
MONOGRAFIE PRAWNICZE

DEFINICJA
INFORMACJI POUFNEJ
W PRAWIE EUROPEJSKIM
UWAGI NA TŁE
PRAWA AMERYKAŃSKIEGO

RAFAŁ WOŹNIAK



Wydawnictwo C.H. Beck

MONOGRAFIE PRAWNICZE

RAFAŁ WOŹNIAK • DEFINICJA INFORMACJI POUFNEJ W PRAWIE
EUROPEJSKIM. UWAGI NA TLE PRAWA AMERYKAŃSKIEGO

Polecamy nasze najnowsze publikacje z tej serii:

Urszula Promińska (red.)

WKŁADY NIEPIENIĘŻNE DO SPÓŁEK HANDLOWYCH

*Emil Pływaczewski, Emilia Jurgielewicz-Delegacz,
Diana Dajnowicz-Piesiecka (red.)*

**WSPÓŁCZESNA PRZESTĘPCZOŚĆ I PATOLOGIE SPOŁECZNE
Z PERSPEKTYWY INTERDYSCYPLINARNYCH BADAŃ
KRYMINOLOGICZNYCH**

Małgorzata Sieradzka

**OPLATY PÓŁKOWE JAKO CZYN NIEUCZCIWEJ
KONKURENCJI**

Jarosław Grykiel

**UPRAWNIENIA WIERZycIELA Z UMOWY PRZEDWSTĘPNEJ
W RAZIE JEJ NIEWYKONANIA LUB NIENALEŻYTEGO
WYKONANIA PRZEZ DŁUŻNIKA**

Piotr Zacharczuk

**OBSZARY SPECJALNE W POLSKIM MATERIALNYM PRAWIE
ADMINISTRACYJNYM**

*Ewelina Cała-Wacinkiewicz, Jerzy Menkes, Władysław Pęksa, Wojciech
Staszewski, Joanna Nowakowska-Matusecka (red.)*

**IDEE, NORMY I INSTYTUCJE KONGRESU WIEDENSKIEGO
– 200 LAT PÓŹNIEJ – PERSPEKTYWA MIĘDZYNARODOWA**



Legalis
System Informacji Prawnej

www.ksiegarnia.beck.pl

DEFINICJA
INFORMACJI POUFNEJ
W PRAWIE EUROPEJSKIM
UWAGI NA TŁE
PRAWA AMERYKAŃSKIEGO

RAFAŁ WOŹNIAK



WYDAWNICTWO C.H.BECK
WARSZAWA 2017

Wydawca: Katarzyna Karnas

Recenzja naukowa: prof. UAM dr hab. Maciej Mataczyński



© **Wydawnictwo C.H.Beck 2017**

Wydawnictwo C.H.Beck Sp. z o.o.
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: Wydawnictwo C.H.Beck
Druk i oprawa: Elpil, Siedlce

ISBN 978-83-255-9804-4



ISBN e-book 978-83-255-9805-1

Spis treści

Wykaz skrótów	IX
Wykaz literatury	XIX
Wykaz orzecznictwa	XXXI
Wprowadzenie	XXXV
Rozdział I. Rozwój koncepcji informacji poufnej w prawie europejskim ..	1
§ 1. Wprowadzenie	1
§ 2. Informacja poufna w prawie europejskim	3
I. Początki regulacji	3
II. Informacja poufna w świetle dyrektywy 2003/6/WE	7
III. Uchwalenie rozporządzenia MAR	13
§ 3. Informacja poufna w prawie amerykańskim	15
I. Początki regulacji	15
II. Źródła współczesnej regulacji	17
§ 4. Informacja poufna w prawie polskim	19
Rozdział II. Europejski model informacji poufnej	23
§ 1. Wprowadzenie	23
§ 2. Cel regulacji informacji poufnych	24
I. Uwagi ogólne	24
II. Zasada równości	25
III. Efektywność rynku kapitałowego	31
§ 3. Modele informacji poufnej w prawie europejskim	32
I. Model jedno- i dwustopniowy	32
II. Model informacji na gruncie rozporządzenia MAR	35
§ 4. Opóźnienie informacji poufnej	39
I. Uwagi ogólne	39
II. Opóźnienie informacji poufnej w trybie podstawowym	42
III. Możliwość naruszenia interesów emitenta	46
IV. Zakaz wprowadzania opinii publicznej w błąd	48
V. Zachowanie opóźnionej informacji w poufności	51
VI. Opóźnienie informacji poufnej w trybie szczególnym	52
§ 5. Model amerykański	56
Rozdział III. Informacja poufna w prawie amerykańskim	59
§ 1. Informacje ogólne	59

