańczyk M. [2010], *Menadżerowie i właściciele na rynku kapitałowym. Kryzys zarządzania spółkami*, Warszawa.
- Brandeis L.D. [1914], *Other People's Money and How the Bankers Use It*.
- Brinckmann H. [2009], *Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung*.
- Brinckmann H. [2013], [w:] R. Veil (red.), *European Capital Markets Law*, Oksford (cyt. jako „Brinckmann”).
- Brudney V. [1979], *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, „Harvard Law Review”, t. 93.
- Bushman R., Piotroski J., Smith A. [2005], *Insider Trading Restrictions and Analysts' Incentives to Follow Firms*, „Journal of Finance”, t. 60.
- Busse J., Green C. [2002], *Market Efficiency in Real Time*, „Journal of Financial Economics”, t. 65.
- Carlton D., Fischel D. [1983], *The Regulation of Insider Trading*, „Stanford Law Review”, t. 35.
- CESR [2007], *Market Abuse Directive. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, lipiec.
- CESR [2008], *Report on administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in Member States under the market abuse directive (MAD)*, CESR/08-099, luty.

- CESR [2009], *Market Abuse Directive. Level 3 – third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, maj.
- Coase R. [1960], *The Problem of Social Cost*, „Journal of Law and Economics”, nr 10.
- De Jong F., Rindi B. [2009], *The Microstructure of Financial Markets*, Cambridge.
- de Larosière J. [2009], *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25 lutego.
- Dogolpolov S. [2004], *Insider Trading and the Bid/Ask-Spread: A Critical Evaluation of Adverse Selection on Market Making*, „Capital University Law Review”, t. 33.
- Dooley M. [1980], *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, „Virginia Law Review”, t. 66.
- Eastbrook F. [1981], *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, „Supreme Court Review”.
- EFD [2010], Eidgenössische Finanzdepartement (Szwajcarski Związkowy Departament Finansów), *Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch)*, 18 stycznia.
- Elżanowski F. [2012], *Ekonomiczna analiza regulacji insider trading*, „Przegląd Prawa Handlowego”, grudzień.
- Englerth M. [2007], *Behavioral Law and Economics – eine kritische Einführung*, [w:] C. Engel, M. Englerth, J. Lüdemann, I. Spiecker (red.), *Recht und Verhalten, Beiträge zu Behavioral Law and Economics*.
- ESMA [2007], *Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Bruksela, 6 lipca.
- Fama E.F. [1970], *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „25 Journal of Finance”.
- Feller U. [2008], *Vergleich der Regeln zur Ad-hoc-Publizität für Emitenten, deren Aktien an der SWX und an der SWX Europe gehandelt werden*, „AJP”, nr 9, wrzesień.
- Ferreira M., Fernandes N. [2009], *Insider Trading Laws and Stock Price Informativeness*, „The Journal of Financial Studies”, t. 22.
- FINMA [2013], *Leitlinien zur Finanzmarktregulierung*, 3 lipca.
- Forstmoser P. [1973], *Effektenhandel durch Insider*, „SAG”, nr 45.
- Fox M., Morck R., Yeung B., Durnev A. [2003], *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The new Evidence*, „Michigan Law Review”, t. 12.
- Friedrich N. [2007], *Die Rolle von Analysten bei der Bewertung von Unternehmen am Kapitalmarkt. Das Beispiel Telekommunikationsindustrie*, Kolonia.
- Friedman D. [1987], *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, t. 3.
- Gerke W., Rapp H. [1994], *Strukturveränderungen im internationalen Börsenwesen*, „Die Betriebswirtschaft”, t. 54.
- Gilson R.J., Kraakman R.H. [1984], *The Mechanisms of Market Efficiency*, „70 Virginia Law Review”.
- Glicz M. [2005], *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, „Przegląd Prawa Handlowego”, październik.
- Glicz M. [2014], *Komentarz do art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*.
- Górecki M. [2007], *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemu regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, „Czasopismo Kwartalne całego prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego”, nr 1.
- Górecki M. [2008], *Informacje poufne na rynku kapitałowym – obowiązki, procedury, sankcje*, „Czasopismo Kwartalne całego prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego”, nr 1 (cyt. jako „Obowiązki”).
- Goshen Z., Parchomovsky G. [2006], *The Essential Role of Securities Regulation*, „Duke Law Journal”, t. 55.
- Grabowski P.K. [2006] [w:] I. Pieczyńska-Czerny, P.K. Grabowski (red.), *Dyrektywa Market Abuse w krajowym porządku prawnym zagadnienia wybrane*, Warszawa.
- Graham B., Dodd D. [1962], *Security Analysis – Principles and Technique*, wyd. 4, Nowy Jork.
- Güth W., Schmittberger R., Schwarze B. [1982], *An experimental analysis of ultimatum bargaining*, „Journal of Economic Behavior & Organization”, t. 3, nr 4, grudzień.

