

Cezary BŁASZCZYK*

LIBERTARIANIZM WOBEC KRYMINALIZACJI „INSIDER TRADINGU”

(Streszczenie)

Współczesny libertarianizm, zwłaszcza jego odłam radykalny (propertarianistyczny i antyautorytarystyczny) odróżnia się od pozostałych doktryn politycznych swoim szczególnym stanowiskiem wobec prawnych i ekonomicznych aspektów instytucji insider tradingu. Niezależnie od tego, czy argumentacja libertarian oparta jest na doktrynie praw naturalnych i absolutyzmu etycznego, czy też przeciwnie – ma ona charakter konsekwencjonalistyczny, libertarianie, opierając się na Austriackiej Szkole Ekonomii krytykują reżimy informacyjne zawarte w większości regulacji prawa rynku kapitałowego na świecie. Podnosi się, że insider trading nie jest nieetyczny, ponieważ każdy właściciel ma prawo rozporządzać przedmiotem swojej własności i kontraktować zgodnie ze swoją wolą (tak np. M.N. Rothbard, R.W. McGee, T. Machan, R.P. Murphy), lecz nawet gdyby był nieetyczny – nie ma żadnego powodu, by prawo ingerowało w każde ludzkie nieetyczne zachowanie (tak np. W.E. Block). Insider trading może być także postrzegany jako przypadek tzw. „przestępstwa bez ofiar”. Z kolei libertarianie bliscy argumentacji utylitarystycznej argumentują, że insider trading ma tak naprawdę dobroczynne skutki dla rynku kapitałowego – i to zarówno dla insidera, jak i outsidera. W modelu tym zakłada się, że insider trading pozwala na bardziej precyzyjną wycenę instrumentów finansowych, a także przyczynia się do wzmożenia płynności rynku (tak np. P.J. Engelen, L.V. Liederke, H.G. Manne). W tym stanie rzeczy libertarianie opowiadają się za depenalizacją insider tradingu.

Słowa kluczowe: *insider trading*; libertarianizm; giełda; Austriacka Szkoła Ekonomii

Zjawisko insider tradingu i jego potępienie

Powszechnie uważa się, że dla ochrony inwestorów i gospodarki narodowej przed negatywnymi skutkami nadużyć i przesilen giełdowych konieczne jest ustanowienie nadzoru giełdowego, kompleksowa regulacja procedury emisji, kontrola

* Dr nauk prawnych; e-mail: c.l.blaszczyk@gmail.com

koncentracji kapitału czy też reglamentacja obiegu informacji¹. Za jeden z najważniejszych aspektów współczesnego obrotu giełdowego uchodzi zwłaszcza ostatnia z wymienionych. Swobodny dostęp do informacji giełdowej służyć ma bowiem zapewnieniu transparentności obrotu i eliminować problem asymetrii informacji. Zakłada się, że uczestnicy rynku powinni mieć możliwość działania nie tylko na równych zasadach, ale i w równych warunkach (tzw. „sprawiedliwy obrót giełdowy” bądź „bezzstronny obrót giełdowy”) – to zaś możliwe jest jedynie w przypadku równej wiedzy².

Zgodnie z zaproponowaną w doktrynie definicją, informacja giełdowa to:

ogół faktów kształtujących stan wiedzy na temat uczestników obrotu giełdowego, walorów giełdowych oraz obrotu walorami giełdowymi, udostępnionych do publicznej wiadomości przez jakąkolwiek osobę, albo powziętych z obowiązkiem udostępnienia, lecz nieudostępnionych³.

Na uwagę zasługuje zwłaszcza pojęcie „informacji poufnej”, tj. takiej, która nie została jeszcze opublikowana zgodnie z nałożonymi na emitentów obowiązkami informacyjnymi (m.in. raporty bieżące i okresowe) i która może mieć wpływ na kształtowanie się ceny walorów po jej przekazaniu. Zgodnie z art. 154 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi⁴, informacja poufna musi być precyzyjna i mieć określony zakres przedmiotowy. Może pośrednio bądź bezpośrednio dotyczyć emitentów instrumentów finansowych (np. informacje o wynikach finansowych, podejmowanych inwestycjach), instrumentów finansowych albo też ich nabywania i zbywania⁵.

¹ Według danych za 2004 r. prawo przewiduje odpowiedzialność karną za wykorzystanie bądź ujawnienie informacji poufnych w aż dziewięćdziesięciu czterech państwach (**S. Dolgoplov**, *Insider Trading*, <http://www.econlib.org/library/Enc/InsiderTrading.html>; stan na dzień 3.07.2015 r.).

² **S. Buczek**, *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005, *passim*; **P. Wajda**, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, *passim*; **M. Wierzbowski**, **L. Sobolewski**, **P. Wajda** (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, wyd. 2, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, *passim*; **I.B. Lee**, *Fairness and Insider Trading*, *Columbia Business Law Review* 2002/119, *passim*; **L. Sayler**, *Ethical Analysis of Insider Trading*, http://www.cbfa.org/Sayler_Paper.pdf, stan na dzień 8.07.2015 r.; **K. Zacharzewski**, *Prawo giełdowe*, wyd. 2, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, *passim*.

³ **K. Zacharzewski**, *Prawo giełdowe...*, s. 315.

⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r., nr 183, poz. 1538 z późn. zm.).

⁵ **M. Górecki**, *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, *Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego* 2007/1, s. 69; **A. Płońska**, *Karnoprawna ochrona*

Sytuacja, w której część uczestników obrotu wykorzystuje wiedzę niedostępną pozostałym inwestorom, uznawana jest – w zależności od rozpatrywania jej na płaszczyźnie normatywnej bądź ekonomicznej – za „niesprawiedliwą” bądź „nieefektywną”. Łatwo sobie bowiem wyobrazić sytuację, w której inwestor posiadający wiedzę o przyszłej zmianie cen walorów dokonuje transakcji z innymi, nieświadomymi uczestnikami rynku, czerpiąc z tego korzyści. W tym stanie rzeczy zakaz wykorzystywania, ujawniania oraz udzielania na podstawie informacji poufnej jakichkolwiek rekomendacji (ang. *insider trading* albo *insider dealing*⁶) obowiązuje m.in. członków organów i pracowników emitentów, akcjonariuszy spółek publicznych, maklerów, czy też pracowników organu nadzoru. Sprawcę insider tradingu, ale także osobę, która miała dostęp do informacji poufnej nazywa się „insiderem”. W doktrynie rozróżnia się pomiędzy dwoma kategoriami podmiotowymi: insiderami pierwotnymi, tj. takimi, którzy weszli w posiadanie informacji poufnych w związku z wykonywaniem swoich zadań oraz insiderami wtórnymi, czyli wszystkimi osobami, które weszły w posiadanie informacji poufnych w sposób pośredni (np. na skutek popełnienia przestępstwa ujawnienia informacji). Wykorzystanie informacji poufnej może polegać w szczególności na nabywaniu bądź zbywaniu papierów wartościowych albo też udzielaniu w tym zakresie rekomendacji – powinno jednak zostać stanowczo odróżnione od manipulacji giełdowych⁷.

Problem insider tradingu nieodłącznie wiąże się także z zagadnieniem asymetrii informacji. W ekonomii ortodoksyjnej, gdzie rozwijana jest teoria tzw. konkurencji doskonałej, asymetria informacji identyfikowana jest często jako

informacji na rynku kapitałowym, http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/39937/Karnoprawna_ochrona_informacji.pdf; stan na dzień 6.07.2015 r.

⁶ Insider trading często mylony jest z pojęciem zawierania umów na giełdzie (handlu) insiderów (tak np.: **Trystero**, *Jak przestać narzekać i pokochać insider trading? Cz. I*, <http://blogi.ifin24.pl/trystero/2009/10/26/dr-strangefraud-czyli-jak-przestalem-narzekac-i-pokochalem-insider-trading/>; stan na dzień 6.07.2015 r.). Pojęcia te mają jednak inny zakres przedmiotowy, jako że insider trading to wykorzystywanie (bądź ujawnianie) informacji poufnych, wskazanych w ustawie. Insiderzy mogą zatem uczestniczyć w rynku kapitałowym, a ograniczenia dotyczą jedynie wykorzystywania określonych informacji.

⁷ **M. Wierzbowski**, **L. Sobolewski**, **P. Wajda** (red.), *Prawo rynku...*, *passim*; **A. Chłopecki**, *Informacja poufna w prawie papierów wartościowych*, w: **A. Nowicka** (red.), *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Stanisławowi Sołtysińskiemu*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 2005, *passim*; **A. Chłopecki**, **M. Dyl**, *Prawo rynku kapitałowego*, wyd. 4, Warszawa 2015, *passim*; **M. Górecki**, *Informacje...*, *passim*; **U. Ziarko-Siwiek**, *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005, *passim*; **I.A. Moosa**, *Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation*, Palgrave Macmillan, New York 2015, *passim*.

jedno z głównych źródeł niesprawności (zawodności) rynku. W odniesieniu do reglamentacji obiegu informacji giełdowej, zjawisko to zostało uznane za niepożądane już w XVII wieku⁸. Nierównowaga informacji stanowić ma bowiem bezpośrednie zagrożenie dla równowagi rynkowej. W konsekwencji utrudnia osiągnięcie rynkowego optimum i nadwyżki kooperacyjnej, a zatem sprzeczna jest z efektywnością rynku⁹. Efektywność informacyjna rynku kapitałowego postrzegana jest nie tylko jako jeden z trzech aspektów efektywności, ale wręcz warunek *sine qua non* efektywności¹⁰. Chociaż na gruncie nieortodoksyjnych teorii ekonomii model konkurencji doskonałej został już dawno obalony, ustawodawcy wciąż starają się walczyć z „problemem” asymetrii informacji¹¹. Kryminalizacja insider tradingu postrzegana jest w tym ujęciu jako odpowiadająca obowiązkowi informacyjnym, służącym zwiększeniu efektywności informacyjnej rynku – tak, by inwestorzy (zwłaszcza inwestorzy indywidualni) mogli podejmować racjonalne decyzje w warunkach bezstronności (ang. *level playing field*)¹². W doktrynie prawa oraz uzasadnieniach aktów prawa unijnego podkreślono, że obok manipulacji kursem walorów, insider trading stanowić ma najpoważniejsze zagrożenie dla powszechności i równości obrotu giełdowego. Ustawodawca nie zakłada jednak fikcji całkowitego wyeliminowania zjawiska asymetrii, ale stara się raczej o jego złagodzenie, zapobieżenie kumulacji i nadużyciom¹³.

Nowoczesne ujęcie opisywanego problemu znalazło swój wyraz przede wszystkim w ustawodawstwie Stanów Zjednoczonych. W 1934 roku, w związku z Wielkim Kryzysem i w imię ochrony drobnych inwestorów, przyjęto koncepcję

⁸ **K. Zacharzewski**, *Prawo giełdowe...*, s. 331.

⁹ *Ibidem*, s. 46; **J. Robinson**, *The Economics of Imperfect Competition*, Basingstoke 2002, *passim*; **E.H. Chamberlin**, *The Theory of Monopolistic Competition*, Cambridge 1948, *passim*; **B. Karaban**, *Zjawisko asymetrii informacyjnej i niewiedzy uczestników rynku na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce*, *passim*, http://www.kapital.edu.pl/pliki/wyrozniowane_prace/B_Karaban-Asymetria_informacyjna_i_niewiedza_uczestnikow_ryнку_KARABAN.pdf; stan na dzień 7.07.2015 r.; **S. Forlicz**, *Niedoskonała wiedza podmiotów rynkowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, *passim*.

¹⁰ **P. Wajda**, *Efektywność...*, s. 86 i nn.

¹¹ **I. Kirzner**, *Konkurencja i przedsiębiorczość*, Fijorr Publishing, Warszawa 2010, *passim*; **M.N. Rothbard**, *Ekonomia wolnego rynku*, t. 1–3, Fijorr Publishing, Warszawa 2007, *passim*; **R.G. Holcombe**, *Austriacka Szkoła Ekonomii. Rozszerzone wprowadzenie*, Fijorr Publishing, Warszawa 2015, *passim*.

¹² **R. Cooter**, **T. Ulen**, *Ekonomiczna analiza prawa*, wyd. 2., Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 53.

