

# Rozdział III. Informacja poufna w prawie amerykańskim

## § 1. Informacje ogólne

Jak wspomniano wcześniej, regulacja informacji poufnych w prawie amerykańskim różni się od modelu przyjętego w UE. Głównym przedmiotem regulacji w prawie amerykańskim nie jest bowiem sama definicja informacji poufnych czy też zapewnienie do niej równego dostępu. Prawo amerykańskie koncentruje się wokół problemu eliminacji zjawiska wykorzystywania informacji poufnych. Powyższe odbywa się poprzez określenie kręgu osób, których dotyczy zakaz wykorzystania informacji poufnych. W prawie amerykańskim powiązano zakaz wykorzystania informacji poufnych z występowaniem tzw. *fiduciary duty*. *Fiduciary duty* oznacza obowiązek powiernictwa istniejący między osobami dokonującymi transakcji. Insiderzy nie mogą więc wykorzystywać informacji poufnych do własnych celów i osobistej korzyści, natomiast w toku wykonywania zlecenia powinni przejawiać najwyższy stopień staranności oraz zachować absolutną lojalność wobec mocodawcy<sup>1</sup>. Osoba odpowiedzialna do wykazania *fiduciary duty* winna unikać konfliktów interesu między interesami mocodawcy a swoimi oraz stawiać jego interes przed własnym<sup>2</sup>.

Podstawą *fiduciar duty* nie jest samo wejście w posiadanie informacji niepublicznych, ale raczej występowanie specjalnej relacji niezbędnej do prowadzenia spraw spółki i związanego z tym udostępnienia informacji. Taka relacja wymaga jednak istnienia szczególnej więzy i zaufania między spółką a podmiotem<sup>3</sup>.

W prawie amerykańskim podkreśla się, że *fiduciary duty* stanowi składową dwóch obowiązków: staranności (ang. *duty of care*) i lojalności (ang. *duty of*

---

<sup>1</sup> Por. M. Górecki, Informacje poufne na rynku kapitałowym, s. 119.

<sup>2</sup> M. Górecki, Informacje poufne na rynku kapitałowym, s. 119.

<sup>3</sup> Orz. *Dirks v SEC*, 463 U.S. 646 (1980).

*loyalty*)<sup>4</sup>. W odniesieniu do problemów związanych z obowiązkiem staranności, istotnych ze względu na podejmowanie decyzji biznesowych, sądy amerykańskie przyjmują, że decyzje biznesowe są podejmowane przez członków zarządu z uzasadnionych powodów, w dobrej wierze i z uczciwym przekonaniem, iż są to czyny służące najlepszemu interesowi spółki – tj. na podstawie zasady biznesowej oceny sytuacji (ang. *business judgment rule*)<sup>5</sup>. Zasada ta zabezpiecza decyzje biznesowe przed prawnymi wątpliwościami i chroni dyrektorów przed odpowiedzialnością za naruszenie obowiązku staranności w przypadku decyzji, których skutki okazały się dla spółki niekorzystne. Należy podkreślić, że w piśmiennictwie i judykaturze amerykańskiej wskazywano także na trzeci obowiązek powierniczy dyrektorów – obowiązek działania w dobrej wierze (ang. *good faith*)<sup>6</sup>.

Do przypadków naruszenia obowiązku lojalności zaliczyć można celowe działanie na szkodę spółki, takie jak jej okradanie czy niestosowanie się spółki do obowiązującego prawa, używanie informacji jej dotyczących do własnych celów, zawieranie transakcji sprzecznych z interesem, wykorzystywanie szans związanych z posiadaniem wiedzy korporacyjnej oraz konkutowanie ze spółką.

W przeciwieństwie do prawodawstwa europejskiego model amerykański regulacji informacji poufnych nie opiera się na zasadzie równości informacji. Nie oznacza to jednak, że zasada równego dostępu (ang. *parity-of-information*) nie jest znana orzecznictwu amerykańskiemu. Wręcz przeciwnie – zasada ta była przez pewien czas podstawą orzekania w sprawach dotyczących naruszenia *insider trading*. Zerwanie z nią nastąpiło w wyroku *Chiarella v. U.S.*<sup>7</sup>, kiedy to kwestie odpowiedzialności insiderów oparto na zasadzie *fiduciary duty*<sup>8</sup>. Powyższy wyrok nie spowodował jednak, że zasada równego dostępu nie pojawia się już w debacie. W literaturze amerykańskiej można bowiem ciągle spotkać poglądy wskazujące na niedoskonałości modelu amerykańskiego oraz fakt oparcia regulacji informacji poufnych na zasadzie *fiduciary duty*. Jednocześnie

---

<sup>4</sup> Definicja *fiduciary duties* za red. P. Newman, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol. 2, Palgrave Macmillan UK 1998, s. 127.

<sup>5</sup> C.M. Forrester, C.S. Ferber, *Fiduciary Duties and other responsibilities of corporate directors and officers*, RR Donnelley Global Capital Markets, s. 15.

<sup>6</sup> Więcej w: D. Opalska, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2014, s. 125.

<sup>7</sup> Orz. *Chiarella v. U.S.* 445 U.S. 222 (1980).

<sup>8</sup> W literaturze amerykańskiej podkreśla się, że zasada równego dostępu stron do informacji nie uwzględni kosztów pozyskania informacji por. J.R. Macey, *From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading*, *Hofstra Law Review* 1984, t. 13, Nr 9, s. 19.

postulowana jest reforma prawa amerykańskiego w celu zbliżenia go do regulacji europejskich<sup>9</sup>.

Pomimo swojej istotności w prawie amerykańskim brak jest przepisów, które *expressis verbis* odnosiłyby się do informacji poufnych a w konsekwencji brak jest definicji legalnej tego pojęcia. Zgodnie z dorobkiem orzecznictwa amerykańskiego zakaz *insider trading* dotyczy wykorzystania informacji poufnych rozumianych jako informacje istotne (ang. *material*) i niepubliczne (ang. *non-public*). Początkowo termin „informacje poufne” (*inside information*) w prawie amerykańskim oznaczał informacje, które nie były upublicznione, a które dotyczyły faktów lub zdarzeń związanych z majątkiem spółki i jej zyskiem, na których temat wiedzę mieli tylko dyrektorzy spółki lub ich powiernicy. Z czasem jednak definicja ta ewoluowała<sup>10</sup>.

Obecnie w literaturze amerykańskiej rozróżnia się dwa rodzaje informacji będących przedmiotem ochrony. Pierwszą grupę stanowią informacje, które zazwyczaj pochodzą ze źródeł znajdujących się w spółce, której dotyczą, i odnoszą się do zdarzeń i okoliczności wpływających na majątek i zyski danego emitenta. Drugą grupę stanowią informacje rynkowe, których źródło znajduje się poza emitentem i które odnoszą się do zdarzeń i okoliczności wpływających na cenę papierów wartościowych, ale nie dotyczą majątku oraz zysku emitenta. Informacje rynkowe to te, które mają wpływ na kurs akcji ale nie mają wpływu na zyski czy aktywa firmy. Do takich informacji należy np. informacja, że analityk wkrótce wyda rekomendację sprzedaj lub kupuj w odniesieniu do danych papierów wartościowych<sup>11</sup>. Podział ten nie ma praktycznego znaczenia albowiem prawo amerykańskie zakazuje wykorzystywania obu rodzajów informacji<sup>12</sup>. Należy więc podkreślić, że jako informacja poufna w prawie amerykańskim będzie uznana każda informacja związana z działalnością spółki<sup>13</sup>.

---

<sup>9</sup> Por. *M. Ventrizzo*, Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments, European Corporate Governance Institute 2014, s. 3 i przywołana tam literatura.

<sup>10</sup> Por. argumenty wskazane w *R.S. Karmel*, Outsider Trading on Confidential Information, *Cardozo Law Review* 1998, t. 20, Nr 83, s. 86.