- Haddock D., Macey J. [1986], *Controlling Insider Trading in Europe and America: The Economics of the Politics*, [w:] M. von der Schulenburg, G. Skogh (red.), *Law and Economics and the Economics of Legal Regulation*.
- Hansen J.L., Moalem D. [2009], *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*, „Capital Markets Law Journal”, t. 4, nr 3.
- Harris L. [2003], *Trading and Exchanges, Marketmicrostructure for Practitioners*, Oksford.
- Heilmann K., Lägera V., Oehler A. [2001], *Aggregation of Information, Insider Trading and Liquidity in Experimental Call Markets*, Working Paper, Universität Bamberg.
- Hicks J. [1939], *The Foundations of Welfare Economics*, „Economic Journal”, t. 49.
- Jaffe J., Winkler R. [1976], *Optimal Speculation Against an Efficient Market*, „Journal of Finance”, t. 31.
- Jakszuk S., Rypina M. [2014], *Komentarz do art. 57 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*.
- Jaworski S., Kołkowski J. [2014], *Wybrane zagadnienia dotyczące informacji poufnych*, „Monitor Prawniczy”, nr 5.
- Jensen M., Mechling W. [1976], *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, t. 3, nr 4.
- Jolls C., Sunstein C., Thaler R. [1998], *A Behavioral Approach to Law and Economics*, „Stanford Law Review”, t. 50.
- Kahneman D. i in. [1986], *Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Markets*, „76 American Economic Review”.
- Kahneman D., Knetsch J., Thaler R. [1986], *Fairness and the Assumptions of Economics*, „Journal of Business”, t. 59.
- Kahneman D., Tversky A. [1981], *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, „Science”, t. 211.
- Kaldor N. [1939], *Welfare Propositions in Economics and Interpersonal Comparisons of Utility*, „Economic Journal”, t. 49.
- Kaplan S. [1963], *Wolf v. Weinstein: Another Chapter on Insider Trading*, „The Supreme Court Review”.
- Kelman M., Rottenstreich Y., Tversky A. [1996], *Context-Dependence in Legal Decision Making*, „Journal of Legal Studies”, t. 25.
- Klock M. [1994], *Mainstream Economics and the Case for Prohibiting Insider Trading*, „Georgia State University Law Review”, t. 10.
- Koch P. [2013], [w:] R. Veil (red.), *European Capital Markets Law*, Oksford.
- Kowalewski J. [2008], *Das Vorerwerbersrecht der Mutteraktionäre beim Börsengang einer Tochtergesellschaft*.
- Kraakman R. [1991], *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*, [w:] K. Hopt, E. Wymeersch (red.), *European Insider Dealing, Law and Practice*, Londyn.
- Krause H., Brellocks M. [2013], *Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, „Capital Markets Law Journal”, t. 8, nr 3, czerwiec.
- Kress S.L. [1996], *Effizienzorientierte Kapitalmarktregulierung: Eine Analyse aus institutionenökonomischer Perspektive*.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate ownership around the World*, „Journal of Finance”, t. 54.
- Langevoort D.C. [1999], *Rereading „Cady, Roberts”:* *The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation*, „Columbia Law Review”, t. 99, nr 5.
- Leuenberger C. [2010], *Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels de lege lata und de lege ferenda in der Schweiz*.
- Levmore S. [1982], *Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts*, „Virginia Law Review”, t. 68, nr 1.
- Manne H. [1966], *Insider Trading and the Stock Market*, Chicago.
- Manne H. [1985], *Insider Trading and Property Rights in Information*, „CATO Journal”, t. 4.
- Michalski M. [2014], *Komentarz do art. 98 ustawy o ofercie*, [w:] *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*.