¹³ **M. Glicz**, w: **M. Wierzbowski**, **L. Sobolewski**, **P. Wajda** (red.), *Prawo rynku...*, s. 1474 i nn., s. 1613 i nn.; **A. Płońska**, *Karnoprawna...*, *passim*. Bardziej zdecydowanie nt. potrzeby penalizacji insider tradingu: **M. Górecki**, *Informacje...*, s. 82 i nn.

penalizacji insider tradingu¹⁴. Z czasem doprowadziło to do sformułowania zasady powszechnego i równego dostępu do informacji, recypowanej w ostatnich dekadach w prawodawstwie Unii Europejskiej¹⁵. W Polsce art. 181 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi za wykorzystanie informacji poufnych przewiduje karę do 5 mln zł lub karę pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5 (a w przypadku, gdy penalizowany czyn popełniony został przez insiderów pierwotnych – karę pozbawienia wolności od 6 miesięcy do 8 lat)¹⁶. Przepięstwo ma charakter umyślny i może być popełnione w zamiarze bezpośrednim. Na skutek przepisów ograniczających swobodny przepływ informacji, spółki publiczne poddane są też ścisłym obowiązkom informacyjnym, w domach maklerskich funkcjonują tzw. „chińskie mury”, zaś posiadacze akcji pracowniczych poddani są reżimowi okresów zamkniętych. W polskiej literaturze prawniczej przyznaje się na ogół, że część sankcji przewidzianych za nadużycia giełdowe wymierzana jest za popełnienie tzw. przestępstw bez ofiar. Jednocześnie podkreśla się jednak trafność tego rozwiązania, jako że „efekt skali sprawia, że sprawcy odnoszą niebagatelne korzyści z działania bezprawnego”¹⁷. Niebagatelne znaczenie ma tu zwłaszcza ochrona tzw. zaufania do obrotu giełdowego¹⁸.

¹⁴ Securities Exchange Act of 1934, Pub.L. 73–291, 48 Stat. 881, z dnia 6 czerwca 1934 r.

¹⁵ W prawie Unii Europejskiej i krajów członkowskich precyzyjna regulacja wykorzystywania i ujawniania informacji poufnych nastąpiła dopiero w latach 80. XX w. Obecnie szczególne znaczenie przyjmują Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (tzw. MAR) (Dz.U. UE L 173/1 z dnia 12 czerwca 2014 r.) oraz Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/57 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (tzw. MAD II) (Dz.U. UE L 173/179 z dnia 12 czerwca 2014 r.). Akty te weszły w życie 3 lipca 2014 r. jednak w odniesieniu do części ich postanowień przewidziano 24-miesięczny okres dostosowawczy. Celem regulacji było m.in. rozszerzenie istniejącego reżimu informacyjnego także na Alternatywny System Obrotu. Do najważniejszych konsekwencji należą zaś: uszczuplenie kompetencji ustawodawcy krajowego w zakresie regulacji obowiązków informacyjnych, a także definiowania informacji poufnej i regulacji *insider trading*. Zgodnie z art. 3 Dyrektywy MAD II bezprawne jest wykorzystywanie informacji poufnych poprzez nabywanie bądź zbywanie (na rachunek własny bądź osoby trzeciej; bezpośrednio bądź pośrednio) instrumentów finansowych, których te informacje dotyczą, a także anulowanie bądź zmiana zlecenia (w przypadku, gdy zlecenie złożono przed wejściem osoby zainteresowanej w posiadanie informacji poufnych). Podobnie, jak w obecnym stanie prawnym penalizowane ma być wyłącznie umyślne popełnienie tych czynów, jednak przewidywane są znacznie bardziej surowe kary administracyjne (w przypadku osób fizycznych maksymalna kara nałożona przez organ nadzoru wynosić ma 5 mln euro).

¹⁶ Stan prawny na 20 listopada 2015 r.

¹⁷ K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe...*, s. 253.

¹⁸ *Ibidem, passim*; M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, *passim*; T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich na-*

Należy zwrócić uwagę, że w potępieniu zjawiska insider tradingu unaocznia się szczególnie związek pomiędzy etyką a ekonomią polityczną. Wykorzystanie uprzywilejowania informacyjnego postrzegane jest jako niesprawiedliwe, stroniczne i naruszające zasady prawidłowego obrotu¹⁹. Tylko część przedstawicieli doktryny prawniczej i ekonomii ortodoksyjnej wskazała jednak, że na potępienie zasługuje nie tyle wykorzystanie informacji poufnych przez insiderów, co niemożliwość ich wykorzystania przez outsiderów²⁰. W konsekwencji, stanem pożądanym jest nie tyle rynek giełdowy wolny, co rynek giełdowy bezstronny, na którym zostaje wyeliminowana „nieuzasadniona” przewaga informacyjna jednych uczestników nad pozostałymi²¹.

Libertariańska wizja insider tradingu

Jak zauważono w literaturze, insider trading to najprostsze do zrozumienia przestępstwo związane z obrotem giełdowym²². W wyobraźni opinii publicznej proceder ten jawi się jako nieuczciwy, sprzeczny z mgliście pojętymi bezstronnością i sprawiedliwością. Wydaje się jednak, że na płaszczyźnie doktrynalnej i w teorii ekonomicznej brak już jednak konsensusu, co do konieczności oraz opłacalności penalizacji omawianego zjawiska²³. Szczególnie interesujące wy-

ruszenie, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008, *passim*; **J. Majewski**, *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrecji w obrocie papierami wartościowymi*, Prawo Papierów Wartościowych 2001/9, *passim*; **A. Chłopecki**, **M. Dyl**, *Prawo rynku...*, *passim*; **M. Górecki**, *Informacje...*, *passim*.

¹⁹ **A. Płońska**, *Karnopravna...*, *passim*; **K. Zacharzewski**, *Prawo giełdowe...*, *passim*; **K.D. Krawiec**, *Fairness, Efficiency and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age*, *Northwestern University Law Review* 2001/2, *passim*.

²⁰ Inaczej np. **K. Zacharzewski**: „uprzywilejowanie osób lepiej poinformowanych zasługuje na ujemną ocenę, jako bezprawne w realiach asymetrii informacyjnej” (**K. Zacharzewski**, *Prawo giełdowe...*, s. 331).

²¹ **J.A.C. Hetherington**, *Insider Trading and the Logic of the Law*, *Wisconsin Law Review* 1967/1, *passim*; **R.A. Schotland**, *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne*, *Insider Trading and the Stock Market*, *Virginia Law Review* 1967/7, *passim*; **J. Moore**, *What is Really Unethical about Insider Trading?*, *Journal of Business Ethics* 1990/9, *passim*; **A. Strudler**, **E.W. Orts**, *Moral Principle in the Law of Insider Trading*, *Texas Law Review* 1999/78, *passim*.

²² **T. Harford**, *What's so scary about insider trading?*, *Financial Times Magazine*, 1 listopada 2014 r., <http://www.ft.com/cms/s/2/6a23c7e2-40e3-11e3-ae19-00144feabdc0.html>; stan na dzień 4.07.2015 r.

²³ **D.C. Langevoort**, *What were they thinking? Insider trading and the scienter requirement*, w: **S.M. Bainbridge** (red.), *Research Handbook on Insider Trading*, Cheltenham, Massachusetts 2014, s. 63 i nn.; **J. Bojarski**, *Przestępstwo wykorzystywania poufnych informacji w obrocie*

daje się w tej kwestii stanowisko wolnorynkowego libertarianizmu, czerpiącego z Austriackiej Szkoły Ekonomii. W ujęciu tym insider trading traktowany jest jak każdy inny przypadek wykorzystania informacji na rynku – dopóki nie narusza praw własności i zobowiązań umownych, brak podstaw dla jego kryminalizacji. Istniejące rozwiązania krytykowane są jako całkowicie ślepe na podstawowe założenia sprawiedliwości komutatywnej. Więcej nawet, wskazano na pozytywny wpływ insider tradingu na efektywność alokacji kapitału i płynność obrotu. W tym kontekście przywołać należy zwłaszcza poglądy Murraya Newtona Rothbarda, Izraela Kirznera, Donalda Boudreaux, Roberta W. McGee, Waltera Blocka, Tibora Machana, Megan McArdle, a zwłaszcza Henry’ego Manne’a, którego publikacje dotyczące insider tradingu odbiły się w świecie akademickim szerokim echem²⁴.

Chociaż, tzw. libertarianizm prawicowy (ściślej: propertarianistyczny, wywodzący się z Locke’owskiej koncepcji własności) podzielić można (w zależności od zastosowanego kryterium) na wiele odłamów, to wydaje się, że wyróżnić należy dwa wiodące obozy, działające przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych. Pierwszym jest nurt umiarkowany, skłaniający się ku minarchizmowi i bliski konserwatywnemu liberalizmowi. Jest on otwarty na postulaty tradycji klasycznej, a nawet niektórych odmian neoliberalizmu. Reprezentowany jest przede wszystkim przez środowisko związane z wpływowym think-tankiem Cato’s Institute. Drugim obozem jest nurt radykalny, czasem określany wręcz jako populistyczny, skupiony przede wszystkim wokół Mises Institute. Tworzą go m.in. zwolennicy anarchokapitalizmu i paleolibertarianie, uznający ideowe dziedzictwo Ludwiga von Misesa, ale wyróżniający się daleko posuniętym dystansem wobec instytucji państwa. Odłam ten bliższy jest terminowi „libertarianizm *sensu stricto*”. Do nurtu radykalnego zaliczono m.in. takich myślicieli i ekonomistów jak Murray Newton Rothbard, Lew Rockwell, Roy Childs, Thomas DiLorenzo, Joseph Salerno, J. Mark Thornton, Stephan Kinsella, Walter E. Block, David Friedman, a także Hans Herman Hoppe. W polskim piśmiennictwie podział ten

papierami wartościowymi, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 1997/7, s. 14 i nn.; **P.J. Engelen, L.V. Liedekerke**, *An Ethical Analysis of Regulating Insider Trading*, http://www.uu.nl/sites/default/files/rebo_use_dp_2006_06-05.pdf; stan na dzień 7.07.2015 r., s. 1 i nn.; **J.R. Macey**, *From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading*, Hofstra Law Review 1984/13, *passim*; **R.A. Schotland**, *Unsafe...*, *passim*.

²⁴ Wielkim przeciwnikiem penalizacji wykorzystania informacji poufnych przez insiderów był także Milton Friedman – przedstawiciel Chicagowskiej Szkoły Ekonomii i monetaryzmu, czasem zaliczany też do szeroko pojętego libertarianizmu. Dowodząc pozytywnych skutków wykorzystania informacji poufnych, amerykański noblista tłumaczył: „powinniście chcieć więcej insider tradingu, nie mniej” (**G. Geis**, *White-Collar and Corporate Crime: a Documentary and Reference Guide*, Greenwood, Santa Barbara 2011, s. 145).

stosują zarówno Magdalena Modrzejewska, jak i Zbigniew Rau, nawiązuje do niego też Jacek Bartyzel²⁵.

Ustanowienie odpowiednich standardów etycznych jest, zdaniem libertarian radykalnych, a nawet niektórych przedstawicieli nurtu umiarkowanego, wewnętrzną sprawą instytucji i uczestników rynku. Można sobie bowiem wyobrazić, że pomimo przedstawienia szeregu argumentów utylitarystycznych przeciw kryminalizacji insider tradingu, wciąż znajdują się inwestorzy wyżej ceniący zaufanie do rynku i instynktowne zrównanie pozycji uczestników rynku. Zgodny z etyką absolutystyczną woluntaryzm wymaga, by pozostawić człowiekowi wybór pomiędzy konkurującymi ze sobą platformami obrotu czy domami maklerskimi, stosującymi różne standardy ochrony inwestorów. Jak pisał Mark Skousen:

nie było powodu sądzić, że giełdy i domy maklerskie, Krajowe Stowarzyszenie Dealerów Papierów Wartościowych (NASD), czy posiadane publicznie spółki akcyjne nie będą w stanie same ustanowić surowych standardów etycznych. Tym bardziej, że pisma finansowe pełniły od lat pożyteczną rolę edukowania środowiska inwestorów i ujawniania dokonywania oszustw, nadużyć, posługiwania się informacją poufną [...]²⁶.

Regulowanie zjawiska insider tradingu przez ustawodawcę w ramach prawa powszechnie obowiązującego, narzucanie wszystkim uczestnikom rynków (*sic*) jednolitych zasad musi być zatem ocenione krytycznie. „W wolnym społeczeństwie”, pisał Robert. P. Murphy, „nie byłoby żadnych praw wymierzony w tak zwany insider trading”²⁷.

Libertarianie umiarkowani, związani m.in. z Cato’s Institute, zaproponowali koncepcję pośrednią pomiędzy skrajnie liberalnym stanowiskiem „Austriaków” a obowiązującym powszechnie reżimem informacyjnym. W ujęciu tym przebija się argumentacja konsekwencjonalistyczna. Wskazuje się na potrzebę dopuszczenia całkowitej swobody wykorzystania i ujawniania informacji negatywnej (czyli takiej, która wywoła spadek kursu papierów wartościowych) przy jednoczesnym utrzymaniu ograniczeń dotyczących informacji pozytywnych (odpowiednio – takich, które wywołają wzrost ceny waloru). Przedstawiciele tego podejścia akcentują potrzebę ochrony inwestorów indywidualnych, stąd też postulują jak

²⁵ **M. Modrzejewska**, *Libertariańskie koncepcje jednostki i państwa we współczesnej amerykańskiej myśli politycznej*, Wyd. UJ, Kraków 2010, *passim*; **Z. Rau**, *Liberalizm. Zarys myśli politycznej XIX i XX wieku*, Aletheia, Warszawa 2000, *passim*; **J. Bartyzel**, *W gąszczu liberalizmów*, Fundacja Servire Veritati. Instytut Edukacji Narodowej, Lublin 2012, s. 154 i nn.