<sup>11</sup> Pogląd taki zaprezentowano w wyroku *Chiarella v. U.S.*, 445 U.S. 222 (1980).

<sup>12</sup> *S.M. Bainbridge*, Insider Trading Inside the Beltway, *The Journal of Corporation Law* 2011, t. 36, Nr 2009, s. 286 oraz *S.M. Bainbridge*, An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Research Handbook on Insider Trading, w: *S.M. Bainbridge*, Research Handbook on Insider Trading, Oxford 2013, s. 11.

<sup>13</sup> *A. Fleisch Jr.*, Securities Trading and Corporate Information Practices: The Implications of the Texas Gulf Sulphur Proceeding, *Virginia Law Review* 1965, t. 51, Nr 7, s. 1280.

Znaczącą rolę w celu zrozumienia czym są informacje poufne odegrała praktyka orzecznicza. Z tego też powodu należy pamiętać, że omawiając informację poufną w kontekście prawa amerykańskiego, mówimy o pojęciu, którego zakres nie jest tożsamy z regulacjami obowiązującymi w prawie europejskim. Jakkolwiek w większości przypadków zakres obu tych pojęć będzie się pokrywał z uwagi na cele a także odmienności w regulacji w niektórych przypadkach informacje, które byłyby uznane za poufne dla celów prawa amerykańskiego nie spełnią tego wymogu w prawie europejskim i na odwrót. Z tego też powodu nie jest możliwe proste zastosowanie podejścia do oceny informacji znanego prawu amerykańskiemu na gruncie prawa europejskiego.

Prawo amerykańskie zakazuje nabywania i zbywania papierów wartościowych na podstawie informacji niepublicznych. Zakaz ten dotyczy więc rzeczywistych transakcji na papierach wartościowych na podstawie posiadanych przez taką osobę informacji niepublicznych<sup>14</sup>. Warunkiem uznania odpowiedzialności danej osoby za naruszenie zasad dotyczących *insider trading* jest umyślność jej działania. W judykaturze amerykańskiej przez umyślność rozumie się stan psychiczny danej osoby obejmujący zamiar oszustwa, manipulacji i nadużycia<sup>15</sup>. Celowość zamiaru naruszenia zasad dotyczących *insider trading* nie jest elementem koniecznym do uznania umyślności działania<sup>16</sup>. Z tego też powodu co do zasady regulacja informacji poufnych zostaje dokonana przez określenie odpowiedzialności za wykorzystanie informacji poufnych.

## § 2. Podejście do *insider trading* w prawie amerykańskim

### I. Przepisy prawne regulujące *insider trading*

Jakkolwiek źródeł obecnej regulacji informacji należy szukać już w pierwszych latach XX w., to jednak podstawą prawną regulacji *insider trading* w USA są Section 10(b) Securities Exchange Act oraz Reguła 10b-5. Zgodnie z Sec-

---

<sup>14</sup> B.J. Bondi, S.D. Lofche, The law of insider trading: legal theories, common defenses, NYU Journal of Law & Business 2011, t. 8, Nr 151, s. 154.

<sup>15</sup> Tak choćby wskazano w orz. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976) oraz orz. *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680 (1980).

<sup>16</sup> A. Horwich, An Inquiry into the Perception of Materiality as an Element of Scierter Under SEC Rule 10b-5, The Business Lawyer 2011, Nr 67, s. 3.

tion 10(b) zabronione jest wykorzystywanie przy transakcjach dotyczących papierów wartościowych – bezpośrednio bądź pośrednio przy użyciu jakichkolwiek środków – podstępny lub jakichkolwiek urządzeń wprowadzających w błąd i sprzecznych z regulacjami SEC niezbędnymi do ochrony interesu publicznego i ochrony inwestorów<sup>17</sup>.

Z takiego podejścia ustawodawcy amerykańskiego wynikają dwie niezwykle istotne uwagi. Po pierwsze, Section 10(b) nie jest sama w sobie przepisem, który nakłada zakazy lub nakazy na jakiejkolwiek podmioty, lecz jedynie przepisem blankietowym dla SEC do opracowania i wdrożenia przepisów, które pozwoliłyby realizować cel Section 10(b). Po drugie, brak w powyższym przepisie zakazu *insider trading*. Podkreśla się, że jeżeli jakkolwiek z przepisów Securities Exchange Act odnosi się do powyższej kwestii, to źródła takiego zakazu należy szukać raczej w Section 16(b)<sup>18</sup>. Przepis ten reguluje część materii dotyczącej odpowiedzialności za krótkoterminową spekulację, ale nie stanowi całościowej regulacji zjawiska *insider trading*. Dlatego też sądy amerykańskie sięgają raczej do Section 10(b) i wydanej na jej podstawie Reguły 10b-5 jako podstaw prawnych zwalczania *insider trading*.

Jak wspomniano, wydanie przez SEC Reguły 10b-5 nie nastąpiło niezwłocznie po uchwaleniu Securities Exchange Act. SEC w swoim podejściu zachował daleko idącą wstrzeźliwość, co zaowocowało prawie 10-letnim okresem, jaki upłynął od uchwalenia Securities Exchange Act do opracowania Reguły 10b-5. Stosownie do Reguły 10b-5 zakazane jest m.in. składanie nieprawdziwych oświadczeń dotyczących istotnych faktów lub pomijanie istotnych faktów niezbędnych w celu uznania takiego oświadczenia za niewprowadzające w błąd<sup>19</sup>. Powyższe pozwala więc stwierdzić, że również powyższy przepis nie odnosi się *expressis verbis* do *insider trading*.

---

<sup>17</sup> Ang. *It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange – (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.*

<sup>18</sup> S.M. Bainbridge, *An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Research Handbook on Insider Trading*, w: S.M. Bainbridge, *Research Handbook on Insider Trading*, s. 4.

<sup>19</sup> Ang. *It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, „(a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary to make the statements made (...) not*

Warto podkreślić, że wśród pojawiających się definicji *insider trading* podkreśla się, fakt iż zjawisko to polega na świadomym nabywaniu i zbywaniu instrumentów finansowych będąc w posiadaniu niepublicznych i istotnych informacji w wyniku naruszenia *fiduciary duty*<sup>20</sup>. Aksjologia leżąca u podstaw walki ze zjawiskiem *insider trading* w prawie amerykańskim sprawia, że informacja poufna traktowana jest jak środek czy też narzędzie, jakim jedna ze stron doprowadza do niekorzystnej transakcji dla drugiej strony transakcji. Nieco upraszczając można porównać informację poufną do podrobionego dokumentu. Sam fakt przeprowadzania transakcji na podstawie informacji poufnej jest utożsamiany z wprowadzeniem w błąd.

## II. Reguła *disclose or abstain*

Przyjęte przez ustawodawcę amerykańskiego rozwiązanie sprawiło, że przez długi czas przeważało stanowisko zgodnie, z którym brak jest przepisów, które mogłyby być zastosowane w celu eliminacji zjawiska *insider trading*, a sama walka z tym zjawiskiem nie była uznawana za istotną. Przełom w tej materii nastąpił dopiero w 1961 r. wraz z orzeczeniem w sprawie *Cady, Roberts & Co.*<sup>21</sup> oraz przyjęciem poglądu jakoby Reguła 10b-5 miała zastosowanie w przypadkach *insider trading*<sup>22</sup>. Do tego czasu wskazywanie informacji poufnych przy transakcjach giełdowych nie było uważane za przestępstwo lub naruszenie *fiduciary duty* członków organów spółek. Powyższe argumentowano faktem, że obowiązek *fiduciary duty* ciąży na takiej osobie w stosunku do spółki, a nie w stosunku do jej akcjonariuszy<sup>23</sup>.