- Noia C.D, Gargantini M. [2012], *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, ECFR.
- Nyantung B.L. [2007], *Insider Trading Laws and the Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, „Journal of Corporate Law”, t. 32.
- Nyantung B.L. [2008], *Do Investors in Controlled Firms Value Insider Trading Laws? International Evidence*, „Journal of Law, Economics and Policy”, t. 4.
- Pareto V. [1906], *Manuale di Economia Politica*.
- Piecznińska-Czerny I., Grabowski PK. [2006], *Dyrektywa Market Abuse w krajowym porządku prawnym zagadnienia wybrane*, Warszawa.
- Posner R. [1980], *The Ethical and Political Basis of the Efficiency Norm in Common Law Adjudication*, „Hofstra Law Review”, t. 8.
- Rider B., Ashe M. [1993], *Insider Crime*, Bristol.
- Ross W.D. [1930], *The Right and the Good*, Oksford.
- Rypina M. [2014], *Komentarz do art. 66 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*.
- Scanlon T. [1998], *What we owe to Each Other*, Cambridge.
- Scheppel K.L. [1993], *“It’s just not right”: The Ethics of Insider Trading*, „Law and Contemporary Problems”, t. 56.
- Segré C. [1966], *The development of a European capital market*, Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission.
- Shavell S. [2004], *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge.
- Simon H. [1955], *A Behavioral Model of Rational Choice*, „The Quarterly Journal of Economics”, t. 69, nr 1.
- Sójka T. [2008], *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*.
- Sójka T. (red.) [2010], *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*.
- Stout L. [1988], *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, „Michigan Law Review”, t. 87.
- Stratenwerth G. [2005], *Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil I: Die Straftat*, 3 wyd., Berno.
- Stratenwerth G., Wohlers W. [2009], *Schweizerisches Strafgesetzbuch – Handkommentar*.
- Strebel F. [1990], *Insidervergehen und Banken*, Wintertuhr.
- Strudler A., Orts E. [1999], *Moral Principle in the Law of Insider Trading*, „Texas Law Review”, t. 78.
- Szymański R.F., Kocemba K. [2013], *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*.
- UKNF [2011], *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Warszawa, <https://www.knf.gov.pl/Images/wzmocnienie_ochrony_uczestnikow_rynku_kapitalowego_tcm75-25693.pdf>
- Trippel M., Urbach G. [2007], *Kommentar zu Art. 161 StGB*, [w:] R. Watter, P.N. Vogt (red.), „Basler Kommentar, Börsengesetz”.
- Veil R. [2013], *European Capital Markets Law*, Oksford.
- Veil R., Walla F. [2010], *Schwedisches Kapitalmarktrecht. Eine rechtsvergleichende Studie aus der Perspektive des Gemeinschaftsrechts*.
- Vokuhl N. [2007], *Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft*.
- Weber P. [2013], *New Swiss Rules on Insider Dealing and Market Manipulation entered into force on 1 May 2013*, „Swiss Capital Markets Law”, nr 2.
- Weber P., Del Vecchio C. [2014], *Cooling-off Periods under the New Swiss Rules on Insider Trading and Market Manipulation*, „Swiss Capital Markets Law”, maj, <<http://www.caplaw.ch/2014/cooling-off-periods-under-the-new-swiss-rules-on-insider-trading-and-market-manipulation/>>
- Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.) [2014], *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, wyd. 2.
- Zawłocki R., Binas P. [2012], *Przestępstwa naruszenia informacji poufnej*, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego*, tom 10 – Prawo karne gospodarcze.
- Zufferey J., Contratto F. [2009], *FINMA. The Swiss Financial Market Supervisory Authority*.

Orzecznictwo sądów

Sądy amerykańskie:

SEC v. Texas Gulf Sulfur, 401 F.2d 833, 2nd Circuit, 1968.

TSC Industries Inc. v. Northway Inc., 426 U.S. 438, 1976.

Sądy europejskie:

Orzeczenie ETS z dnia 10 maja 2007 r., sprawa C-391/04.

Orzeczenie ETS z dnia 22 listopada 2005 r., sprawa C-384/02.

Orzeczenie ETS z dnia 23 grudnia 2009 r., sprawa C-45/08.

Orzeczenie ETS z dnia 28 czerwca 2012 r., sprawa C-19/11.

Akty prawne

Prawo międzynarodowe:

Konwencja Rady Europy z dnia 16 maja 2005 r. o praniu, ujawnianiu, zajmowaniu, konfiskacie, dochodów pochodzących z przestępstwa oraz o finansowaniu terroryzmu.

Prawo europejskie:

Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania informacji i manipulacji na rynku – nadużyć na rynku.

Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG.

Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.