²⁶ **M. Skousen**, *Austriacka Szkoła Ekonomii dla inwestorów, czyli Ludwig von Mises wchodzi na giełdę*, Fijorr Publishing, Warszawa 2012, s. 1128.

²⁷ **R.P. Murphy**, *Is Insider Trading Really a Crime?*, <https://mises.org/library/insider-trading-really-crime>; stan na dzień 1.07.2015 r., *passim*.

najwcześniejsze upublicznienie wiedzy o spodziewanych spadkach oraz ochronę przed nadużyciami ze strony insiderów w przypadku informacji pozytywnych²⁸.

Stanowisko libertarian względem insider tradingu formułowane może być na dwu płaszczyznach: etyki absolutystycznej (Murray Newton Rothbard, Tibor Machan) i konsekwencjonalizmu (Henry G. Manne). Pierwsza, w duchu locke’owskiego naturalizmu, opowiada się za swobodą działania w ramach samoposiadania i własności oraz woluntaryzmem. Jest to kierunek zdecydowanie dominujący pośród libertarian radykalnych i bliższy Austriackiej Szkole Ekonomii, opartej na indywidualizmie metodologicznym²⁹. Druga, reprezentowana jest w doktrynie m.in. przez Davida Friedmana, a w analizie insider tradingu odwołuje się do niej przede wszystkim Henry G. Manne, a częściowo także Robert W. McGee³⁰. Należy jednak zwrócić uwagę, że nawet jeśli efektywność nie może, zdaniem większości libertarian, stanowić uzasadnienia legalizacji bądź kryminalizacji insider tradingu, to z pewnością można analizować efektywność samego procederu, jak też jego regulacji (choćby na płaszczyźnie apriorycznej). W tym aspekcie prezentowane ujęcie zbliża się nieco do ekonomicznej analizy prawa.

Z uwagi na radykalnie odmienny od stanowiska obowiązującego w ekonomii ortodoksyjnej i obecnym stanie prawnym charakter postulatów libertarian radykalnych oraz zwolenników tzw. Austriackiej Ekonomii Politycznej, tekst poświęcony został przede wszystkim przedstawicielom tych doktryn. Celem pracy nie jest jednak weryfikacja argumentów libertariańskich, a jedynie zwięzłe przedstawienie (relacja) najważniejszych postulatów. O radykalizmie libertariańskiej teorii insider trading najlepiej świadczy fakt, że znajdujący się światopoglądowo najbliżej radykalnego amerykańskiego libertarianizmu konserwatywny liberalizm (przez niektórych wręcz zaliczany do libertarianizmu w ujęciu szerokim³¹) opowiedział się za kryminalizacją wykorzystania informacji poufnych na giełdzie. Dość przypomnieć, że to właśnie podczas tzw. „konserwatywnej rewolucji” prezydentury

²⁸ **T.A. Lambert**, *A Middle Ground on Insider Trading*; <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2009/11/v32n4-8.pdf>; stan na dzień 7.07.2015 r.

²⁹ **J.B. Egger**, *Efficiency is not a Substitute for Ethics*, w: **M.J. Rizzo** (red.), *Uncertainty and Disequilibrium*, Lexington Books, Lexington 1979, *passim*.

³⁰ **R.W. McGee**, *Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory*, *Journal of Business Ethics* 2010/1, *passim*; **idem**, *Applying Utilitarian Ethics and Rights Theory to the Regulation of Insider Trading in Transition Economies*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419827; stan na dzień 5.07.2015 r., *passim*.

³¹ Tak np. **B. Doherty** w: **B. Doherty**, *Radicals for Capitalism. A Freewheeling History of the Modern American Libertarian Movement*, Public Affairs, New York 2007, *passim*; **D. Boaz** w: **D. Boaz**, *Libertarianism*, Zysk i S-ka, Poznań 2005, *passim*.

Ronalda Reagana Stany Zjednoczone przyjęły najbardziej restrykcyjną wobec insider tradingu ustawę na świecie³².

Pomimo tego, że przedstawiciele radykalnego libertarianizmu i Austriackiej Szkoły Ekonomii działają współcześnie przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, i to właśnie w odniesieniu do amerykańskiego rynku kapitałowego, formułują swoje postulaty dotyczące dekryminalizacji insider tradingu, wydaje się, że brak przeszkód w zestawieniu ich twierdzeń także z realiami polskimi. Dość przypomnieć, że unijne prawo rynku kapitałowego w coraz większym stopniu wzorowane jest na regulacjach amerykańskich³³, zaś nadzorca krajowi i Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ang. European Securities and Markets Authority, ESMA) uzyskują kolejne uprawnienia na model wpływowej US Securities and Exchange Commission (SEC)³⁴. Głośne sprawy osób skazanych za insider trading w Stanach Zjednoczonych (np. Marthy Stewart, Rajata Gupty) szeroko komentowane są w polskiej prasie branżowej i literaturze przedmiotu także w odniesieniu do krajowych realiów³⁵.

Asymetria informacji

Większość przedstawicieli omawianego kierunku stanowczo nie zgadza się, jakoby problem asymetrii informacji świadczył o zawodności rynku. Rynek nie jest i nie może być zawodny, ponieważ brak mu podmiotowości³⁶. Działające

³² *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, Publ.L. 100–74, 102 Stat. 4677, z dnia 19 listopada 1988 r.; **M.N. Rothbard**, *Making Economic Sense*, wyd. 2., Ludwig von Mises Institute, Auburn 2006, s. 108.

³³ Notabene do czerpania z regulacyjnych wzorców amerykańskich przez państwa europejskie negatywnie odnosił się m.in. Murray Newton Rothbard (**M.N. Rothbard**, *Making...*, *passim*).

³⁴ **A. Chłopecki**, **M. Dyl**, *Prawo rynku...*, *passim*; **K. Langenbucher**, *Insider Trading in European Law*, w: **S.M. Bainridge** (red.), *Research...*, s. 429 i nn.; **M. Wierzbowski**, **L. Sobolewski**, **P. Wajda** (red.), *Prawo rynku...*, *passim*; **K. Zacharzewski**, *Prawo giełdowe...*, *passim*; **T. Sójka**, *Obowiązki...*, *passim*.

³⁵ *Imperium Marthy Stewart rozpada się*, Gazeta Giełdy Parkiet, 10 marca 2004 r., <http://www.parkiet.com/artykul/331101.html>; stan na dzień 5.07.2015 r.; *Rajat Gupta: kolejny Madoff?*, Gazeta Giełdy Parkiet, 2 marca 2011 r., <http://www.parkiet.com/artykul/1025445.html>; stan na dzień 5.07.2015 r.; *Temida coraz surowsza dla insiderów*, Gazeta Giełdy Parkiet, 21 lipca 2012 r., <http://www.parkiet.com/artykul/1272132.html>; stan na dzień 5.07.2015 r.

³⁶ **T. DiLorenzo**, *A Note on the Canard of "Asymmetric Information" As a Source of Market Failure*, Quarterly Journal of Austrian Economics 2001/14, s. 249 i nn.; **D.W. MacKenzie**, *Markets and the Information Problem*; <https://mises.org/library/markets-and-information-problem>; stan na dzień 1.08.2015 r.

pojedyncze jednostki – właściwi aktorzy procesów gospodarczych – mogą oczywiście ponieść straty na skutek błędnych decyzji, spowodowanych nierównym dostępem do informacji, jednak wciąż brakuje powodów dla przeciwstawienia się temu zjawisku. „Informacje [poufne – przyp. C.B.] mogą stanowić aktywa. Gdy znajdujący się w ich posiadaniu wykorzystuje je, trudno to potępić – chyba że doszło do oszustwa bądź zastosowano przymus”, pisał R.W. McGee³⁷. W tym ujęciu asymetria informacji jest zjawiskiem powszechnym, niemożliwym do wyeliminowania i, co najważniejsze, neutralnym etycznie. Brakuje bowiem koniecznego związku pomiędzy ustanowieniem regulacji zorientowanych na efektywność rynkową a równowagą informacji. Dlaczego równowaga informacji, pytają libertarianie, miałyby prowadzić do zwiększenia efektywności rynku? Istniejące opracowania dotyczące efektywności informacyjnej rynku kapitałowego nie udzielają tu jakiegokolwiek odpowiedzi. Zdaniem „Austriaków” najpilniejsze potrzeby uczestników rynku w zakresie nierównowagi informacyjnej, jak np. weryfikacja kontrahentów, czy kondycji emitentów, zostaną rozwiązane przez sam rynek – np. poprzez agencje ratingowe. Nierównowaga natomiast stanowi podstawowy bodziec do konkurencji, czyli fundamentu gospodarki wolnorynkowej³⁸.

Wolny rynek – niezależnie od tego, czy stanowi obiektywne zjawisko, jak chcieliby leseferyści racjonalistyczni, czy też jest efektem długotrwałych przeobrażeń instytucji społecznych, jak zauważyli leseferyści ewolucjonistyczni – jest niczym środowisko naturalne. Oznacza nie tylko szansę na pomnożenie zysków, ale także ryzyko i niepewność. Interakcja pomiędzy występującymi na rynku podmiotami nie jest bezstronna, ponieważ podmioty te nie są równe. Równość wobec prawa, co do której libertarianie zasadniczo nie mają zastrzeżeń, nie oznacza

³⁷ R.W. McGee, W. Block, *An Ethical Look at Insider Trading*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419738; stan na dzień 6.07.2015 r., s. 24.

³⁸ R.G. Holcombe, *Austriacka...*, *passim*; R.W. McGee, *Insider Trading. An Economic and Philosophical Analysis*, *The Mid-Atlantic Journal of Business* 1988/1, *passim*; *idem*, *Ethical Issues in Insider Trading: Case Studies*, *Journal of Corporate and Securities Law* 2005/2, *passim*; *idem*, *Applying Ethics to Insider Trading*, *Journal of Business Ethics* 2008/77, *passim*; *idem*, *An Economic and Ethical Look at Insider Trading*, w: P.U. Ali, G.N. Gregoriou (red.), *Insider Trading: Global Developments and Analysis*, CRC Press, Boca Raton 2009, *passim*; R.W. McGee, W. Block, *Insider Trading*, w: R.W. McGee (red.), *Business ethics and Common Sense*, Quorum Books, Westport 1992, *passim*; *idem*, *An Ethical Look at Insider Trading*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419738; 6.07.2015 r., *passim*; R.P. Murphy, *Is Insider...*, *passim*; H.G. Manne, *Insider Trading*, Liberty Fund, Indianapolis 2009, *passim*; *idem*, *Entrepreneurship, Compensation, and the Corporation*, *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 2011/1, *passim*; *idem*, *Insider Trading and Property Rights in New Information*, <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1985/1/cj4n3-13.pdf>; stan na dzień 7.07.2015 r., *passim*.

egalitarianizmu. Doskonała równowaga, jak udowodnił już Joseph Schumpeter, prowadzi do absolutnej stagnacji, a w konsekwencji uniemożliwia jakikolwiek progres (tzw. ciągłość ruchu okrężnego)³⁹. Izrael Kirzner pisał:

homeostaza wyklucza istnienie przedsiębiorcy. Jeśli decyzje uczestników rynku całkowicie się nakładają tak, że każdy plan słusznie przewiduje odpowiadające mu plany innych uczestników, a nie ma możliwości ich zmiany tak, by były one preferowane przez wszystkie strony, przedsiębiorcy nie pozostaje nic do zrobienia⁴⁰.

Cytowany autor stanął wręcz na stanowisku, że to przejście od stanu wiedzy niedoskonałej do wiedzy doskonałej jest esencją przejścia od promującej działanie jednostek nierównowagi rynkowej do stagnacji równowagi⁴¹. Każda wymuszona prawem równość w sposób konieczny prowadzi do zaburzenia procesów rynkowych: redukcji efektywności gospodarki, osłabienia konkurencji, obniżenia konsumpcji i standardu życia. Konsekwencją dążenia do równości jest także eliminacja innego skutku konkurencji i produktywności – mobilności społecznej. Stąd też bezstronność znajduje swoje zastosowanie np. w niektórych regulach zawodów sportowych, ale nie w ekonomii, gdzie działające i subiektywnie racjonalne jednostki wykorzystywać muszą wszelkie przyrodzone i nabyte przewagi dla realizacji swoich celów⁴². Rynek kapitałowy bliższy jest zatem życiu, pisał Tibor Machan, niż grze w piłkę nożną czy golfa, a angielski termin *even playing field* nie powinien być odnoszony do sił rynkowych⁴³.

W gospodarce kapitalistycznej, jak wykladał Ludwig von Mises, przedsiębiorcy zmuszeni są stale oszacowywać ryzyko i, starając się o osiągnięcie przewagi przychodów nad rozchodami, należycie alokować kapitał. Zysk jest tu nie tyle premią za ryzyko, co skutkiem racjonalnego (w sensie prakseologicznym) i trafnego działania. W warunkach wolnej konkurencji to wykorzystujący swój talent i wiedzę górować będą nad nieświadomymi i niezorientowanymi w warunkach prowadzenia swojego biznesu. Niejednokrotnie doprowadzi to do osłabienia pozycji, czy nawet wyparcia z rynku przedsiębiorców nieefektywnych. Proces ten jest esencją wolnego rynku. Jego skutkiem jest promocja efektywnego wykorzystania zasobów w całej gospodarce (efektywność alokacji kapitału)⁴⁴.