Stan faktyczny poniższej sprawy był następujący. Zarząd spółki *Curtiss-Wright Corporation* zdecydował o zmniejszeniu kwartalnej dywidendy. Przed ogłoszeniem tej informacji jeden z członków zarządu, *Cady J. Cowdin*, który był również partnerem w firmie brokerskiej *Cady Roberts & Co.*, przekazał tę informację innemu partnerowi firmy brokerskiej, *Robertowi Gintelowi*. *Gintel* zbył akcje posiadane przez klientów jego firmy brokerskiej przed

---

*misleading, or (c) to engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit on any person.*

<sup>20</sup> K. *Ortman*, SEC v. Bauer: If the Glove Fits, It's Insider Trading, Catholic University Law Review 2014, t. 63, Nr 4, s. 1076.

<sup>21</sup> Orz. *Cady, Roberts & Co.*, 40 SEC 907 (1961).

<sup>22</sup> Warto jednakże wspomnieć że pierwszy wyrok na podstawie Reguły 10b-5 wydano w 1946 r. było to orz. *Kardon v. National Gypsum Co.* 69 F. Supp. 512, 514 (E.D. Pa. 1946).

<sup>23</sup> R.S. *Karmel*, Outsider Trading on Confidential Information, s. 87.

ogłoszeniem informacji o obniżeniu dywidendy, co pozwoliło jego klientom uniknąć znaczącej straty. W swoim orzeczeniu SEC uznał spółkę *Cady, Roberts & Co.* winną naruszenia Reguły 10b-5.

Sprawa *Cady, Roberts & Co.* dotyczyła więc zjawiska zwanego *tippingiem*, tj. wykorzystania informacji poufnej przekazywanej osobie trzeciej przez insidera, co umożliwia odbiorcy (tzw. *tippee*) dokonanie korzystnej transakcji<sup>24</sup>. W przypadku *tippingu* osoba posiadająca dostęp do informacji poufnych nie wykorzystuje jej w celu osiągnięcia korzyści dla samej siebie, ale przekazuje taką informację (ang. *tips*) innej osobie, która dokonuje transakcji.

W swojej decyzji SEC podkreślił, że naruszenie było spowodowane transakcjami na podstawie posiadanych istotnych i niepublicznych informacji. Jednocześnie wskazał, że *insider* będący w posiadaniu informacji niepublicznej i istotnej musi ją ujawnić przed dokonaniem transakcji, a jeżeli jest to niemożliwe albo niewłaściwe, powstrzymać się od jej przeprowadzenia. Takie podejście stało się podstawą zasady *disclose or abstain*. Jednocześnie w wyroku podkreślono *ratio legis* takiej zasady wynikające z konieczności zapewnienia zasady równego dostępu do informacji wszystkim uczestnikom rynku kapitałowego.

Co ważne, rozstrzygnięcie w sprawie *Cady, Roberts & Co.* nastąpiło w formie decyzji organu nadzoru, a nie orzeczenia sądowego. Niemniej jednak jego znaczenie dla rozwoju linii orzeczniczej było kluczowe. Podejście zastosowane w sprawie *Cady, Roberts & Co.* znalazło swoje odzwierciedlenie w 1963 r. w przełomowym wyroku *SEC v. Texas Gulf Sulphur*<sup>25</sup>, który nie tylko potwierdził regułę *disclose or abstain*, ale również utrzymał w mocy zasadę równego dostępu do informacji<sup>26</sup>.

Stan faktyczny powyższej sprawy był następujący. Spółka *Texas Gulf Sulphur* rozpoczęła prace badawcze dotyczące występowania minerałów w okolicach Ontario. Jednocześnie wszyscy pracownicy zaangażowani w poszukiwania minerałów zostali uprzedzeni o konieczności utrzymania faktu prowadzenia badań w poufności. Po pozytywnych badaniach gruntu spółka rozpoczęła proces ich skupowania. W 1963 r., kiedy powyższa informacja stanowiła jeszcze tajemnicę przedsiębiorstwa, pracownicy *Texas Gulf Sulphur* rozpoczęli nabywanie akcji spółki oraz przekazywali tę informację osobom

---

<sup>24</sup> M. Górecki, Informacje poufne na rynku kapitałowym, s. 108.

<sup>25</sup> Orz. *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

<sup>26</sup> Jakkolwiek w późniejszym czasie nastąpiło odrzucenie głównych koncepcji powyższego wyroku, dwie przesłanki podkreślone w nim przetrwały w orzecznictwie amerykańskim. Po pierwsze na podstawie orzeczenia *Texas Gulf Sulphur* ustalono podejście do kwestii istotności informacji, po drugie wprowadzono zasadę *probability magnitude*.

trzecim. W wyniku tego wkrótce informacja ta stała się *de facto* publiczna, a w konsekwencji kurs akcji spółki wzrósł.

Sąd w powyższej sprawie potwierdził, że insider posiadający informację, która jest istotna i niepubliczna, powinien ją upublicznić (jeżeli jest do tego uprawniony) lub powstrzymać się od transakcji z jej wykorzystaniem. Jak wskazano w orzeczeniu, jego podstawą była zasada równości informacji. Insiderzy nie mogli bowiem wykorzystywać takich informacji, a każdy z inwestorów powinien mieć równe szanse w obrocie giełdowym<sup>27</sup>. Co więcej, podkreślono, że intencją Kongresu USA było zapewnienie wszystkim stronom obrotu giełdowego tego samego poziomu ryzyka inwestycyjnego. Sąd Okręgowy jednocześnie podkreślił, że zakaz *insider trading* dotyczy każdego, kto posiada istotne i nieupublicznione informacje z uwagi na fakt, że celem Section 10(b) było zapewnienie, aby wszyscy inwestorzy dokonujący transakcji giełdowych mieli co do zasady ten sam dostęp do istotnych informacji<sup>28</sup>. Sąd jednocześnie podkreślił, że zakaz dotyczy wszystkich osób, które posiadają dostęp zarówno pośrednio, jak i bezpośrednio, o ile były one świadome, iż dana informacja jest niedostępna dla pozostałych uczestników rynku.

Sąd Drugiego Okręgu zauważył, że ujawnienie danej informacji było decyzją biznesową spółki, a nie jej obowiązkiem. Niemniej osoby mające dostęp do informacji poufnej miały w stosunku do spółki obowiązek *fiduciary duty*, który wyłączał możliwość wykorzystania takich informacji dla osobistych korzyści. Warto podkreślić, że spółka poinformowała o tym pracowników, mimo iż nie miała takiego obowiązku.

Reguła *disclose or abstain* w praktyce nie jest alternatywą, ale sprowadza się do powstrzymania się przez insidera od wykorzystania informacji poufnej<sup>29</sup>. W większości przypadków ujawnienie informacji przez *insidera* na wczesnym etapie projektu będzie jednak skutkowało powstaniem szkody po stronie emitenta. Ma ona też na celu zapewnić eliminację nieuczciwych praktyk i równego dostępu do informacji<sup>30</sup>.

---

<sup>27</sup> M. Venturuzzo, Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union, s. 5.

<sup>28</sup> S.M. Bainbridge, The Law and Economics of Insider Trading.

<sup>29</sup> *Ibidem*.

<sup>30</sup> W literaturze podkreśla się, że stanowi to fundament teorii sprawiedliwości por. M.A. Acoba, Insider trading jurisprudence after United States v. O'Hagan: A restatement (second) of torts § 551 (2) perspective, Cornell Law Review 1999, t. 84, Nr 5, s. 1367.



W prawie amerykańskim przyjęto model wyrażany zasadą „ujawnij lub wstrzymaj się od transakcji”<sup>31</sup>, która jest jedną z kluczowych zasad odnoszących się do zjawiska *insider trading*<sup>32</sup>. Może to budzić wątpliwości, albowiem regulacją dotyczącą *insider trading* są objęte także osoby inne niż członkowie zarządu, władni do upubliczniania informacji poufnych. Analizując orzecznictwo sądów amerykańskich w tej kwestii, można stwierdzić, że członkowie zarządu stanowią jedynie pewien wycinek grupy osób poddanych zakazowi *insider trading*. Z tego też powodu w praktyce zasada „ujawnij lub się wstrzymaj” sprowadza się do zasady „powstrzymaj się”. Na marginesie warto zauważyć, że w transakcjach sprzedaży pomiędzy dwoma profesjonalnymi podmiotami w prawie amerykańskim stosowane są specjalne umowy tzw. *big boy letters*. W umowach tych jedna ze stron potwierdza, że jest w posiadaniu istotnych informacji, których nie chce lub nie może upubliczniać, ale obie strony chcą zawrzeć transakcję<sup>33</sup>.