Dyrektywa 2014/57/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku).

Dyrektywa 89/592/EWG z dnia 13 listopada 1989 r. koordynująca przepisy dotyczące wykorzystywania informacji wewnętrznych.

Dyrektywa Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji poufnych oraz definicji manipulacji na rynku.

Dyrektywa Komisji 2004/72/WE z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządzaniem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku.

Prawo polskie:

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz.U. nr 16, poz. 93, z późn. zm.

Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, Dz.U. 1991 nr 35 poz. 155, z późn. zm.

Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. Kodeks karny, Dz.U. 1997, nr 88, poz. 553, z późn. zm.

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000 nr 94, poz. 1037, z późn. zm.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. nr 183, poz. 1537, z późn. zm.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. nr 183, poz. 1538, z późn. zm.

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. nr 184, poz. 1539, z późn. zm.

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 15 listopada 2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych, Dz.U. nr 229, poz. 1950.

Prawo niemieckie:

Ustawa z dnia 25 lipca 1994 r. Wertepapierhandelsgesetz, BGBl. I S. 1749 z późn. zm.

Prawo szwajcarskie:

Schweizerisches Strafgesetzbuch.

Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel z dnia 24 marca 1995 r. SR 954.1, z późn. zm.

Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht z dnia 22 czerwca 2007 r. SR 956.1, z późn. zm.

Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel z 25 października 2008, SR 954.13, z późn. zm.

Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel z dnia 2 grudnia 1996 r. SR 954.11, z późn. zm.

Regulaminy:

Richtlinie betröglich Ad-hoc Publizität z dnia 29 października 2008 r. <http://www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/06_16-DAH_de.pdf>

SIX Kotierungsreglement z dnia 1 marca 2014 r. <http://www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/03_01-LR_de.pdf>



CRM[®] SA

CENTRUM ROZWIĄZAŃ MENEDŻERSKICH SA

SZKOLIMY, DORADZAMY, WDRAŻAMY

Od ponad 20 lat rozwijamy polski rynek, wdrażając kompleksowe rozwiązania zarządzania projektami, programami, portfelami, ryzykiem, IT, zmianą i wartością. Posiadamy wiedzę, doświadczenie i narzędzia, by rozwiązać każdy problem organizacji.

Szkolimy i doradzamy w 23 państwach: Algieria, Arabia Saudyjska, Austria, Belgia, Dania, Francja, Hiszpania, Holandia, Jordania, Luksemburg, Maroko, Niemcy, Norwegia, Polska, Rosja, Republika Czeska, Szwecja, Szwajcaria, Tunezja, Turcja, Wielka Brytania, Włochy, Zjednoczone Emiraty Arabskie.

Zaufali nam m.in.: PZU, Giełda Papierów Wartościowych, Narodowy Bank Polski, Deloitte, KPMG, Accenture, PWPW, Poczta Polska, British American Tobacco, Energa, Tauron, Min. Finansów, Min. Rozwoju Regionalnego, NIK, PARP.

CHCESZ WIEDZIEĆ WIĘCEJ?

Porozmawiajmy: +48 512 376 117

Paweł Michalski ukończył z wyróżnieniem studia prawnicze na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, studiował również w Szkole Głównej Handlowej oraz na Uniwersytecie w Zurychu. Obecnie pracuje w PKO Banku Polskim, gdzie zajmuje się zagadnieniami związanymi z finansowaniem projektów inwestycyjnych. Doświadczenie zawodowe zdobywał również w kancelariach Dentons oraz CSW Więckowska i Partnerzy.

Praca magisterska wyróżniona Nagrodą Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w roku 2014.

Wydawnictwo edu-Libri jest oficyną wydawniczą e-publicacji naukowych i edukacyjnych.

Współpracujemy z doświadczonymi redaktorami merytorycznymi oraz technicznymi specjalizującymi się w przygotowywaniu publikacji naukowych i edukacyjnych. Stawiamy na jakość i profesjonalizm łączone z nowoczesnością, a najważniejsze dla nas są przyjemność współtworzenia i satysfakcja z dobrze wykonanego zadania.

Nasze publikacje elektroniczne są dostępne w księgarniach internetowych oraz w czytelniach on-line ibuk.pl i nasbi.pl.

Sprzedaż książek drukowanych prowadzi wydawnictwo (zamówienia na adres: edu-libri@edu-libri.pl) oraz księgarnie stacjonarne i internetowe (szczegóły na stronie wydawnictwa).