³⁹ J.A. Schumpeter, *Teoria rozwoju gospodarczego*, Warszawa 1960, *passim*.

⁴⁰ R.G. Holcombe, *Austrian...*, *passim*; I. Kirzner, *Konkurencja...*, s. 33.

⁴¹ R.G. Holcombe, *Austrian...*, *passim*; I. Kirzner, *Konkurencja...*, s. 207.

⁴² R.W. McGee, *Applying Ethics...*, s. 211; T. Machan, *What is Morally Right with Insider Trading*, *Public Affairs Quarterly* 1996/10, *passim*.

⁴³ *Ibidem*, s. 137.

⁴⁴ C. Menger, *Zasady ekonomii*, Fijorr Publishing, Warszawa 2013, *passim*; L. von Mises, *Liberalizm w tradycji klasycznej*, Arcana, Kraków 2009, *passim*; *idem*, *Ludzkie działanie*, Instytut

Opisany mechanizm znajduje swoje odniesienie zarówno do działalności opartej wyłącznie na gospodarce realnej (przywoływane już „Main Street”), jak i w obrocie papierami wartościowymi. Poufna i unikalna wiedza, którą wykorzystują dla osiągnięcia zysków insider traderzy nie różni się, zdaniem libertarian, znacząco od wiedzy, którą wykorzystują w swoich transakcjach inni ludzie. Przywołać można przykłady pacjentów, którzy wybierają lekarzy o renomie wybitnych specjalistów, albo też oskarżonych, którzy chętniej zwracają się o pomoc do doświadczonych adwokatów. Innymi słowy lekarze i prawnicy posiadający większy zasób wiedzy wykorzystują ten fakt, konkurując z kolegami po fachu. Zdaniem libertarian jest czymś naturalnym, że w sposób analogiczny do rywalizujących w gospodarce realnej, konkurują ze sobą inwestorzy na rynku kapitałowym. Kolekcjoner, który dzięki swojemu bogatemu doświadczeniu i solidnemu wykształceniu potrafi na pchlim targu wyłowić prawdziwe dzieło sztuki, a następnie sprzedać je z zyskiem, nie różni się od pracownika spółki publicznej, który świadomy jej wyników finansowych odpowiednio inwestuje bądź pozbywa się akcji pracowniczych, zanim spółka opublikuje stosowny raport. Insider powinien mieć możliwość wykorzystania posiadanych informacji poufnych w swojej prywatnej działalności inwestycyjnej. I odwrotnie – z obowiązku poszanowania prywatności, wynikającego z samoposiadania wynika brak obowiązku ujawnienia informacji posiadanych przez insidera. Bez znaczenia jest tu fakt, tłumaczyli Robert W. McGee i Walter Block, że pozostali uczestnicy obrotu giełdowego często nie mają szansy na uzyskanie informacji cenotwórczych. Wszak od kandydatów na intratną posadę, którzy przypadkiem dowiedzieli się o rekrutacji w dobrze prosperującym przedsiębiorstwie nie oczekujemy, że podzielą się tą informacją ze swoimi potencjalnymi konkurentami⁴⁵.

Stanowisko doktryny libertariańskiej względem wykorzystania i ujawniania informacji poufnej powiązane jest także z krytyką współczesnego prawa własności intelektualnej. Dopóki informacja pozostaje nieujawniona, nie ma etycznego imperatywu, który nakazywałby dzielenie się samodzielnie wypracowanymi wnioskami. Natomiast z chwilą, gdy wiedza ta zostaje wyjawiona bądź też druga osoba dochodzi do niej samodzielnie, pierwotny autor nie korzysta z żadnych

Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011, *passim*; **M.N. Rothbard**, *Ekonomia...*, *passim*; **I. Kirzner**, *Konkurencja...*, *passim*. Podobnie liberalny konserwatysta („stary wig”) i przedstawiciel Austriackiej Szkoły Ekonomii, związany z myślą libertariańską i protolibertariańską, Friedrich August von Hayek – **F.A. von Hayek**, *The Meaning of Competition*, w: **idem**, *Individualism and Economic Order*, University of Chicago Press, Chicago 1958, *passim*.

⁴⁵ **R.W. McGee**, **W. Block**, *An Ethical Look...*, s. 3; **R.W. McGee**, *Applying Ethics...*, s. 205 i nn.; **T. Machan**, *What is...*, *passim*; **R.G. Holcombe**, *Austrian...*, *passim*.

uprawnień, pozwalających mu kontrolować obieg informacji. Dzieje się tak dlatego, że informacja nie jest dobrem materialnym i rzadkim – wykorzystanie jej przez jednego nie odbiera tej możliwości drugiemu⁴⁶. Libertarianie podkreślają, że brak ochrony prawnoautorskiej nie kłóci się z prawem człowieka do owoców własnej pracy. Dopóki pracodawca nie zobowiąże w umowie o pracę swoich pracowników do zachowania poufności, trudno doszukać się powodów, dla których uzyskiwana w ramach wykonywania obowiązków służbowych wiedza miałaby stanowić własność pracodawcy. Dlatego też wykorzystanie bądź ujawnienie informacji poufnej przez insiderów nie stanowi kradzieży. Jak zauważył R.W. McGee:

nie ma nic niesprawiedliwego w tym, by eksperci, którzy przez sześćdziesiąt godzin w tygodniu zbierają w pracy wiedzę o rynku, wykorzystali posiadane informacje. Niesprawiedliwym jest natomiast zmuszenie ich, by ujawniali tę wiedzę ludziom, którzy nie zrobili nic, by ją zdobyć⁴⁷.

Podkreślono także, że sama bezstronność nie może być kryterium wartościowania w etyce. Można bowiem wyobrazić sobie złodziei, którzy w sposób bezstronny dzielą się łupem, co jednak w żaden sposób nie czyni tego procederu etycznym. Żeby zatem można było mówić o „sprawiedliwym obrocie giełdowym” należy ustanowić inne niż bezstronność kryteria wartościowania oraz reguły dystrybucji ciężarów i korzyści pomiędzy uczestnikami. Za sprawiedliwość libertarianie skłonni są raczej uznać brak przymusu czy też zgodność z aksjomatem nieagresji. W konsekwencji insider trading jawi się przedstawicielom omawianego kierunku jako sprawiedliwy, ponieważ opiera się na dobrowolnej wymianie pomiędzy rozporządzającymi swoją własnością jednostkami. Etyka oparta na libertariańskiej teorii propertarianistycznej implikuje stwierdzenie, że legalny właściciel może dowolnie rozporządzać przedmiotem swojej własności – o ile nie narusza tym samym analogicznych praw pozostałych⁴⁸.

⁴⁶ W szczególności podniesiono brak logiki w traktowaniu kapitału intelektualnego jak zasobów fizycznych. Prawa własności intelektualnej są fiducyjne – ich istnienie i egzekwowanie wynika wyłącznie z narzuconego przez państwo prawa pozytywnego. Biorąc pod uwagę, że informacja (wiedza, zamysł artystyczny, rozwiązanie technologiczne) nie jest dobrem rzadkim (może być wykorzystywana jednocześnie przez nieskończenie wiele osób bez obawy o jej wyczerpanie), zawłaszczenie jej, wykluczenie innych z równoczesnego z niej korzystania nie jest jedynym koniecznym rozwiązaniem. Jak chcą libertarianie tacy jak Stephen Kinsella, czy Michele Boldrin, prawa własności intelektualnej to w istocie nie prawa własności, a prawa do zakazywania innym wykorzystywania ich własnych praw własności (M. Boldrin, D.K. Levine, *Against intellectual monopoly*, Cambridge University Press, New York 2010, *passim*; N.S. Kinsella, *Against intellectual property*, Ludwig von Mises Institute, Auburn 2008, *passim*).

⁴⁷ R.W. McGee, *Applying Ethics...*, s. 212.

⁴⁸ R.W. McGee, W.E. Block, *Information, Privilege...*, s. 3 i nn.; T. Machan, *What is...*, *passim*.

Efektywność penalizacji insider tradingu

W piśmiennictwie (także głównego nurtu) zwrócono uwagę na trudność w jednoznacznym ujęciu, na czym polega szkodliwość wykorzystywania informacji poufnej przez insiderów. Jak pisał Czesław Martysz:

dyskusja o szkodliwości insider tradingu jest skazana na nieusuwalną hipotetyczność, ponieważ stworzenie precyzyjnego scenariusza rynkowego bez zgłoszenia dodatkowej podaży lub popytu ze strony osób wtajemniczonych okazuje się prawie niemożliwe⁴⁹.

Wszelkie rozważania nad tą kwestią z wykorzystaniem prawdziwych przykładów czy modeli narażone są na spekulatywność, z uwagi na niepewność wiedzy aposteriorycznej. W tej tradycji, wywodzącej się jeszcze ze sceptycyzmu akademickiego tworzyli przedstawiciele Austriackiej Szkoły Ekonomii w protolibertarianizmie i libertarianizmie – m.in. Ludwig von Mises, czy Murray Newton Rothbard⁵⁰.

Pomimo zarysowanych powyżej trudności, część libertarian dopuszczających argumentację konsekwencjonalistyczną, opowiada się za depenalizacją insider tradingu, także ze względu na jego użyteczność. W doktrynie podkreśla się wręcz dobroczynny wpływ tego zjawiska na rynek kapitałowy. Jak zauważyli m.in. Henry G. Manne, Donald J. Boudreaux, czy Robert P. Murphy, działalność spekulacyjna w obrocie giełdowym, polegająca na skupowaniu papierów wartościowych po niskiej cenie i sprzedaży po cenie wyższej, sama z siebie nie tylko nie jest niemoralna, ale co ważniejsze – jest ona dla obrotu użyteczna. Przyczynia się do szybszego dostosowania cen walorów do ich rzeczywistej (docelowej) wartości. Mechanizm ten znajduje zastosowanie zarówno do prostej umowy sprzedaży, jak i bardziej zaawansowanych transakcji, np. krótkiej sprzedaży, a nawet w razie braku wymiany – gdy insider swoim zachowaniem sygnalizuje pozostałym uczestnikom obrotu nadchodzące trendy⁵¹. W tym miejscu przywołać należy

⁴⁹ **C. Martysz**, *Prawne i ekonomiczne aspekty karalności insider tradingu*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej 2013/124, s. 95.

⁵⁰ **L. von Mises**, *Ludzkie...*, *passim*; **M.N. Rothbard**, *Ekonomia...*, *passim*.

⁵¹ **R.P. Murphy**, *The Social Function of Stock Speculators*, <https://mises.org/library/social-function-stock-speculators>; stan na dzień 1.07.2015 r., *passim*; **idem**, *Is Insider Trading Really a Crime?*, <https://mises.org/library/insider-trading-really-crime>; stan na dzień 1.07.2015 r.; **D.J. Boudreaux**, *Learning to Love Insider Trading*, Wall Street Journal, 24 października 2009 r., <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704224004574489324091790350>; stan na dzień 7.07.2015 r.; **P.U. Ali**, **G.N. Gregoriou** (red.), *Insider...*, *passim*; **H.G. Manne**, *In defense of Insider Trading*, Harvard Business Review 1966/44, *passim*; **idem**, *Economic Mysteries in Insider Trading*, Europa-Institut, Saarbrücken 1991, *passim*; **idem**, *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, Journal of Corporation Law 2005/1,

również stanowisko Henry'ego G. Manne'a, który podnosił, że wykorzystywanie informacji poufnych przez insiderów jest szczególnie efektywnym motywacyjnym składnikiem wynagrodzenia kadry zarządzającej (zwłaszcza w przypadku informacji pozytywnych)⁵². „Insider trading może służyć za szczególny środek wynagrodzenia i generować kulturę innowacji”⁵³, tłumaczył.

Wyjściowym założeniem wolnorynkowych libertarian jest przyjęcie, że rynek giełdowy nie jest płaszczyzną zderzenia popytu i podaży fiducyjnych papierów wartościowych, ale że obracane na nim akcje reprezentują pewną realną wartość. Cena akcji powinna być powiązana z wartością przedsiębiorstwa emitenta, pamiętając jednak, że – jak to ujmował Mark Skousen – Wall Street to nie „Main Street”. „Innymi słowy, biznes polegając na inwestowaniu to nie to samo, co inwestowanie w biznes”⁵⁴. W pożądanym modelu rynku kapitałowego cena papierów wartościowych odzwierciedlać powinna m.in. kondycję finansową, potencjał i efektywność zarządzania emitenta, a także jego zdolność do wypłaty dywidendy czy wykupienia obligacji.