Przyjmuje się, że wyrok w sprawie *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* stanowi kluczowy moment w rozwoju regulacji dotyczących zwalczania *insider trading*. Jego uzasadnienie można sprowadzić do twierdzenia, że w ówczesnym czasie każdy podmiot mający dostęp do informacji niejawnych i istotnych jest zobowiązany do ujawnienia danej informacji przed dokonaniem transakcji, a jeżeli nałożony na niego *fiduciary duty* powoduje niemożność takiego ujawnienia, powinien się on powstrzymać od transakcji<sup>34</sup>.

### III. Wymóg *fiduciary duty*

Takie szerokie podejście do rozumienia informacji poufnych było przedmiotem krytyki ze strony zarówno prawników, jak i inwestorów. Obawiano się, że może to spowodować ograniczenie rozwoju rynku finansowego. Wynikiem tych dyskusji był wyrok *Chiarella v. U.S.*<sup>35</sup>, w którym uznano, że oprócz obowiązku *disclose or abstain* do uznania naruszenia zasad *insider trading* wy-

---

<sup>31</sup> Ang. *disclose or abstain from trading*.

<sup>32</sup> J. Hemingway, Just Do It! Specific Rulemaking on Materiality Guidance in Insider Trading, Louisiana Law Review, 2012, t. 72, s. 1006.

<sup>33</sup> E.D. Eshmoili, Big boy letters: Trading on inside information, Cornell Law Review 2008, t. 94, Nr 1, s. 135.

<sup>34</sup> S.M. Bainbridge, An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Research Handbook on Insider Trading, w: S.M. Bainbridge, Research Handbook on Insider Trading, s. 7.

<sup>35</sup> Orz. *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

magane jest również naruszenie *fiduciary duty*. Wyrok ten jest o tyle istotny, że w wyroku tym sąd zawęził odpowiedzialność za naruszenie *insider trading*<sup>36</sup>.

W stanie faktycznym w sprawie *Chiarella v. U.S.* spółka Pandrick Press była jednym z podmiotów przygotowujących druk informacji związanych z planowanymi ofertami wezwań. Mimo istnienia regulaminów postępowania, które zapewniały anonimowość spółek zamierzających przeprowadzić taką transakcję, jeden z jej pracowników, *Vincent Chiarella*, powziął wiedzę na temat planowanej transakcji i nazw podmiotów, których transakcja miała dotyczyć. Po uzyskaniu takich informacji postanowił nabyć papiery wartościowe podmiotu, którego akcji wezwanie miało dotyczyć. W wyniku ogłoszenia transakcji cena akcji tego podmiotu wzrosła. *Chiarella* został uznany za winnego *insider trading*. Swój wyrok Sąd Drugiego Okręgu rozpatrujący tę sprawę oparł na zasadzie równości informacji utrwalonej wyrokami *Cady, Roberts & Co.* oraz *SEC v. Texas Gulf Sulphur*. Po rozpatrzeniu apelacji Sąd Najwyższy USA uniewinnił *Chiarellę*. W wyroku podkreślono, że nie jest możliwe nałożenie na wszystkich inwestorów ogólnego zakazu handlu papierami wartościowymi na podstawie istotnych i niepublicznych informacji. Jak wskazano, warunkiem koniecznym odpowiedzialności takiego inwestora jest istnienie *fiduciary duty* wobec drugiej strony transakcji. Uzasadniając wyrok, Sąd Najwyższy podkreślił, że skazanie *Chiarelli* wiązałoby się z koniecznością uznania istnienia ogólnej zasady *fiduciary duty* między wszystkimi uczestnikami rynku kapitałowego. W wyroku podkreślono także, że *Chiarella* nie miał żadnych relacji z akcjonariuszami, od których kupił akcje, w szczególności nie można wskazać istnienia *fiduciary duty*, a tym samym sąd *explicite* odrzucił pogląd, jakoby przepisy Section 10(b) *Securities Exchange Act* były uchwalone w celu zapewnienia wszystkim stronom rynku kapitałowego równego dostępu do informacji.

W wyniku wyroku *Chiarella v. U.S.* doszło do odrzucenia zasady równości informacji w prawie amerykańskim. Przyjęte podejście sprowadza się do konieczności istnienia dwóch warunków, od których zależy odpowiedzialność za naruszenie *insider trading*. Po pierwsze, musi dojść do transakcji na podstawie istotnych niepublicznych informacji, a po drugie – musi łączyć się z naruszeniem *fiduciary duty* takiego podmiotu. Wyrok w sprawie *Chiarella v. U.S.* miał również dodatkowe znaczenie. Możliwe było bowiem dokonywanie transakcji na podstawie niepublicznych i istotnych informacji, a działania takie nie stanowiły *insider trading*.

---

<sup>36</sup> Por. *D.C. Langevoort*, Rereading „Cady, Roberts”: The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation, *Columbia Law Review* 1999, t. 99, Nr 5, s. 1322.

Wyrok w sprawie *Chiarella v. U.S.* istotnie ograniczył zakres podmiotów, jakie były objęte zakazem *insider trading*. W związku z tym pojawił się problem związany z pytaniem, czy zakazem tym objęte są jedynie osoby, które można określić jako klasycznych insiderów. Efektem tego były następne wyroki, które spowodowały rozszerzenie *fiduciary duty* na kolejne osoby. Warto w tym miejscu wspomnieć o wyroku *Dirks v. SEC*<sup>37</sup>, w którym uznano, że naruszenie *fiduciary duty* może nastąpić również przez tzw. *teppes*, czyli osoby, którym powierzono informacje poufne.

*Raymond Dirks*, analityk papierów wartościowych, odkrył oszustwa dokonywane przez *Equity Funding of America*. Swoje prywatne dochodzenie rozpoczął po uzyskaniu informacji od *Ronalda Secrista*, który był dyrektorem spółki. Po potwierdzeniu swoich przypuszczeń *Dirks* ujawnił odkrycia SEC oraz gazecie „Wall Street Journal”, a ponadto przekazał tę informację niektórym ze swoich klientów. Klienci ci zbyli posiadane przez nich akcje przed ujawnieniem informacji o przestępstwach *Equity Funding of America*. SEC uznał, że *Dirks* naruszył prawo federalne zakazujące *insider trading*, ujawniając posiadane przez siebie informacje osobom trzecim.

Należy podkreślić, że *Dirksa* ani żadnej z osób, którym ujawnił on posiadane przez siebie informacje, nie łączyło *fiduciary duty* ze spółką. Co więcej, po wyroku *SEC v. Texas Gulf Sulphur* można by twierdzić, że działania *Dirksa* sprowadzały się do zapewnienia równego dostępu do informacji. Tymczasem Sąd Najwyższy USA w uzasadnieniu *explicite* odrzucił zasadę równego dostępu do informacji jako tę, którą muszą kierować się insiderzy. W wyroku tym Sąd Najwyższy podkreślił, że zakaz określony w Regule 10b-5 jest znacząco szerszy, niż dotychczas przyjmowano. Jednocześnie uznał, że odpowiedzialność osoby otrzymującej informację poufną jest pochodną odpowiedzialności osoby ujawniającej (tzw. *tipper*). Można bowiem uznać odpowiedzialność *teepe* jedynie w przypadku, gdy doszło do naruszenia *fiduciary duty* przez *tippera* wskutek ujawnienia informacji, a *teepe* wiedział lub powinien przewidzieć, że przekazanie takiej informacji stanowi naruszenie obowiązku<sup>38</sup>. Sąd Najwyższy w sprawie tej potwierdził, że *Dirks* działał jako *teepe* i otrzymał informacje od *tippera*, którym był *Ronald Secrist*.