§ 2. Podejście do <i>insider trading</i> w prawie amerykańskim	62
I. Przepisy prawne regulujące <i>insider trading</i>	62
II. Reguła <i>dislose or abstain</i>	64
III. Wymóg <i>fiduciary duty</i>	67
IV. Przepisy uzupełniające regulacje <i>insider trading</i>	70
V. Krytyka <i>insider trading</i> w prawie amerykańskim	73
§ 3. Zasada <i>materiality</i> w prawie amerykańskim	77
I. Uwagi ogólne	77
II. <i>Materiality</i> a zasada <i>probability magnitude</i> w prawie amerykańskim	83
§ 4. Model racjonalnego inwestora w prawie amerykańskim	89
I. Model racjonalnego inwestora	89
II. Test mozaiki	92
§ 5. Publiczny charakter informacji	93
I. Moment uznania informacji za ujawnione	93
II. Podejście do pogłosek w prawie amerykańskim	96
§ 6. Odpowiedzialność za naruszenie zakazu <i>insider trading</i> w prawie amerykańskim	97
§ 7. Obowiązki informacyjne amerykańskich spółek publicznych	100
Rozdział IV. Elementy definicyjne informacji poufnej w prawie europejskim	103
§ 1. Wprowadzenie	103
§ 2. Niepubliczny charakter informacji	107
I. Uwagi ogólne	107
II. Kryterium opublikowania informacji poufnej	108
III. Sposób i termin publikacji informacji poufnej	114
§ 3. Informacja dotycząca emitenta	117
I. Uwagi ogólne	117
II. Informacja dotycząca emitenta bezpośrednio	119
III. Informacja dotycząca emitenta pośrednio	125
§ 4. Informacja precyzyjna i cenotwórcza	127
§ 5. Relacja między atrybutami informacji poufnej	130
§ 6. Zakres podmiotowy	133
§ 7. Zakres przedmiotowy	138
Rozdział V. Precyzyjność informacji poufnej	145
§ 1. Wprowadzenie	145
§ 2. Test precyzyjności informacji poufnej	147
§ 3. Zdarzenie lub zbiór okoliczności na gruncie rozporządzenia MAR	151
§ 4. Szczegółowość informacji	157
I. Informacje szczegółowe	157
II. Wyrok w sprawie C-628/13 <i>Lafonta</i>	161