Wobec tego spekulanci, których celem nie jest długotrwała inwestycja w akcje spółki publicznej i pobór dywidendy, ale tanie kupno i droga sprzedaż walorów, muszą posiadać umiejętność analizy rynku i przewidywania przyszłych kursów. Niejednokrotnie wiąże się to z koniecznością uwzględnienia szeregu czynników – tak czysto ekonomicznych, jak i politycznych (ten aspekt akcentuje w szczególności Szkoła Chicagowska, opierająca się na teorii rynku efektywnego).

Pomimo tego, że Austriacka Szkoła Ekonomii jest sceptyczna wobec analizy technicznej, zaś stojąca u jej podstaw teoria prakseologiczna wymusza uwzględnienie nieskończenie wielu czynników, nie oznacza to, że rynek jest w tym ujęciu całkowicie nieprzewidywalny.

Według Marka Skousena:

Ceny akcji [...] można przewidzieć z dużym stopniem dokładności, ponieważ działania na rynku nigdy nie są przypadkowe (losowe). Wszystkie wydarzenia gospodarcze, a także ceny wywodzą się z procesu ludzkich decyzji. Na rynku finansowym istnieje zawsze związek przyczynowo-skutkowy. Poprzez należyte zrozumienie i ocenę polityki gospodarczej poszcze-

passim; **idem**, *Insider Trading...*, *passim*; **idem**, *Insider Trading and Property Rights in New Information*, <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1985/1/cj4n3-13.pdf>; stan na dzień 7.07.2015 r., *passim*.

⁵² **P.J. Engelen**, **L.V. Liedekerke**, *An Ethical...*, s. 10 i nn.; **A. Padilla**, *Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?*, *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 2002/1, s. 3 i nn.; **C. Martysz**, *Prawne...*, s. 95 i nn.

⁵³ **H.G. Manne**, *Entrepreneurship...*, s. 3.

⁵⁴ **M. Skousen**, *Inwestowanie w jednej lekcji*, Fijorr Publishing, Warszawa 2011, s. 29.

gólnych krajów, a także na podstawie zachowania się ludzi na rynku papierów wartościowych – analityk umie odczytać kierunek, w jakim w danym czasie podąża rynek⁵⁵.

Niewątpliwie istnieją ludzie, którzy czerpią zyski ze spekulacji giełdowej – w przeciwieństwie do tych, którzy z nimi handlują. Nie jest jednak tak, że straty pojedynczych inwestorów oznaczają szkody dla całej gospodarki, czy emitentów. Fritz Machlup pisał o handlu spekulacyjnym:

straty dotyczące sprzedawcę akcji nie oznaczałyby wcale strat dla gospodarki narodowej, ponieważ cała transakcja, czyli zmiana właściciela udziałów, w ogóle nie wpływa na spółkę i należący do niej kapitał realny, a stracie, jaka dotyka sprzedającego po niskim kursie, towarzyszy zysk po stronie kupującego tanio nabywcy akcji⁵⁶.

Jak zauważył R.P. Murphy, nie sposób jednak postrzegać transakcji dokonywanych na rynku kapitałowym jako gry o sumie zerowej (spekulant zyskuje, jego kontrahent traci). Przede wszystkim dokonujący wielu transakcji spekulanci napędzają rynek. W konsekwencji pozostali akcjonariusze korzystają z możliwości łatwiejszego zawarcia transakcji oraz cieszą się większą swobodą podejmowania decyzji biznesowych, jako że w razie potrzeby mogą upłynnić posiadane walory. Dość przypomnieć, że płynność rynku giełdowego jest jednym z najważniejszych wskaźników rynkowych i o jej podniesienie zabiegają kierujący każdą platformą obrotu. To m.in. z tego powodu na rynku działają tzw. animatorzy i market makerzy⁵⁷. Innym pozytywnym aspektem działalności spekulantów giełdowych, zwłaszcza poinformowanych tak doskonale jak insider traderzy, jest wskazywanie pozostałym członkom obrotu właściwego trendu. Skupowanie papierów niedoszacowanych czy też wyprzedzanie przeliczonych odpowiednio podnosi bądź obniża kurs waloru, zbliżając go do optymalnego.

Libertarianie odrzucają także argument, jakoby poprzez ustanowienie reżimu informacyjnego inwestorzy mogli uniknąć strat na skutek wykorzystania informacji poufnej. Wstrzymanie publikacji informacji jedynie opóźnia to, co i tak nastąpi – wyprzedzanie bądź skup walorów. Ujawnienie czy też wykorzystanie informacji poufnej nie wywołuje wahań kursu większych niż w przypadku publikacji informacji oficjalnych. Przeciwnie, libertarianie utrzymują, że swobodne

⁵⁵ **Idem**, *Austriacka...*, s. 106.

⁵⁶ **F. Machlup**, *Giełda, kredyt, kapitał. Fundamenty rynku papierów wartościowych*, Fijorr Publishing, Warszawa 2013, s. 46.

⁵⁷ **R.P. Murphy**, *The Social...*, *passim*; **idem**, *Is Insider...*, *passim*; **K. Zacharzewski**, *Prawo giełdowe...*, *passim*; **E. Ostrowska**, *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007, *passim*; **W. Bień**, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 2007, *passim*; **J. Kudła**, *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2011, *passim*; **R.W. McGee**, **W. Block**, *An Ethical Look...*, s. 4.

działanie insiderów, zwłaszcza w przypadku jawnego wykorzystania przez nich informacji, której pozostali inwestorzy musieliby się domyślać, prowadziłoby do łagodniejszej zmiany kursu, jako że lepiej poinformowani inwestorzy będą mniej skłonni walory rażąco przeszacowywać (bądź niedoszacowywać). W warunkach współczesnego rozwoju technologicznego i prędkości obiegu informacji (doskonałym przykładem jest chociażby handel automatyczny) uwadze rynku z pewnością nie umknęłoby bowiem działanie pozostałych inwestorów, zwłaszcza insiderów (np. nagła wyprzedaż akcji spółki publicznej, dokonywana przez jej prezesa). Im bardziej odmienne od tendencji rynkowych byłoby zlecenie insidera, tym szybciej dostrzeżone zostałoby przez branżę. Biura maklerskie z pewnością przekazałyby to spostrzeżenie swoim klientom i niczym w reakcji łańcuchowej informacja stopniowo rozeszłaby się pomiędzy wszystkimi uczestnikami rynku. Już dziś istnieje zresztą strategia inwestowania, która opiera się na naśladowaniu zgodnych z prawem transakcji insiderów. Trudno zatem zakładać, że przy pełnej swobodzie insider tradingu badający raporty bieżące i stosujący wyrafinowane narzędzia analityczne inwestorzy narażeni byłiby na pozostawanie w długotrwałej niewiedzy i niekorzystne rozporządzanie swoimi środkami i walorami. Przeciwnie – to w obecnym stanie prawnym inwestorzy znacznie dłużej (aż do publikacji informacji oficjalnych) pozostają w niewiedzy i bez możliwości pozyskania informacji oraz dostosowania strategii inwestycyjnej do nadchodzących trendów.

Opisywana korekcyjna rola zjawiska insider tradingu jest dla funkcjonowania gospodarki kapitalistycznej niezwykle istotna. Bliższa optymalnej cena akcji pozwala na efektywne inwestycje, a więc prowadzi do rozwoju gospodarczego. Insider trading przyczynia się do zwiększenia kredytu produkcyjnego, a w konsekwencji do wytworzenia tzw. dyspozycji kapitałowej (czyli oszczędności powiększone o kapitał amortyzacyjny). Chociaż na ogół przyjmuje się, że brak koniecznego wpływu obrotu giełdowego na funkcjonowanie spółki publicznej (inaczej w przypadku nowej emisji)⁵⁸, w długim okresie ceny walorów wyznaczane są przede wszystkim przez efektywność emitentów (a także kondycję całej gospodarki, w tym warunki prawne i podatkowe do prowadzenia działalności gospodarczej)⁵⁹. Jak wskazał R.P. Murphy, penalizacja insider tradingu prowadzi do obniżenia płynności rynku oraz spowalnia proces korekty kursu walorów giełdowych. Powiązanie cen akcji z realną wartością spółki czyni także mniej

⁵⁸ „Z naukowego punktu widzenia nie ma [...] żadnych wątpliwości, że zwyczaj kursów papierów wartościowych nigdy nie może być dowodem ani symptomem związania dyspozycji kapitałowej” (F. Machlup, *Gielda...*, s. 69).

⁵⁹ M. Skousen, *Austriacka...*, s. 107 i nn.

prawdopodobnym powstanie bańki spekulacyjnej bądź innego przeszacowania walorów⁶⁰. To właśnie bariery regulacyjne i interwencje rządowe powodują zaburzenie procesu kształtowania się cen na rynku i błędnego szacowania (alokacji zasobów) przedsiębiorców, co prędzej czy później prowadzi do kryzysu gospodarczego. W tym kontekście bezzasadne wydają się zarzuty stawiane libertariańskiemu ujęciu insider tradingu przez publicystów giełdowych, jakoby wykorzystanie informacji poufnych miało podnosić koszty animacji rynku⁶¹. Rzeczywiście, może zdarzyć się tak, że spodziewając się znacznego spadku kursu, inwestorzy posiadający informacje poufne dokonają wyprzedazy walorów na rzecz animatorów. Wydaje się jednak, że stanowić może to co najwyżej argument za ograniczeniem sztucznej skąd inąd roli animatorów i market-makerów. W warunkach swobody insider tradingu animacja rynku dokonuje się, jak stwierdzono, samorzutnie⁶².

Zwrócono także uwagę, że przypadkowo działający outsiderzy (podejmujący decyzje inwestycyjne w stanie nieświadomości najbardziej istotnych informacji cenotwórczych) wcale nie muszą być jedynym, czy też głównym beneficjentem daleko posuniętego ograniczenia insider tradingu. Jak wskazali Jonathan R. Macey oraz David D. Haddock, w obecnym stanie prawnym istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że informacja istotna zostanie przechwycona zaraz po opublikowaniu bądź wydedukowana jeszcze przed publikacją przez inwestorów instytucjonalnych i wysoko wyspecjalizowanych profesjonalistów, którzy wykorzystają ją we własnej aktywności na rynku na długo zanim do inwestorów indywidualnych dotrze ona kanałem oficjalnych raportów. To profesjonalści znajdują się bowiem w obiegu informacji „następni w kolejce” po emitencie. Zwłaszcza, że informacja przetworzona w cenotwórczą (z jawnej w spełniającą część przesłanek poufnej) tylko przy użyciu wiedzy fachowej i niedostępnej przeciętnemu inwestorowi nie stanowi informacji poufnej⁶³. Podniesiono zatem, że grupą, która najbardziej korzysta na rozległych obowiązkach informacyjnych, maksymalnym opóźnieniu publikacji informacji i surowej penalizacji wykorzystania informacji poufnych przez insiderów pierwotnych są właśnie duże firmy inwestycyjne – tracą zaś inwestorzy indywidualni⁶⁴.

⁶⁰ **R.P. Murphy**, *The Social...*, *passim*; **idem**, *Is Insider...*, *passim*.

⁶¹ **T. Harford**, *What's so...*

⁶² **R.W. McGee**, **W. Block**, *An Ethical Look...*, s. 11 i nn.; **M.N. Rothbard**, *Ekonomia...*, *passim*.

⁶³ **A. Chłopecki**, *Informacja poufna...*, s. 385.

⁶⁴ **D.D. Haddock**, **J.R. Macey**, *Regulation on Demand. A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation*, *The Journal of Law and Economics* 1987/2, s. 1449 i nn.; **J.R. Macey**, *Ethics, Economics and Insider Trading. Ayn Rand Meets the Theory of the Firm*, Yale Law School Legal Scholarship Repository, 1988, http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2768&context=fss_papers; stan na dzień 7.07.2015 r., s. 803 i nn.

Więcej nawet, zwrócono bowiem uwagę na fakt, że regulacje gospodarcze, a zwłaszcza ustawy odnoszące się do rynku kapitałowego czynią prawdziwymi insider traderami polityków i urzędników, którzy biorą udział w projektowaniu przyszłych aktów prawnych⁶⁵. Posiadając dostęp do informacji dotyczących kształtu przyszłych propozycji legislacyjnych, a także przekazywanych opinii publicznej danych makroekonomicznych, wreszcie ustalając stopy procentowe bądź podejmując decyzje związane z polityką monetarną, politycy i urzędnicy (w tym pracownicy banków centralnych) stają się najgroźniejszą kategorią insiderów. Jednocześnie mają możliwość odpowiedniej reakcji i ochrony własnych oszczędności, zanim posiadana przez nich wiedza dotrze do szerszego audytorium w formie konsultacji społecznych, czy publikowanych komunikatów. Stawia to niejako członków władzy ustawodawczej i wykonawczej ponad prawem, coraz dotkliwiej i skrupulatniej regulującym aktywność gospodarczą zwykłych obywateli⁶⁶.