---

<sup>37</sup> Orz. *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

<sup>38</sup> S.M. Bainbridge, An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Research Handbook on Insider Trading, w: S.M. Bainbridge, Research Handbook on Insider Trading, s. 9.

Jak więc widać, zakaz wyartykułowany w wyroku *Dirks v. SEC* nie dotyczy naruszenia poufności, ale obowiązku *fiduciary duty*, który sprowadza się do lojalności insidera wobec spółki. Co również ważne, Sąd Najwyższy podkreślił, że sąd, oceniając, czy doszło do naruszenia *fiduciary duty*, musi wziąć pod uwagę, czy insider uzyskał korzyści osobiste, bezpośrednio lub pośrednio, w związku z ujawnieniem. W przypadku braku takich korzyści nie można mówić o jego odpowiedzialności. Do takich Sąd Najwyższy zaliczył otrzymanie korzyści majątkowej, niemniej jednak podkreślił również możliwy niemajątkowy charakter korzyści, np. wsparcie własnej opinii. W przypadku omawianej sprawy uznano, że korzyścią może być sama informacja.

#### IV. Przepisy uzupełniające regulacje *insider trading*

Jakkolwiek zasada określona w wyroku *Dirks v. SEC* zakazuje osiągnięcia korzyści osobistych, to jednak nie odnosi się ona do sytuacji, w których insiderzy ujawniają określone informacje analitykom, o ile istnieje korzyść dla spółki. Z tego też powodu przyjęta w wyroku wykładnia powodowała trudności dowodowe związane z obowiązkiem udowodnienia otrzymania korzyści osobistych.

Spowodowało to, że w 2000 r. SEC przyjął *Regulation FD*, w której stworzył mechanizm przekazywania określonych informacji przez podmioty niebędące insiderami. Celem Regulacji FD jest m.in. zapewnienie aby informacje przekazywane analitykom lub innym wybranym podmiotom były równocześnie upubliczniane<sup>39</sup>. Zgodnie z przyjętymi założeniami osoba ujawniająca informacje podmiotom profesjonalnym, na których nie ciąży *fiduciary duty*, musi ujawnić takie informacje również pozostałym uczestnikom rynku. Jeżeli więc emitent spotyka się z wybranymi analitykami, musi przekazać informacje również opinii publicznej w formie komunikatu prasowego. Co ciekawe, w *Regulation FD* SEC podkreślił istotną rolę internetu w podawaniu takich informacji<sup>40</sup>.

Na marginesie warto zauważyć, że w lipcu 1984 uchwalono *Insider Trading Sanctions Act*. Jego głównym celem było wzmocnienie uprawnień SEC w zakresie zwalczania zjawiska *insider trading*. Akt ten nie odnosił się jednak do samej materii informacji poufnych. Z tego też powodu efekty ustawy są ograni-

---

<sup>39</sup> M.I. Steinberg, Insider Trading, Selective Disclosure, and Prompt Disclosure: A Comparative Analysis, *Journal of International Law* 2001, t. 22, Nr 3, s. 15.

<sup>40</sup> SEC w swoim stanowisku wskazała na rozwój nowoczesnych technologii i podkreślała jego rolę w upublicznianiu informacji poufnych por. S.M. Bainbridge, *The Law and Economics of Insider Trading*, s. 15.

czone<sup>41</sup>. Ponadto w 2002 r. doszło do uchwalenia *Sarbanes-Oxley Act*<sup>42</sup>. Ustawa przyznała dodatkowe uprawnienia SEC jednocześnie modyfikowała Section 807 United State Code. Zgodnie z wprowadzoną nowelizacją karalne jest samo usiłowanie popełnienia czynów zakazanych. Ponadto w przeciwieństwie do Reguły 10b-5 czyny zakazane dotycząc przestępstw związanych w jakikolwiek sposób z papierami wartościowymi podczas gdy Reguła 10b-5 dotyczy jedynie przestępstw związanych z transakcjami kupna i sprzedaży papierów wartościowych<sup>43</sup>.

Wyrok w sprawie *Chiarella v. U.S.* uwiódrczył luki w prawie amerykańskim polegające na braku odpowiednich regulacji zakazujących *insider trading* przy okazji wezwań. Osoby, które nie były uznawane za insiderów, ale miały dostęp do informacji o planowanych wezwaniach, mogły przeprowadzać transakcje bez zarzutu naruszenia przepisów prawa. Na takich osobach nie ciąży obowiązek *fiduciary duty* względem spółki. Dlatego też SEC wprowadził regułę 14e-3<sup>44</sup> mającą na celu zwalczanie transakcji związanych z planowanymi wezwaniami. Podkreśla się, że Reguła 14(e) stanowi element zwalczania zjawiska *insider trading* w odniesieniu do przypadków, których dotyczył wyrok *Chiarella v. U.S.*<sup>45</sup>.

Zgodnie z ową regułą zakazane było przekazywanie przez insidera podmiotu ogłaszającego wezwanie oraz spółki będącej celem wezwania informacji dotyczących wezwania innym podmiotom. Reguła 14e-3 zakazała więc zjawiska *tippingu*. Ponadto wprowadziła obowiązek ujawnienia bądź powstrzymania się od transakcji, przez osoby inne niż ogłaszający wezwanie i odpowiadający na wezwanie, wszelkich informacji istotnych oraz niepublicznych dotyczących takiego wezwania. W przypadku omawianej reguły nie ma obowiązku wykazania istnienia *fiduciary duty* ani udowadniania uzyskania korzyści przez tippera.

*Ratio legis* powyższego przepisu było zapewnienie ochrony inwestorom. Wskazano, że posiadanie przez niektóre osoby informacji niepublicznych i istotnych związanych z wezwaniem tworzy nierówność podmiotów i zakłóca

---

<sup>41</sup> Por. *J.P. Stickler*, Inside Information and Outside Traders: Corporate Recovery of the Outsider's Unfair Gain, *California Law Review* 1985, t. 73, Nr 2, s. 494.

<sup>42</sup> Por. § 807 Sarbanes – Oxley Act.

<sup>43</sup> *C.B. Swanson*, Insider trading madness: Rule 10b5-1 and the death of scienter, *Kansas Law Review* 2003, t. 52, s. 169.

<sup>44</sup> 17 C.F.R. § 240.14e-3.

<sup>45</sup> *Aguilar Rodolfo J.Jr.*, Securities Regulation: Nondisclosure of Insider Information, *Chiarella v. United States*, 1981, t. 41, Nr 4, s. 1305.

rynek kapitałowy<sup>46</sup>. Jak więc wynika z powyższego, w przypadku Reguły 14e-3 usankcjonowana została zasada równego dostępu do informacji w odniesieniu do wezwań.

Kwestią wymagającą omówienia jest również regulacja związana z Section 16(b) Exchange Act. Przepisy te mają na celu zwalczanie zjawiska osiągania krótkoterminowych zysków przez insiderów (ang. *short-swing profits*). Co interesujące, jest to jedyna regulacja, która może być uznana za odnoszącą się wprost do *insider trading*. Przepisy Section 16(b) Exchange Act dotyczą jednak szczegółowo określonych transakcji i odnoszą się do trzech kategorii insiderów: członków organów spółki (*directors*), osób pełniących funkcje kierownicze (*officers*) oraz akcjonariuszy posiadających powyżej 10% akcji, którzy przeprowadzali transakcje kupna i sprzedaży bądź sprzedaży i kupna akcji tej spółki w ciągu ostatnich 6 miesięcy<sup>47</sup>. Przepisy Section 16(b) dają spółce możliwość odzyskania zysków, jakie insiderzy osiągnęli na skutek swoich działań. Jak się podnosi, przepis ma mieć funkcję prewencyjną i zapobiegać takim zjawiskom<sup>48</sup>.