III. Informacje niesprawdzone	164
1. Pojęcie informacji niesprawdzonej	164
2. Plotki i pogłoski jako informacja niesprawdzona	168
3. Pogłoski i przeciek a manipulacja informacją	171
4. Kwestia pogłosek w świetle dyrektywy 2003/6/WE – analiza historyczna	174
IV. Prognozy a informacje precyzyjne	176
§ 5. Proces rozciągnięty w czasie	182
I. Uwagi ogólne	182
II. Wpływ wyroku w sprawie C-19/11 <i>Geltl</i> na rozumienie przesłanki precyzyjności informacji poufnej	183
III. Stan prawny po wyroku C-19/11 <i>Geltl</i>	187
§ 6. Prawdopodobieństwo	189
Rozdział VI. Cenotwórczość informacji poufnej	195
§ 1. Wprowadzenie	195
§ 2. Test cenotwórczości informacji poufnej	197
§ 3. Istotność informacji	202
I. Uwagi ogólne	202
II. Prawdopodobieństwo wpływu informacji na cenę papierów wartościowych	204
III. Problem skali wpływu informacji	209
§ 4. Model racjonalnego inwestora	213
I. Uwagi ogólne	213
II. Racjonalny inwestor w świetle orzecznictwa i praktyki europejskiej	219
III. Rozumienie testu racjonalnego inwestora na gruncie rozporządzenia MAR	224
IV. Model racjonalnego inwestora a model racjonalnego emitenta	227
§ 5. Cenotwórczy charakter informacji poufnej w prawie amerykańskim	228
§ 6. Propozycja rozumienia relacji pomiędzy elementami cechy cenotwórczości	230
Rozdział VII. Wykorzystanie informacji poufnej	235
§ 1. Wykorzystanie informacji poufnych w prawie europejskim	235
I. Informacje ogólne	235
II. Wyrok w sprawie C-45/08 <i>Spector Photo</i>	239
III. Wykorzystanie informacji poufnych na gruncie MAR	245
§ 2. Wyłączenie domniemania wykorzystania informacji	249
§ 3. Transakcje <i>insiderów</i>	251
§ 4. Wykorzystanie informacji w prawie amerykańskim	253

Spis treści

Podsumowanie	259
Indeks rzeczowy	275

Wykaz skrótów

1. Akty prawne

dyrektywa 79/279	dyrektywa Rady 79/279/EWG z 5.3.1979 r. koordynująca warunki dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego (w skonsolidowanej wersji z 28.5.2001 r. – dyrektywa 2001/34/WE w sprawie dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji, Dz.Urz. L 184 z 6.7.2001 r., s. 1 ze zm.)
dyrektywa 89/592	dyrektywa 89/592/EWG z 13.11.1989 r. koordynująca przepisy dotyczące wykorzystywania poufnych informacji (Dz.Urz. WE L 334 z 18.11.1989 r., s. 30)
dyrektywa 2003/124/WE	dyrektywa Komisji 2003/124/WE z 22.12.2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku (Dz.Urz. WE L 339 z 24.12.2003 r., s. 70 ze zm.) – akt nie obowiązuje
dyrektywa 2003/6/WE	dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.1.2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.Urz. WE L 96 z 12.4.2003 r., s. 16 ze zm.)
dyrektywa 2004/109/WE	dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15.12.2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE – tzw. Dyrektywa Transparency (Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004 r., s. 38)
dyrektywa 2004/72/WE	dyrektywa Komisji 2004/72/WE z 29.4.2004 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych prak-

	tyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach (Dz.Urz. UE L 162 z 30.4.2004 r., s. 70 ze zm.)
dyrektywa 2013/50/UE	dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z 22.10.2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE – tzw. Dyrektywa Transparency II (Dz.Urz. UE L Nr 294 z 6.11.2013 r., s. 13)
dyrektywa MAD II	dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z 16.4.2014 r. w sprawie sankcji karanych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (Dz.Urz. UE L Nr 173 z 12.6.2014 r., s. 179)
dyrektywa MiFID II	dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.5.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L 173 z 12.6.2014 r., s. 349 ze zm.)
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
InfBieżOkrRozp	rozporządzenie Ministra Finansów z 19.2.2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (t.j. Dz.U. z 2014 r. poz. 133 ze zm.)
KSH	ustawa z 15.9.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz.U. z 2017 r. poz. 1577 ze zm.)