Libertarianie odwracają zatem argumentację zwolenników kryminalizacji insider tradingu. Gdyby oferowane walory zostały nabyte nie przez insidera, a nieświadomego outsidera, premia zostałaby przyznana nie racjonalnie działającemu i wykorzystującemu swoją wiedzę inwestorowi, a graczowi, który przypadkowo postawił na właściwą spółkę. Może zatem zdarzyć się tak, że na zmianie kursu po oficjalnej publikacji informacji poufnej zarobią także outsiderzy. Losowość i traktowanie giełdy jak kasyna obniża efektywność alokacji kapitału i przeczy podstawowym założeniom gospodarki kapitalistycznej⁶⁷. Wydaje się też, że jeszcze bardziej „niesprawiedliwe” niż zyski osiągane przez insiderów są profity

⁶⁵ Głośnym echem odbiła się w Stanach Zjednoczonych sprawa członków Kongresu, którzy w 2008 r. wycofali się ze swoich inwestycji giełdowych po udziale w półformalnym spotkaniu informacyjnym, dotyczącym nadchodzącego kryzysu finansowego przed przekazaniem opinii publicznej prezentowanych tam informacji (**W. Overton**, *Wall Street Scandals. Greed and Trading on Wall Street the American Way*, Xlibris 2013, s. 63–64).

⁶⁶ **N.J. Potts**, *Our elected Insider Traders*, <https://mises.org/library/our-elected-insider-traders>; stan na dzień 1.07.2015 r.; **S.H. Kim**, *What Governmental Insider Trading Teaches Us about Corporate Insider Trading*, w: **S.M. Bainbridge** (red.), *Research...*, s. 166 i nn.; **J.W. Verret**, *Applying Insider Trading Law to Congressmen, Government Officials and the Political Intelligence Industry*, w: **S.M. Bainbridge** (red.), *Research...*, s. 153 i nn.

⁶⁷ Nieprzypadkowo F.A. von Hayek pisał: „gdyby każdy handlowiec musiał podawać do publicznej wiadomości, jak i gdzie kupić lepsze lub tańsze towary, tak iż konkurencja mogłaby natychmiast pójść w jego ślady, nie byłoby w ogóle sensu poświęcać czasu na udział w poszukiwaniu informacji, a zyski z handlu nigdy by się nie pojawiły” (**F.A. von Hayek**, *Zgubna pycha rozumu. O błędach socjalizmu*, Arcana, Kraków 2004, s. 137). Konkurencja ma w ujęciu austriackim „charakter procedury odkrywania”.

osiągane przez poszukujących „na parkiecie” hazardu⁶⁸. Z drugiej strony możliwy jest także scenariusz, w którym więcej outsiderów skorzysta, nie dokonując transakcji przed publikacją informacji oficjalnej, niż straci, dokonując transakcji w stanie niewiedzy. Tym samym podważony zostaje jeden z kluczowych utylitarystycznych argumentów zwolenników kryminalizacji insider tradingu, jakoby w sposób konieczny przynosił on straty inwestorom.

W ujęciu utylitarystycznym zwraca się też uwagę, że koszty dostosowania uczestników rynku do coraz bardziej rygorystycznych regulacji są nieproporcjonalnie wysokie do osiąganego z tego tytułu korzyści (ewentualne poszerzenie rynku kapitałowego o nowych, poszukujących bezstronności i zaufania do rynku inwestorów). Między innymi to właśnie koszty *compliance* i nadzoru spowodowały w Europie odpływ kapitału z rynku regulowanego na platformy MTF (ang. *multilateral trading facility*, pol. alternatywny system obrotu bądź wielostronna platforma obrotu).

Insider trading a etyka libertariańska

Libertarianie odwołujący się do etyki absolutystycznej często zgadzają się z przedstawioną powyżej argumentacją⁶⁹. Podkreślają jednak, że nawet gdyby insider trading powodował większe wahania kursów akcji albo też umożliwiał insiderom osiągnięcie zysków kosztem outsiderów, wciąż nie byłoby to wystarczającym uzasadnieniem jego kryminalizacji⁷⁰. Kwestia efektywności samego insider tradingu bądź jego regulacji jest irrelevantna dla debaty nad właściwym modelem gospodarczym. Podkreślenia wymaga także, że kryminalizacja insider tradingu jawić się musi libertarianom jako ograniczenie praw własności akcjonariuszy. Insiderów pozbawia się prawa rozporządzania swoim mieniem, zaś outsiderom odmawia się szansy zawrzeć korzystnej (przynajmniej w ich mniemaniu) transakcji z insiderem. Stanowi zamach na swobodę kontraktowania oraz

⁶⁸ M.N. Rothbard, *Making...*, s. 185 i nn.

⁶⁹ Tak o stosunku użyteczności gospodarki wolnorynkowej do jej uzasadnienia i immanentnych cech pisała Ayn Rand, filozof obiektywizmu, zaliczanej często do szeroko pojętego libertarianizmu: „Nie jest moralnym uzasadnieniem kapitalizmu altruistyczna teza, że stanowi najlepszą drogę do osiągnięcia »wspólnego dobra«. To prawda, że ją stanowi – jeśli w ogóle ta chwytliwa fraza ma jakikolwiek sens – ale to tylko rzecz wtórna. Jedyne prawdziwe uzasadnienie moralne kapitalizmu stanowi fakt, iż jest jedynym ustrojem zgodnym z naturą ludzką, gdyż chroni przetrwanie człowieka jako człowieka, a jego naczelną zasadą jest sprawiedliwość” (A. Rand, *Czym jest kapitalizm?*, w: *idem*, *Kapitalizm. Nieznany Ideal*, Zysk i S-ka, Poznań 2013, s. 28).

⁷⁰ M.N. Rothbard, *Etyka wolności*, Fijorr Publishing, Warszawa 2010, *passim*.

ład społeczny, którego własność jest fundamentem. Rozporządzanie zaś (obok korzystania, pobierania pożytków i zużycia rzeczy) jawi się libertarianom jako esencjonalny składnik prawa własności – uznawanego najczęściej przez odłam radykalny jako prawo naturalne, nienaruszalne i absolutne, ograniczone jedynie analogicznym prawem wyłącznym innych ludzi. Jakakolwiek ingerencja w to prawo jest naruszeniem praw naturalnych – w tym wolności, jako że w ujęciu libertariańskim wolność oznacza możliwość całkowitego rozporządzania swoją własnością i samym sobą⁷¹.

Z praw własności i samoposiadania jednoznacznie wynikać ma prawo do rozporządzania posiadanym majątkiem – także na własną szkodę⁷². Wszak istotą omawianego proceduru jest wykorzystanie zmiany ceny waloru. W zmianie ceny nie ma zaś niczego immanentnie złego. Właściciel papieru wartościowego ma bowiem prawa do tego instrumentu, ale nie do jego wartości. Z tytułu własności wynikają prawa do używania, rozporządzania czy czerpania korzyści – ale nie wymuszania na innych uczestnikach rynku określonej wyceny przedmiotu. Wartość walorów wynika z subiektywnego postrzegania jej przez innych ludzi (subiektywna teoria wartości). Libertarianie zwracają zatem uwagę, że dokonywane przez przeciwników insider tradingu wartościowanie etyczne cen wynika z fundamentalnego niezrozumienia procesu ich kształtowania⁷³.

Libertarianie podnoszą także, że opisywany proceder jest w swojej istocie tzw. przestępstwem bez ofiar (poszkodowanych). Jak zauważył Murray Newton Rothbard, zjawisko insider tradingu samo w sobie nie jest naganne moralnie, ponieważ nie narusza niczyich praw, nie powoduje szkód. Nie ingerując w prawo własności i samoposiadanie, jest zgodne z libertariańskim aksjomatem nieagresji. Tymczasem doktryna libertariańska postrzega przestępstwo wyłącznie jako naruszenie owego aksjomatu, tj. czynu polegającego na naruszeniu cudzego samoposiadania bądź sprawiedliwie uzyskanego mienia z wykorzystaniem przemocy (przymusu)⁷⁴. Stronami transakcji sprzedaży na giełdzie są uczestnicy gry rynkowej, którzy operują na podstawie posiadanej przez siebie wiedzy i którzy mają świadomość, że wiedza ta niekoniecznie musi być równa. Działają

⁷¹ **Idem**, *Ekonomia...*, *passim*; **R. Nozick**, *Anarchia, państwo i utopia*, Aletheia, Warszawa 2010, *passim*; **D. Juruś** (red.), *Dzieje własności prywatnej. Od starożytności do współczesności*, Fijorr Publishing, Warszawa 2014, *passim*; **M.N. Rothbard**, *Etyka...*, *passim*.

⁷² **H.H. Hoppe**, *Ekonomia i etyka własności prywatnej. Studia z zakresu ekonomii politycznej i filozofii*, Fijorr Publishing, Warszawa 2011, *passim*; **M.N. Rothbard**, *Ekonomia...*, *passim*.

⁷³ **R.W. McGee**, **W. Block**, *An Ethical Look...*, *passim*.

⁷⁴ **M.N. Rothbard**, *Etyka...*, *passim*; **W.E. Block**, *Toward a Libertarian Society*, Ludwig Von Mises Institute, Auburn 2014, s. 24; **D. Boaz**, *Libertarianizm...*, s. 30 i nn.

dobrowolnie, znając zasady obrotu giełdowego. Obie strony transakcji działają też w swoim przekonaniu racjonalnie – przekonane są, że postępują w sposób dla siebie korzystny. To właśnie przesłanka subiektywnej racjonalności czyni normatywną ocenę insider tradingu (czy też jakiegokolwiek innego działania) niemożliwą. Zwolennicy kryminalizacji opowiadają się bowiem, jak stwierdzono powyżej, za umożliwieniem inwestorowi-outsiderowi „racjonalnego podejmowania decyzji”. Więcej nawet, prawo od przesłanki możliwości wykorzystania informacji przez „racjonalnie działającego inwestora” uzależnia kwalifikację informacji jako poufnej⁷⁵. Tymczasem:

ludzkie działanie jest z konieczności zawsze racjonalne. [...] Ostatecznym celem działania jest zawsze zaspokojenie jakiejś potrzeby działającego. Ze względu na to, że nie da się zastosować własnych sądów wartościujących wobec działań podejmowanych przez innego człowieka, nie ma sensu wydawać sądów na temat celów i aktów woli innych osób. Nikt nie jest zdolny wskazać, co mogłoby uczynić innego człowieka bardziej szczęśliwym lub mniej niezadowolonym. Jeśli ktoś krytykuje nasze postępowanie, to albo mówi, do czego by dążył, gdyby był na naszym miejscu, albo z właściwą dyktatorom arogancją, nie licząc się z naszą wolą i aspiracjami, oświadcza, że mamy postępować tak, jak jemu się podoba⁷⁶.

Oznacza to, że ludzka racjonalność jest zawsze subiektywna. Tymczasem ustawodawca powinien konstruować normy prawne w oparciu o przesłanki obiektywne, powstrzymując się od nadużywania klauzul generalnych i pojęć mglistych. Naturalnie rodzi się pytanie, kim jest „inwestor racjonalny” i według jakich kryteriów doktryna i orzecznictwo mają konstruować jego wzorzec (oraz związany z problemem teoretyczny wzorzec „inwestora przeciętnego”). Austriacka Ekonomia Polityczna wyklucza możliwość stworzenia takiego wzorca. Każdy działający człowiek postępuje w swoim mniemaniu racjonalnie, pozostałym uczestnikom gry rynkowej brak zaś odpowiednich informacji, by móc przewidzieć przyszłość (racjonalność oceniana jest po skutkach) i ustalić racjonalność.

W myśl zasady *volenti non fit iniuria*, libertarianie przyjmują, że nie dochodzi w transakcji pomiędzy insiderem a outsiderem do zastosowania podstępu, czy wyrządzenia szkód którejkolwiek ze stron. Nawet jeśli dochodzi do transakcji pomiędzy sprzedającym – nieświadomym informacji poufnych outsiderem a kupującym – spodziewającym się nagłej wyżki kursu insiderem, wciąż nie można powiedzieć, że insider działał na szkodę outsidera. Jak stwierdzono, właściciel ma tytuł do przedmiotu, ale nie do jego wartości. Innymi słowy, akcjonariusz nie ma roszczenia wobec innych uczestników rynku, by wyceniali posiadane przez niego walory na oczekiwanym poziomie. Spadek wartości posiadanych przez

⁷⁵ A. Chłopecki, *Informacja poufna...*, s. 382 i nn.

⁷⁶ L. von Mises, *Ludzkie...*, s. 16.

outsidera papierów wartościowych nie może być zatem, zdaniem libertarian, traktowany jako szkoda⁷⁷.