Należy zauważyć, że w praktyce rzadko wnoszone są sprawy na podstawie Section 16(b). Niemniej jednak, jak się podkreśla, zaletą powyższego przepisu jest fakt, że wyznacza on pewne ramy podmiotowe, jakie mogą być nałożone na Regułę 10(b)-5<sup>49</sup>.

Na podstawie Section 16(b) przyjęto domniemanie, że insiderzy mają dostęp do informacji poufnych. Podmioty takie są zobowiązane do przekazania SEC oraz do wiadomości publicznej w ciągu 10 dni od rozpoczęcia peł-

---

<sup>46</sup> R.S. Karmel, *Outsider Trading on Confidential Information*, s. 95.

<sup>47</sup> *Verba legis* „W celu zapobieżenia niedozwolonemu wykorzystaniu informacji, które mogły zostać uzyskane przez właściciela faktycznego, członka organów spółki albo osobę zajmującą kierownicze stanowiska, z powodu związków tego podmiotu z emitentem, każdy zysk uzyskany poprzez jakiegokolwiek nabycie lub sprzedaż, albo jakąkolwiek sprzedaż lub nabycie jakichkolwiek kapitałowych papierów wartościowych takiego emitenta (innych niż zwolnione papiery wartościowe) w ciągu mniej niż 6 miesięcy, chyba że taki papier wartościowy został nabyty w dobrej wierze w powiązaniu z długiem wcześniej zakontraktowanym, powinien być sporządzony na rzecz oraz być możliwy do odzyskania przez emitenta, pomimo jakichkolwiek zamiarów ze strony właściciela faktycznego, członka organów spółki albo osoby zajmującej kierownicze stanowiska, w przypadku zawierania transakcji wstrzymujących nabycie albo odkup papierów wartościowych na okres przekraczający 6 miesięcy.

<sup>48</sup> M. Ventoruzzo, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union*, s. 16.

<sup>49</sup> E. Engle, *Insider trading in US and EU law a comparison*, *European Business Law Review* 2010, t. 3, s. 471.

nienia funkcji informacji na temat posiadanych akcji<sup>50</sup>. Co istotne zyski insidera na potrzeby Section 16(b) są w przypadku wielu transakcji obliczane z uwzględnieniem najniższej ceny kupna i najwyższej ceny sprzedaży. Taki sposób obliczania zysków powoduje, że w rzeczywiste zyski osiągnięte przez insidera mogą być niższe aniżeli wynikające z obliczeń.

## V. Krytyka *insider trading* w prawie amerykańskim

Wykorzystywanie informacji poufnych podlega właściwie jednogłośnie krytyce w europejskim orzecznictwie jak i literaturze. Tymczasem w literaturze amerykańskiej kwestia ta budzi ciągle kontrowersje. Spór dotyczący wykorzystania informacji poufnych trwa praktycznie od czasu podjęcia pierwszych prób zmierzających do eliminacji zjawiska *insider trading*, jednakże przybrał na sile w latach 60. XX w. i jak się wydaje, nie zostanie szybko zakończony. Głównym orędownikiem depenalizacji i słuszności wykorzystywania informacji poufnych był *Henry G. Manne*<sup>51</sup>. Podkreślał on istotną rolę zjawiska *insider trading* w stabilizacji rynków finansowych. Zaznaczał jednocześnie zasadność dopuszczalności wykorzystania informacji poufnych. W swobodnym wykorzystaniu informacji poufnych upatrywał pełnego odzwierciedlenia wszystkich informacji istniejących na rynku w cenie papierów wartościowych<sup>52</sup>. Autor ten podnosił w szczególności, że zjawisko to istotnie wpływa na wartość akcji. Podkreślał przy tym, że *insider trading* spełnia po pierwsze funkcję kompensacyjną dla insiderów pierwotnych za zarządzanie spółką, co przyczynia się do zwiększenia jej wartości, a ponadto nieregulowany *insider trading* w sposób pełny odzwierciedla wszystkie istniejące informacje w cenie danego papieru wartościowego<sup>53</sup>.

---

<sup>50</sup> *M. Ventrizzo*, Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union, s. 16.

<sup>51</sup> Autor ten przedstawił swoje poglądy w pracy *H.G. Manne*, Insider trading and the stock market, New York 1966 uznawanej za jedną z kluczowych publikacji dotyczących zagadnienia insider trading w prawie amerykańskim. Wskazał w niej m.in. na korzyści wynikające insider trading w szczególności jako sposób wynagradzania kadry zarządzającej. Jakkolwiek podglądy te spotkały się z krytyką rola i wpływ poglądów *H.G. Manne* była kluczowa i ukształtowała debatę nad zjawiskiem insider trading w USA; por. poglądy wsazane w *R.W. Painter*, Insider Trading and the Stock Market Thirty Years Later, 1999, t. 50, Nr 2, s. 311 oraz *F.R. Shapiro*, The Most-Cited Law Review Articles, 2011, t. 73, Nr 5, s. 751 i n.

<sup>52</sup> Por. *J. Heminway*, Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action, s. 1174.

<sup>53</sup> *H.G. Manne*, Insider trading and the stock market, s. 102.

*Manne* podkreślał, że zakaz *insider trading* przynosi korzyści jedynie w krótkim terminie. W przypadku inwestycji długoterminowych nie istnieje ryzyko wystąpienia szkody dla inwestorów w związku z wykorzystywaniem informacji poufnych. Inwestorzy długoterminowi nie są bowiem skłonni do spekulacyjnego handlu tylko dlatego, że powzięli informacje poufne<sup>54</sup>. Wykorzystanie informacji poufnych przez innych uczestników rynku jest więc korzystne dla takich inwestorów, zwiększa bowiem wartość ich akcji. Co więcej, w przypadku informacji powodujących spadek wartości akcji *Manne* wskazywał, że liczba takich informacji jest mniejsza, a w konsekwencji spadki wywołane informacjami poufnymi są rzadsze. Możliwość wykorzystania informacji poufnych wprowadzałaby także bardziej zachęcały przedsiębiorców do dbania o spółki i generowania dobrych informacji<sup>55</sup>. Ten ostatni argument wydaje się jednak niezbyt uprawniony. *Manne* podkreślał, że jeden z najistotniejszych argumentów przemawiających za akceptacją *insider trading* jest fakt, że zjawisko to ma wpływ na zwiększanie efektywnego rynku i ustalenie ceny na prawidłowym poziomie<sup>56</sup>.

Innym argumentem *Manne'a* za dopuszczeniem *insider trading* był fakt, że to najbardziej efektywny sposób wynagradzania kadry zarządzającej. *Manne* podkreślał, że *insider trading* pozwala kadrze zarządzającej w sposób efektywny upubliczniać swoje dokonania. Dzieje się to *de facto* w formie sprzedaży własnych osiągnięć. Mogą więc oni czerpać dodatkowe korzyści ze swoich sukcesów<sup>57</sup>. Ten ostatni argument jest zresztą poddawany krytyce. Podnosi się bowiem, że *insider trading* może powodować obniżenie wynagrodzenia menedżerów przeprowadzających transakcje z wykorzystaniem informacji poufnych. Jak się wskazuje, menedżer, znany z tego, że dokonuje transakcji z wykorzystaniem informacji poufnych, będzie słabiej wynagradzany, pracodawcy będą bowiem uważali, że różnica między wynagrodzeniem otrzymywanym a należnym zostanie skompensowana przez transakcje takiego menedżera na akcjach<sup>58</sup>. Podkreśla się także, iż przyzwolenie na *insider trading* przez dyrektorów i pracowników firmy może mieć szkodliwy wpływ na spółkę. W przypadku tak zwanej krótkiej sprzedaży mogą być oni zainteresowani czasowym

---

<sup>54</sup> H.G. *Manne*, Insider trading and the stock market, s. 102.

<sup>55</sup> *Ibidem*, s. 155.