W warunkach obligatoryjnego pośrednictwa maklerskiego i depersonalizacji obrotu giełdowego trudno doszukiwać się w insider tradingu także znamion podstępnego wywołania błędu czy skłonienia do niekorzystnego rozporządzenia mieniem. Insider nie ma bowiem okazji, by wprowadzić w błąd swojego kontrahenta. Kierujący się wiedzą niedostępną dla pozostałych uczestników rynku może co najwyżej wykorzystać to, że inny inwestor złożył określone zlecenie. Na to działanie fakt pozostawania przez insidera w posiadaniu informacji poufnej nie ma żadnego wpływu. Jednocześnie, ponieważ składający zlecenie inwestor zazwyczaj nie spodziewa się, że w niedalekiej przyszłości znacznie bardziej skorzystałby na planowanej transakcji, nie sposób mówić też o utracie *lucrum cessans* w przypadku sprzedających. Z kolei w odniesieniu do kupujących wskazuje się na potrzebę odpowiedniego zastosowania zasady *caveat emptor* – to kupujący powinien wykazać się należytym rozeznaniem, co do atrakcyjności nabywanych walorów⁷⁸.

Ponieważ wycena ma charakter subiektywny, a (zwłaszcza w przypadku spekulacji) celem inwestorów jest osiągnąć jak największą stopę zwrotu przy jak najmniejszym zaangażowaniu kapitału, to właśnie informacja o przedmiocie transakcji stanowi instrument konkurencji. W doktrynie libertariańskiej podniesiono, odwołując się chociażby do myśli św. Tomasza z Akwinu, że nie istnieje moralny imperatyw, który nakazywałby wyjawiać kontrahentowi swojej opinii na temat optymalnej ceny⁷⁹. Odnosząc się do umowy sprzedaży, Akwinata stwierdził, że sprzedawca nie ma obowiązku informować swojego kontrahenta o przyszłej zmianie wartości przedmiotu sprzedaży i że nie jest sprzecznym ze sprawiedliwością sprzedawać rzecz drożej niż jest ona warta⁸⁰. Z wyznawanego przez Austriaków aksjomatu prakseologicznego i libertariańskiego aksjomatu nieagresji wynika także, że jakakolwiek próba obiektywnego ustalenia wartości oznaczałaby konieczność wymuszenia powszechnego respektowania tej wartości.

⁷⁷ R.W. McGee, *Insider Trading. An Economic and Philosophical...*, passim; **idem**, *Ethical Issues in Insider Trading...*, passim; **idem**, *Applying Ethics...*, passim; **idem**, *An Economic and Ethical Look at Insider Trading*, w: P.U. Ali, G.N. Gregoriou (red.), *Insider...*, passim; R.W. McGee, W. Block, *Insider Trading...*, passim; **idem**, *An Ethical Look...*, passim; R.P. Murphy, *Is Insider...*, passim.

⁷⁸ T. Machan, *What is...*, passim; R.W. McGee, W.E. Block, *Information, Privilege...*, s. 5 i nn.

⁷⁹ R.W. McGee, W. Block, *Insider Trading...*, passim; **idem**, *An Ethical Look...*, passim; R.W. McGee, *Analyzing Insider Trading...*, passim.

⁸⁰ Tomasz z Akwinu, *Suma Teologiczna*, t. 18 *Sprawiedliwość*, s. 137 i nn.

To zaś, jak podnosił Hans Herman Hoppe, byłoby naruszeniem nietykalności autowłasności własności⁸¹. Z subiektywistycznego racjonalizmu działających jednostek wynika dokonywanie przez nie różnej wyceny poszczególnych dóbr.

Nawet gdyby insider trading był nieetyczny, powiadają libertarianie, to nie oznacza to konieczności jego kryminalizacji. Przedstawiciele doktryny eksplorują w tym przypadku długą tradycję rozdziału pomiędzy prawem a moralnością⁸². Istnieje, tłumaczył Walter Block, wiele czynów nagannych moralnie (np. pospolite kłamstwo czy zdrada małżeńska), za które nie przewiduje się odpowiedzialności karnej⁸³. Z całą pewnością niesłuszne jest zaś zrównywanie wykorzystywania informacji poufnych z najcięższymi zbrodniami. Murray Newton Rothbard w swoim stylu ironizował:

elegancy mężczyźni są dosłownie wywlekani ze swoich obitych pluszem biur w kajdankach. Do sądów seryjnie wnoszone są akty oskarżenia, a orzekane kary, nie wyłączając pozbawienia wolności, są wyjątkowo surowe. [...] Prasa ubolewa jednak, że to wciąż zbyt pobłażliwe traktowanie [sprawców]. Kim więc są ci okrutni zbrodniarze? Seryjnymi mordercami? Gwałcicielami? Sowieckimi szpiegami? Terrorystami, podkładającymi bomby w restauracjach bądź porywającymi niewinnych ludzi? Najwyraźniej kimś znacznie gorszym. Ci niebezpieczni ludzie dopuścili się bowiem zbrodni „insider tradingu”⁸⁴.

Libertariańska obrona insider tradingu nie obejmuje jednak sytuacji, w których informacja została wykradziona (wtedy naturalną jest odpowiedzialność karna za naruszenie własności, np. poprzez włamanie do systemu komputerowego bądź pomieszczeń biurowych, w których przechowywane są dokumenty) oraz gdy insiderzy działają na szkodę swoich pracodawców, klientów bądź akcjonariuszy. Z pewnością do katalogu czynności sprzecznych z etyką libertariańską należy zaliczyć chociażby *front running*, czyli dokonywanie transakcji na papierach na własny rachunek przez maklera, który otrzymał od klientów zlecenia na te same walory. Podobnie naganne byłoby działanie członka zarządu spółki publicznej, który przekazując informacje poufne osobom trzecim, działa na szkodę akcjonariuszy i spółki. Jednakże zachowania te ocenione są jako naganne nie z powodu naruszenia prawa powszechnie obowiązującego (uzasadnianego np. sztuczną zasadą równowagi informacji), ale zobowiązaniom umownym. Etyka zawodowa,

⁸¹ H.H. Hoppe, *Ekonomia...*, *passim*.

⁸² M.in. M.N. Rothbard, *Etyka...*, *passim*; W. Block, *Defending the undefendable: the pimp, prostitute, scab, slumlord, libeler, moneylender, and other scapegoats in the rogue's gallery of American society*, Ludwig Von Mises Institute, Auburn 2008, *passim*; D. Boaz, *Libertarianizm*, Zysk i S-ka, Poznań 2005, *passim*.

⁸³ R.W. McGee, W. Block, *An Ethical Look...*, s. 14 i nn.

⁸⁴ M.N. Rothbard, *Making...*, s. 185–186.

w tym tajemnica zawodowa, a także stosunek powiernictwa wiąże insidera i jego klienta bądź pracodawcę, a nie każdego uczestnika rynku (tzw. teoria zaufania publicznego, ang. *missappropriation*). Stąd też ewentualny zakres ograniczeń w przekazywaniu i wykorzystywaniu informacji poufnych, a nawet w obrocie papierami emitowanymi przez pracodawcę bądź klienta powinien, zdaniem libertarian, być każdorazowo ustalany w umowie⁸⁵.

W piśmiennictwie podniesiono także, że w przypadku gdy insiderem jest pracownik bądź członek kadry zarządzającej emitenta, akcjonariusze dysponują wieloma narzędziami kontroli i nadzoru nad insider tradingiem⁸⁶. Dopóki jednak nie dochodzi do nienależytego wykonania bądź niewykonania zobowiązań umownych, naruszenia przepisów dotyczących tajemnicy zawodowej czy też naruszenia prawa własności, insider trading jest dopuszczalnym i nienagannym moralnie zjawiskiem. Murray Newton Rothbard oraz Robert W. McGee doszukiwali się wręcz w powszechnie obowiązujących ograniczeniach obiegu informacji naruszenia wolności słowa, zaś w obowiązkach publikacyjnych – naruszenia prawa do prywatności i samoposiadania⁸⁷.

Zakończenie

Kończąc, należy zwrócić uwagę, że chociaż sam mechanizm wykorzystania i ujawnienia informacji poufnej może być prosty do zrozumienia, znacznie trudniej ten proceder wykryć i udowodnić popełnienie przestępstwa⁸⁸. Stąd też

⁸⁵ **R.W. McGee**, *Insider Trading. An Economic and Philosophical...*, *passim*; **idem**, *Ethical Issues in Insider Trading...*, *passim*; **idem**, *Applying Ethics...*, *passim*; **idem**, *An Economic and Ethical Look...*, *passim*; **R.W. McGee**, **W. Block**, *Insider Trading...*, *passim*; **idem**, *An Ethical Look...*, *passim*; **R.P. Murphy**, *Is Insider...*, *passim*; **H.G. Manne**, *Insider Trading...*, *passim*; **idem**, *Entrepreneurship, Compensation, and the Corporation*, *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 2011/1, *passim*; **idem**, *Insider Trading and Property Rights in New Information*, <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1985/1/cj4n3-13.pdf>; stan na dzień 7.07.2015 r., *passim*.

⁸⁶ **T. Machan**, *What is...*, *passim*; **R.W. McGee**, **W. Block**, *An Ethical Look...*, *passim*; **P.J. Engelen**, **L.V. Liedekerke**, *An Ethical...*, *passim*; **R.W. McGee**, *Insider Trading. An Economic and Philosophical...*, *passim*; **idem**, *Ethical Issues in Insider Trading...*, *passim*; **idem**, *Applying Ethics...*, *passim*; **idem**, *An Economic and Ethical...*, *passim*; **H.G. Manne**, *In defense...*, *passim*; **idem**, *Economic Mysteries...*, *passim*; **idem**, *Insider Trading: Hayek...*, *passim*; **idem**, *Insider Trading...*, *passim*; **idem**, *Insider Trading and Property Rights...*, *passim*.

⁸⁷ **R.W. McGee**, *Applying Ethics...*, s. 213; **M.N. Rothbard**, *Making...*, *passim*.

⁸⁸ Dość przypomnieć, że na polskim rynku jak dotąd nikt nie został za insider trading prawomocnie skazany na karę pozbawienia wolności (**K. Konarski**, *Insider trading coraz mniej opłacalny*,

coraz dalej idące uprawnienia organów nadzorujących. Na skutek przyjęcia pakietu MAD II – MAR, już wkrótce KNF uzyska prawo dokonywania rewizji w prywatnych domach, zaś podmioty nadzorowane obarczone zostaną jeszcze dalej idącymi obowiązkami archiwizacji dokumentów i prowadzonych przez pracowników korespondencji i rozmów telefonicznych. Nowe obowiązki (po stronie nadzorowanych) oraz kompetencje (po stronie nadzorcy) rodzą coraz wyższe koszty nadzoru, a w konsekwencji także opłaty giełdowe, na które narażeni są inwestorzy. Może się zatem zdarzyć, że wydatki, związane z penalizacją insider tradingu przewyższą spodziewane (i wciąż dyskusyjne) z tego korzyści⁸⁹. W tym kontekście Robert W. McGee oraz Henry G. Manne podnieśli, że środki przeznaczane na koszty nadzoru nad insiderami można by raczej przeznaczyć na zwalczanie manipulacji instrumentami finansowymi i przestępstw związanych z obrotem⁹⁰.

Na marginesie powyższych rozważań warto przywołać także ciekawe spostrzeżenie Donalda J. Boudreaux: „zakaz insider tradingu nie tylko spowalnia wzrost ekonomiczny, promuje złe zarządzanie oraz zniechęca do dywersyfikacji inwestycyjnej, ale także jest w sposób konieczny stronniczy”⁹¹. Nie ma bowiem możliwości kontroli zjawiska „insider non-tradingu”, czyli wykorzystania przez insiderów informacji poufnej, polegającego na porzuceniu wcześniej planowanych decyzji inwestycyjnych.

Na płaszczyźnie etycznej libertarianie utrzymują, że prawdziwą i jedyną ofiarą insider tradingu są insiderzy, odpowiadający karnie za naturalne zachowania na rynku⁹². Nieetycznie zaś postępują ci, którzy pod groźbą użycia przemocy powstrzymują insiderów i inwestorów przed zawarciem dobrowolnej transakcji. Jedną z głównych przyczyn penalizacji insider tradingu ma być, zgodnie z tym

<http://blog.parkiet.com/konarski/2015/02/11/insider-trading-coraz-mniej-oplaczalny/>; stan na dzień 3.07.2015 r.). W okresie pomiędzy rokiem 2002 a 2008, Komisja Nadzoru Finansowego skierowała do prokuratury 109 zawiadomień o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, z czego prokuratura sformułowała zaledwie 13 aktów oskarżenia, a jedynie 6 z nich zakończyło się wydaniem wyroku skazującego bądź warunkowym umorzeniem (**C. Martysz**, *Prawne...*, s. 91).

⁸⁹ **T. Harford**, *Why Insider Trading Is Hard to Define, Prove and Prevent*, Knowledge@Wharton, University of Pennsylvania, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/why-insider-trading-is-hard-to-define-prove-and-prevent/>; stan na dzień 6.07.2015 r.; **M. Dusza**, *Przestępstwa na rynku kapitałowym*, Zarządzanie i Finanse, Warszawa 2003, s. 29 i nn.

⁹⁰ **R.W. McGee**, *Applying Ethics...*, s. 210; **H.G. Manne**, *Insider Trading...*, *passim*; **idem**, *Insider Trading and Property...*, *passim*.

⁹¹ **D.J. Boudreaux**, *Learning...*, *passim*.

⁹² **R.W. McGee**, *Insider Trading. An Economic and Philosophical...*, *passim*; **idem**, *Applying Ethics...*, *passim*.

ujęciem, zaślepienie prawodawcy i, jak to ujmował Ludwig von Mises, „mentalność antykapitalistyczna”⁹³.

Według Murraya Newtona Rothbarda:

Mówiąc ogólnie, w insider tradingu nie ma nic złego, a jest wiele dobrego. Jeżeli w ogóle [rozpatrywać ich rolę w społeczeństwie – przyp. C.B.], insider traderzy powinni być opiewani jako bohaterowie wolnego rynku, a nie zamykani za kratkami⁹⁴.

Libertarianie zwracają zatem uwagę, że trudność w jednoznacznym ujęciu, na czym tak naprawdę polega szkodliwość insider tradingu, czy też we wskazaniu poszkodowanych, a także brak możliwości pełnego wykrycia i wyeliminowania tego procederu przy wysokich kosztach nadzoru i wreszcie zagrożenie dla prawa prywatności i wolności słowa oraz redukcja statusu własności prywatnej przemawiają za odstąpieniem od kryminalizacji omawianego zjawiska. Nawet gdyby ten postulat miał zostać uznany za zbyt radykalny, to z całą pewnością prezentowane przez libertarian argumenty mogą posłużyć za podstawę reformy (liberalizacji) reżimu informacyjnego w przyszłości tak, by obowiązujące prawo giełdowe „nie karało tych, których ma za zadanie chronić”⁹⁵.

Bibliografia

Opracowania:

- Bainbridge Stephen M.**, *Insider Trading Regulation: The Path Dependent Choice between Property Rights and Securities Fraud*, Southern Methodist University Law Review 1999/5, s. 1589–1651.
- Bainbridge Stephen M.**, *Insider Trading. An Overview*; http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=132529; stan na dzień 8.07.2015 r.
- Bainbridge Stephen M.**, *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*; http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277; stan na dzień 10.07.2015 r.
- Bąk Jacek**, *Dyrektywa w sprawie wykorzystania poufnych informacji i manipulacji na rynku*, Prawo Bankowe 2007/5, s. 105–117.
- Bień Witold**, *Rynek papierów wartościowych*, wyd. 7, Difin, Warszawa 2008.
- Bojarski Janusz**, *Przestępstwo wykorzystywania poufnych informacji w obrocie papierami wartościowymi*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 1997/4, s. 10–14.
- Boudreaux Donald J.**, *Learning to Love Insider Trading*, Wall Street Journal, 24 października 2009 r.; <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704224004574489324091790350>; stan na dzień 7.07.2015 r.

⁹³ **L. von Mises**, *Mentalność antykapitalistyczna*, wyd. 2, Arcana, Kraków 2005, *passim*.

⁹⁴ **M.N. Rothbard**, *Making...*, s. 187.

⁹⁵ **J. Dorfman**, *Make Insider Trading Legal to Stop Hurting Ordinary Investors*, <http://www.forbes.com/sites/jeffreydorfman/2015/03/22/a-modern-insider-trading-law-would-recognize-the-victims-of-current-law/>; stan na dzień 5.07.2015 r.

- Buczek Sebastian**, *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005.
- Chlopecki Aleksander, Dyl Marcin**, *Prawo rynku kapitałowego*, wyd. 4, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015.
- Chlopecki Aleksander**, *Informacja poufna w prawie papierów wartościowych*, w: Aurelia Nowicka (red.), *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Stanisławowi Sołtysińskiemu*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 2005, s. 381–404.
- Cooter Robert, Ulen Thomas**, *Ekonomiczna analiza prawa*, wyd. 2., Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
- DiLorenzo Thomas**, *A Note on the Canard of “Asymmetric Information” As a Source of Market Failure*, Quarterly Journal of Austrian Economics 2001/14, s. 250–257.
- Dusza Mirosław**, *Przestępstwa na rynku kapitałowym*, Zarządzanie i Finanse, Warszawa 2003.
- Engelen Peter-Jan, Liedekerke Luc van**, *An Ethical Analysis of Regulating Insider Trading*; http://www.uu.nl/sites/default/files/rebo_use_dp_2006_06-05.pdf; stan na dzień 7.07.2015 r.
- Forlicz Stefan**, *Niedoskonała wiedza podmiotów rynkowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Górecki Michał**, *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego 2007/1, s. 56–60.
- Haddock David D., Macey Johnathan R.**, *Regulation on Demand. A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation*, The Journal of Law and Economics 1987/2, s. 311–352.
- Holcombe Randall G.**, *Austriacka Szkoła Ekonomii. Rozszerzone wprowadzenie*, Fijjor Publishing, Warszawa 2015.
- Karaban Bartłomiej**, *Zjawisko asymetrii informacyjnej i niewiedzy uczestników rynku na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce*; http://www.kapital.edu.pl/pliki/wyrozniowane_prace/B_Karaban-Asymetria_informacyjna_i_niewiedza_uczestnikow_ryнку_KARABAN.pdf; stan na dzień 7.07.2015 r.
- Kim Sung Hui**, *What Governmental Insider Trading Teaches Us about Corporate Insider Trading*, w: Stephen M. Bainbridge (red.), *Research handbook on Insider Trading*, Cheltenham, Massachusetts 2014, s. 166–190.
- Kirzner Izrael**, *Konkurencja i przedsiębiorczość*, Fijjor Publishing, Warszawa 2010.
- Lambert Thomas A.**, *A Middle Ground on Insider Trading*; <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2009/11/v32n4-8.pdf>; stan na dzień 7.07.2015 r.
- Langenbucher Katja**, *Insider Trading in European Law*, w: Stephen M. Bainbridge (red.), *Research Handbook on Insider Trading*, Cheltenham, Massachusetts 2004, s. 429–448.
- Langevoort Donald C.**, *What were they thinking? Insider trading and the scienter requirement*, w: Stephen M. Bainbridge (red.), *Research Handbook on Insider Trading*, Cheltenham, Massachusetts 2014, s. 52–66.
- Lee Ian B.**, *Fairness and Insider Trading*, Columbia Business Law Review 2002, s. 119–192.
- Macey Johnathan R.**, *Ethics, Economics and Insider Trading. Ayn Rand Meets the Theory of the Firm*, Yale Law School Legal Scholarship Repository, 1988; http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2768&context=fss_papers; 7.07.2015 r.
- Macey Johnathan R.**, *From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading*, Hofstra Law Review 1984/13, s. 30–37.

- Machan Tibor**, *What is Morally Right with Insider Trading?*, *Public Affairs Quarterly* 1996/10, s. 135–142.
- Machlup Fritz**, *Gięda, kredyt, kapitał. Fundamenty rynku papierów wartościowych*, Fijorr Publishing, Warszawa 2013.
- MacKenzie Donald W.**, *Markets and the Information Problem*; <https://mises.org/library/markets-and-information-problem>; stan na dzień 1.08.2015 r.
- Majewski Jarosław**, *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrecji w obrocie papierami wartościowymi*, *Prawo Papierów Wartościowych* 2001/9, s. 20–32.
- Manne Henry G.**, *Economic Mysteries in Insider Trading*, Europa-Institut, Saarbrücken 1991.
- Manne Henry G.**, *Entrepreneurship, Compensation, and the Corporation*, *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 2011/1, s. 3–24.
- Manne Henry G.**, *In defense of Insider Trading*, *Harvard Business Review* 1966/44, s. 113–122.
- Manne Henry G.**, *Insider Trading and Property Rights in New Information*; <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1985/1/cj4n3-13.pdf>; stan na dzień 7.07.2015 r.
- Manne Henry G.**, *Insider Trading and the Stock Market*, Free Press, New York 1966.
- Manne Henry G.**, *Insider Trading*, Liberty Fund, Indianapolis 2009.
- Manne Henry G.**, *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, *Journal of Corporation Law* 2005/1, s. 167–185.
- Martysz Czesław**, *Prawne i ekonomiczne aspekty karalności insider tradingu*, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej* 2013/124, s. 85–102.
- McGee Robert W.**, *An Economic and Ethical Look at Insider Trading*, w: Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou (red.) *Insider Trading: Global Developments and Analysis*, CRC Press, Boca Raton 2009, s. 35–46.
- McGee Robert W.**, *Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory*, *Journal of Business Ethics* 2010/1, s. 65–82.
- McGee Robert W.**, *Applying Ethics to Insider Trading*, *Journal of Business Ethics* 2008/77, s. 205–217.
- McGee Robert W.**, *Applying Utilitarian Ethics and Rights Theory to the Regulation of Insider Trading in Transition Economies*; http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419827; stan na dzień 5.07.2015 r.
- McGee Robert W., Block Walter**, *An Ethical Look at Insider Trading*; http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419738; stan na dzień 6.07.2015 r.
- McGee Robert W., Block Walter**, *Insider Trading Regulation in Transition Economies*, w: Mina Balamoune-Lutz, Alojzy Z. Nowak, Jeff Steagall (red.), *Global Economy. Challenges in Developing and Transition Economies*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe WZ UW, Warszawa 2007, s. 391–410.
- McGee Robert W., Block Walter**, *Insider Trading*, w: Robert W. McGee (red.), *Business ethics and Common Sense*, Quorum Books, Westport 1992, s. 219–229.
- McGee Robert W.**, *Ethical Issues in Insider Trading: Case Studies*, *Journal of Corporate and Securities Law* 2005/2, s. 10–11.
- McGee Robert W.**, *Insider Trading. An Economic and Philosophical Analysis*, *The Mid-Atlantic Journal of Business* 1988/1, s. 35–48.
- McGee Robert W.**, *Two Approaches to Examining the Ethics of Insider Trading*; http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1016572; stan na dzień 7.07.2015 r.
- Moosa Imad A.**, *Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation*, Palgrave Macmillan, New York 2015.

- Murphy Robert P.**, *Is Insider Trading Really a Crime?*; <https://mises.org/library/insider-trading-really-crime>; stan na dzień 1.07.2015 r.
- Murphy Robert P.**, *The Social Function of Stock Speculators*; <https://mises.org/library/social-function-stock-speculators>; stan na dzień 1.07.2015 r.
- Overton Winston**, *Wall Street Scandals. Greed and Trading on Wall Street the American Way*, Xlibris 2013.
- Padilla Alexandre**, *Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?*, *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 2002/1, s. 3–39.
- Płońska Anna**, *Karnoprawna ochrona informacji na rynku kapitałowym*; http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/39937/Karnoprawna_ochrona_informacji.pdf; stan na dzień 6.07.2015 r.
- Potts N. Joseph**, *Our elected Insider Traders*; <https://mises.org/library/our-elected-insider-traders>; stan na dzień 1.07.2015 r.
- Rothbard Murray Newton**, *Ekonomia wolnego rynku*, t. 1–3, Fijorr Publishing, Warszawa 2007.
- Rothbard Murray Newton**, *Etyka wolności*, Fijorr Publishing, Warszawa 2010.
- Rothbard Murray Newton**, *Making Economic Sense*, wyd. 2., Ludwig von Mises Institute, Auburn 2006.
- Schotland Roy A.**, *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne. Insider Trading and the Stock Market*, *Virginia Law Review* 1967/53, s. 1425–1478.
- Skousen Mark**, *Austriacka Szkoła Ekonomii dla inwestorów, czyli Ludwig von Mises wchodzi na giełdę*, Fijorr Publishing, Warszawa 2012.
- Skousen Mark**, *Inwestowanie w jednej lekcji*, Fijorr Publishing, Warszawa 2011.
- Smith Frank Percy**, *Management Trading: Stock-Market Prices and Profits*, Yale University Press, New Haven 1941.
- Sójka Tomasz**, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008.
- Wajda Paweł**, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Wierzbowski Marek, Sobolewski Ludwik, Wajda Paweł** (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, wyd. 2, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Zacharzewski Konrad**, *Prawo giełdowe*, wyd. 2., Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Ziarko-Siwiek Urszula**, *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005.

Cezary BŁASZCZYK

LIBERTARIANISM'S PERSPECTIVE ON PENALIZATION OF „INSIDER TRADING”

(Summary)

Modern libertarianism, especially its radical branch, distinguishes itself from most of other political doctrines by its unique approach towards law and economics of insider trading. Whether based on natural rights doctrine and ethical absolutist or consequentialist (mostly utilitarian), libertarians of Austrian School of Economics descent criticize the current approach towards insider trading. It is maintained that insider trading is not unethical, it is every man's right to dispose of his property and

conclude an agreement as he pleases (M.N. Rothbard, R.W. McGee, T. Machan, R.P. Murphy), but even if it were, there is no reason for suppression of every immoral activity (W.E. Block). Insider trading might be also perceived as a “victimless crime” case. Libertarians of utilitarian orientation argue however, that insider trading is in fact beneficial both for insider and outsider. It is supposed to allow more accurate pricing of stocks and market liquidity (P.J. Engelen, L.V. Liedekerke, H.G. Manne). Thus radical libertarians argue for decriminalization of insider trading.

Keywords: *insider trading*; libertarianism, stock exchange; Austrian School of Economics