<sup>56</sup> H.G. *Manne*, Insider Trading and Property Rights in New Information, *Cato Journal* 1985, t. 4, Nr 3, s. 935.

<sup>57</sup> H.G. *Manne*, Insider trading and the stock market, s. 138.

<sup>58</sup> D.R. *Fischel*, The regulation of insider trading, *Stanford Law Review* 1982, t. 35, Nr 5, s. 859.



spadkiem wartości spółki<sup>59</sup>. Z powyższym związany jest pogląd, że *insider trading* pozwala ograniczyć koszty renegocjacji umów członków kadry zarządzającej. Członkowie tacy, zamiast spędzać czas na walce o podwyżkę i lepsze warunki płacowe, mogą w sposób bardziej efektywny uzyskać porównywalne zyski, wykorzystując informacje poufne<sup>60</sup>.

Pojawiają się również głosy wskazujące, że dopuszczenie insiderów do dokonywania transakcji na podstawie informacji poufnych spowoduje wolniejsze rozprzestrzenianie się danej informacji. Insiderzy tacy będą bowiem zainteresowani jak najdłuższym okresem, w którym będą mogli wykorzystać daną informację do osiągnięcia zysków<sup>61</sup>. Co więcej, w literaturze amerykańskiej podkreśla się, że korzyści z *insider trading* dotyczą nie tylko kadry zarządzającej, ale także pozostałych pracowników. W przypadku wykorzystania takiej informacji przez członków kadry zarządzającej informacja ta będzie krążyła w spółce i docierała do szerszego grona osób<sup>62</sup>.

W ocenie *H.G. Manne*, *insider trading* nie łączy się ze szkodą jakiegokolwiek ze stron. Zaznacza on przy tym, że wynika to z anonimowego charakteru transakcji rynkowych, ustalenie drugiej strony transakcji jest bowiem niemożliwe. Przytoczony klasyczny przykład przywoływany w literaturze amerykańskiej: inwestor A wie, że spółka wkrótce opublikuje informację, która spowoduje wzrost wartości spółki; inwestor A kupuje akcje od inwestora B, którego tożsamości nie zna, po aktualnej cenie; inwestor A nie wprowadza więc inwestora B w błąd (a jedynie zachowuje milczenie), a inwestor B z własnej woli decyduje o sprzedaży akcji<sup>63</sup>.

Jak się podkreśla, równość informacji w świetle zasady *disclose or abstain* sprowadza się do traktowania milczenia jako oszustwa. Przedstawiciele literatury amerykańskiej *Walter E. McGee* i *Robert W. Block* wskazują jednak, że nie ma podstaw prawnych, które pozwalałyby uznać milczenie za oszustwo<sup>64</sup>. Szkoda, jaką *de facto* osiąga inwestor B w wyżej przytoczonym powyżej przykładzie, sprowadza się do utraconych korzyści wynikających ze zmiany warto-

---

<sup>59</sup> *D.W. Carlton, D.R. Fischel*, The Regulation of Insider Trading, *Stanford Law Review* 1983, t. 35, Nr 5, s. 182.

<sup>60</sup> *Ibidem*, s. 870–872.

<sup>61</sup> *S. Levmore*, In Defense of the Regulation of Insider Trading, *Harvard Journal of Law and Public Policy* 1988, t. 11, Nr 1, s. 103.

<sup>62</sup> *R.A. Schotland*, Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, *Virginia Law Review* 1967, Nr 7, s. 1454.

<sup>63</sup> *W.E. Bloc, R.W. McGee*, Information, Privilege, Opportunity, and Insider Trading, *Northern Illinois University Law Review* 2011, Nr 1, s. 6.

<sup>64</sup> *Ibidem*, s. 5–7.

ści akcji, co nie może być przypisane inwestorowi A. Przykład ten nie różni się od przypadku, w którym inwestor nieprawidłowo ocenia przyszłą cenę akcji. Oczywiście *insider trading* nie mógłby odbywać się w tajemnicy przed rynkiem. *Manne* proponował, aby kadra zarządzająca, która wykorzystuje informacje poufne, była zobowiązana do informowania rynku o takich transakcjach<sup>65</sup>.

Jak wskazują badania przeprowadzane nad zjawiskiem *insider trading* podejście do wykorzystania informacji poufnych ma również wymiar kulturowy. W badaniu przeprowadzonym przez *Meira Statmana*<sup>66</sup> wśród studentów i profesjonalistów można dostrzec, że podejście do *insider trading* jest uwarunkowane kulturowo. Badanie zostało przeprowadzone na podstawie sprawy *Jamesa O'Hagana*<sup>67</sup>. Stan faktyczny sprawy wyglądał następująco: *O'Hagan* był partnerem w kancelarii *Dorsey & Whitney*. W lipcu 1988 r. kancelaria została zatrudniona przez Grand Metropolitan w procesie przejścia spółki Pillsbury. Mimo że *O'Hagan* nie był zaangażowany bezpośrednio w transakcję, dowiedział się o trwających przygotowaniach. Od sierpnia 1988 r. zaczął nabywać akcje Pillsbury. W wyniku ogłoszenia wezwania kurs akcji zwiększył się prawie dwukrotnie w stosunku do ceny, jaką płacił *O'Hagan*. Jako osoba niezaangażowana bezpośrednio w transakcję nie był on zobowiązany do zachowania zasady *use or abstain*. Wyrok Sądu Najwyższego był przełomowy z uwagi na wprowadzenie do prawa amerykańskiego teorii sprzeniewierzenia. Teoria sprzeniewierzenia kładzie główny nacisk na naruszenie obowiązku powiernictwa w stosunku do podmiotu, który jest źródłem informacji bez względu na relacje z innymi podmiotami na rynku kapitałowym<sup>68</sup>.

Wyniki badań przeprowadzonych przez *Statmana* pokazują, że zachowanie *O'Hagana* za niedopuszczalne uznała większość badanych w USA i Holandii, podczas gdy respondenci w Indiach, Turcji czy też we Włoszech opowiedzieli się prawie w połowie za akceptacją jego działania.

Na marginesie warto wskazać, że poglądy dopuszczające *insider trading* spotkają się z krytyką w polskiej literaturze. Niemniej jednak należy podnieść,

---

<sup>65</sup> *H.G. Manne*, *The Collected Works of Henry G. Manne: In Three Volumes*, Liberty Fund Inc 2009, s. 349.

<sup>66</sup> *M. Statman*, *Perspectives: Local Ethics in a Global World*, *Financial Analysts Journal* 2007, t. 63, Nr 3; *M. Statman*, *The Cultures of Insider Trading*, *Journal of Business Ethics* 2009, t. 89, Nr 5, s. 55 i n.

<sup>67</sup> *Orz. U.S. v. O'Hagan*, 139 F.3d 641 (8th Cir. 1998).

<sup>68</sup> *K.A. Simon*, *The Misappropriation Theory: A Valid Application of Section 10(B) to Protect Property Rights in Information*, *The Journal of Criminal Law and Criminology* 1973, t. 88, Nr 3, s. 1062.

że kwestia ta nie należy do głównego nurtu rozważań. Autorzy podnoszą, że po pierwsze *insider trading* jest sprzeczny z hipotezą rynków efektywnych informacyjnie, która zakłada równy dostęp do informacji. Po drugie, jego praktyczne implikacje są uwarunkowane relacją wolumenu i wartości transakcji do głębokości rynku i kapitalizacji danej spółki<sup>69</sup>.

## § 3. Zasada *materiality* w prawie amerykańskim

### I. Uwagi ogólne

Jak podkreślono wcześniej, na gruncie prawa amerykańskiego przyjęto, że informacja, aby mogła być uznana za poufną i podlegała ograniczeniom *insider trading* musi być istotna (ang. *material*) i niepubliczna (ang. *non-public*). Tylko bowiem takie informacje mogą stanowić przedmiot zakazu ich wykorzystania. Z tego też powodu nie stanowi naruszenia zakazu *insider trading* dokonywanie transakcji na podstawie informacji, które co prawda są istotne, ale nie mają poufnego charakteru. Ustalenie istotnego charakteru danej informacji jest więc kluczowe do tego, by uznać ją za poufną.

Biorąc pod uwagę fakt, że informacje nieujawnione istnieją zawsze koncepcja istotności stanowi kluczowy element dla analizy zjawiska *insider trading*. Pozwala bowiem oddzielić informacje nieistotne od ważnych, a w konsekwencji uznać daną informację za poufną. Pomimo tego w prawie amerykańskim brak jest legalnej definicji powyższego terminu. Ocena istotności danej informacji jest więc wynikiem wieloletniej praktyki orzeczniczej sądów amerykańskich nie zawsze związanej z informacjami poufnymi.

Należy podkreślić, że na gruncie Securities Exchange Act z 1934 r. można wskazać dwa główne przepisy obejmujące zakresem normatywnym przestępstwa związane z papierami wartościowymi. Pierwszym z nich jest Reguła 10b-5 jako drugi tymczasem należy wskazać Regułę 14a-9<sup>70</sup>. Początkowo koncept istotności był związany z tą drugą grupą przestępstw, co w konsekwencji powodowało, że początkowo zdecydowana większość orzeczeń dotyczących istotności informacji wiązano z powyższym przepisem. Dopiero z czasem stanowiska

---

<sup>69</sup> F. Elżanowski, *Ekonomiczna analiza regulacji*, s. 56.

<sup>70</sup> Zgodnie z Regułą 14a-9 zakazane są jakiegokolwiek działania pełnomocnika, które jest fałszywe lub wprowadzające w błąd w odniesieniu do istotnych faktów lub które pomija istotne fakty będące niezbędne aby oświadczenie pełnomocnika nie było fałszywe bądź wprowadzające w błąd.

wypracowane przez orzecznictwo zostały zapożyczone na potrzeby wykładni Reguły 10b-5<sup>71</sup>. Sąd Najwyższy USA *expressis verbis* stwierdził, że ocena istotności informacji w świetle informacji poufnej musi być dokonywana według standardów stosowanych w przypadku innych sytuacji<sup>72</sup>.

Dokonując oceny istotności informacji, sąd zobowiązany jest dokonać oceny prawdopodobieństwa, z jakim racjonalny inwestor uznałby daną okoliczność lub zdarzenie za ważne dla podjęcia decyzji inwestycyjnej<sup>73</sup>. Jeżeli więc istnieje znaczna pewność, że dana okoliczność lub dane zdarzenie będą uznane za ważne przez racjonalnego inwestora, to są one istotne w rozumieniu Reguły 10b-5<sup>74</sup>. *A contrario* wszystko to, co racjonalny inwestor zignorowałby jako nieważne, nie może być uznane za istotne. Badanie to przeprowadza się, bazując na obiektywnym kryterium racjonalnego inwestora, jednakże niektóre z sądów odrzucają ten test na rzecz oceny zachowania konkretnych inwestorów<sup>75</sup>. Zgodnie z orzecznictwem amerykańskim zdarzenia istotne to nie tylko te, które zawierają informacje odnoszące się do zysków spółek ale również te dotyczące nieodległej przyszłości i mogące oddziaływać na chęć inwestorów nabycia danych papierów wartościowych<sup>76</sup>.

Jakkolwiek powyższe podejście wydaje się proste, w rzeczywistości jego stosowanie nastrocza wielu trudności interpretacyjnych – zarówno dla podmiotów odpowiedzialnych za ujawnianie informacji poufnych, jak i dla sądów oceniających potencjalne naruszenie.

Pierwszym wyrokiem związanym z konceptem istotności był wyrok w sprawie *Mills v. Electric Auto-Lite Co*<sup>77</sup>. Został on co prawda wydany w związku z Regułą 14(a)-9, niemniej był istotny dla rozwoju znaczenia pojęcia istotności również na potrzeby *insider trading*. W wyroku tym Sąd Najwyższy USA, uznając istotność danej informacji, stwierdził, że naruszenie mogło być uznane przez racjonalnego akcjonariusza w procesie podejmowania decyzji za ważne. Sąd uznał przy tym, że nie było potrzeby wskazywania dowodów, czy naruszenie miało kluczowe znaczenie w podejmowaniu decyzji. Za wystarczające

---

<sup>71</sup> R.A. Booth, *The Two faces of materiality*, Delaware Journal of Corporate Law 2013, t. 38, Nr 517, s. 524.

<sup>72</sup> Orz. *SEC v. Hoover*, 903 F. Supp. 1135 (S.D. Tex. 1995).

<sup>73</sup> Orz. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

<sup>74</sup> J. Heminway, *Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action*, s. 1138.

<sup>75</sup> *SEC v. Thrasher*, 152 F. Supp. 2d 291 (S.D.N.Y. 2001).

<sup>76</sup> Por. G. Sandler, A.F. Conwill, *Texas Gulf Sulphur: Reform in the Securities Marketplace*, Ohio State Law Journal 1969, t. 30, Nr 2, s. 231.

<sup>77</sup> Orz. *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970).

uznano sam potencjalny wpływ takiego działania. Jednocześnie podkreślono, że dla udowodnienia istotności wystarczające jest istnienie związku pomiędzy głosem akcjonariusza a dojściem transakcji do skutku.

Obecne rozumienie terminu *materiality* w prawie amerykańskim jest wynikiem dwóch orzeczeń: *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*<sup>78</sup> z 1976 r. oraz *Basic v. Levinson*<sup>79</sup> z 1988 r.

W wyroku *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* Sąd Najwyższy USA podkreślił, że dla uznania danej informacji za istotną wystarczające jest, aby istniało znaczące prawdopodobieństwo, że racjonalny akcjonariusz uznałby taką informację za ważną w procesie podejmowania decyzji dotyczącej głosowania na walnym zgromadzeniu. W wyroku tym Sąd opowiedział się za uznaniem danej informacji za istotną, jeżeli inwestor mógłby wziąć ją pod uwagę w procesie decyzyjnym bez konieczności, aby przesłanka ta była pewna<sup>80</sup>. Jak stwierdził Sąd, standard istotności nie wymaga dowodu znaczącego prawdopodobieństwa, że ujawnienie zatajonych faktów spowodowałoby zmianę decyzji racjonalnego inwestora. Standard istotności wskazuje bowiem na znaczące prawdopodobieństwo, iż uwzględniając wszystkie okoliczności, pominięty fakt byłby rzeczywiście ważny w decyzjach racjonalnego akcjonariusza<sup>81</sup>. Innymi słowy, taka informacja powoduje znaczące prawdopodobieństwo zmiany wydzwieku istniejących dotychczas informacji<sup>82</sup>.

Co ważne, w wyroku podkreślono, iż nie chodzi w żadnym wypadku o fakt, że dane zdarzenie może mieć hipotetyczne znaczenie. Uznanie istotności wymaga wykazania znacznego prawdopodobieństwa<sup>83</sup>. Wyrok w sprawie *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* zapadł na tle Reguły 14a-9 niemniej jednak, kierując się nim, sądy niższego szczebla rozpoczęły stosowanie powyższego rozumienia *materiality* również dla spraw prowadzonych w związku z Regułą 10(b)-5.

W literaturze amerykańskiej wskazuje się, że analiza istotności informacji może być dokonywana w dwóch aspektach: jakościowym i ilościowym.

---

<sup>78</sup> Orz. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

<sup>79</sup> Orz. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

<sup>80</sup> R.J. Dennis, *Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe for the Total Mix*, *William&Mary Law Review* 1984, t. 25, Nr 3, s. 383.

<sup>81</sup> Ang. *an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.*

<sup>82</sup> Treść wyroku za J. Heminway, *Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action*, s. 1151.

<sup>83</sup> B.J. Bondi, S.D. Lofche, *The law of insider trading: legal theories, common defenses*, s. 180.