ObrInstrFinU	ustawa z 29.7.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1636 ze zm.)
OchrInfU	ustawa z 5.8.2010 r. o ochronie informacji niejawnych (t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1167 ze zm.)
OfertPublU	ustawa z 29.7.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1639 ze zm.)
PostEmitR	rozporządzenie Ministra Finansów z 13.4.2006 r. w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnianiem przekazywania do publicznej wiadomości informacji poufnych (Dz.U. Nr 67, poz. 476) – akt nie obowiązuje
Projekt rozporządzenia MAR	propozycja rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), COM (2011) 651 final
PrzekUdostInfU	rozporządzenie Ministra Finansów z 15.11.2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych (t.j. Dz.U. z 2005 r. Nr 229, poz. 1950)
PrPapW97	ustawa z 21.8.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (t.j. Dz.U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.)
PrPapW91	ustawa z 22.3.1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (t.j. Dz.U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.)
PrBank	ustawa z 29.8.1997 r. – Prawo bankowe (t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1988 ze zm.)
Regulation FD	amerykańska ustawa Regulation Fair Disclosure z 15.8.2000 r. (17 C.F.R. Part 243)
rozporządzenie 2016/1055	rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1055 z 29.6.2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do technicznych warunków właściwego podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych i opóźniania podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych zgodnie z rozporządze-

	niem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 173 z 30.6.2016 r., s. 47)
rozporządzenie 2016/522	rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/522 z 17.12.2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 w kwestiach dotyczących wyłączenia niektórych organów publicznych i banków centralnych państw trzecich, okoliczności wskazujących na manipulację na rynku, progów powodujących powstanie obowiązku podania informacji do wiadomości publicznej, właściwych organów do celów powiadomień o opóźnieniach, zgody na obrót w okresach zamkniętych oraz rodzajów transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze podlegających obowiązkowi powiadomienia (Dz.Urz. UE L 88 z 5.4.2016 r., s. 1)
rozporządzenie 2016/523	rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/523 z 10.03.2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do formatu i wzoru do celów powiadamiania o transakcjach dokonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze i podawania tych transakcji do wiadomości publicznej zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 88 z 5.4.2016 r., s. 19)
rozporządzenie 2273/2003	rozporządzenie Komisji (WE) Nr 2273/2003 z 22.12.2003 r. wykonujące dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych (Dz.Urz. UE L 336 z 23.12.2003 r., s. 33) – akt nie obowiązuje
rozporządzenie MAR	rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z 16.4.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173 z 12.6.2014 r., s. 1 ze zm.)
Sarbanes – Oxley Act	ustawa Sarbanes – Oxley Act 30.7.2002 r. (Pub. L No 107–204; 18 USC § 134)
Securities Act	amerykańska ustawa o papierach wartościowych z 27.5.1933 r. (The Securities Act of May 27, 1933; Pub. L. 73-22)

Securities Exchange Act	amerykańska ustawa o giełdach papierów wartościowych z 6.6.1934 r. (The Securities Exchange Act of June 6, 1934; Pub. L. 73–291)
TFUE	Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, sporządzony w Rzymie dnia 25.3.1957 r. (wersja skonsolidowana; Dz.Urz. UE C z 2012 r. Nr 326, s. 47)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz z 9.9.1998 r. ze zm. (BGBl. I, s. 2708)

2. Organy i instytucje

AMF	Autorité des Marchés Financiers
BaFin	Niemiecka Komisja Nadzoru Finansowego (<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i>)
CESR	Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (<i>The Committee of European Securities Regulators</i>)
CNMV	Hiszpańska Komisja Nadzoru Finansowego (<i>Comisión Nacional del Mercado de Valores</i> spagnola)
CONSOB	Włoska Komisja Nadzoru Finansowego (<i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i>)
EUNGiPW	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (<i>European Securities and Markets Authority – ESMA</i>)
FCA	Angielski Urząd Nadzoru Finansowego (<i>Financial Conduct Authority</i> dawniej <i>Financial Service Authority – FSA</i>)
NSA	Naczelny Sąd Administracyjny
SEC	Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (<i>Securities and Exchange Commission</i>)
SN	Sąd Najwyższy
TSUE	Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej (dawniej Europejski Trybunał Sprawiedliwości)
WSA	Wojewódzki Sąd Administracyjny

3. Publikatory i czasopisma

Dz.U.	Dziennik Ustaw
Dz.Urz.	Dziennik Urzędowy
EPS	Europejski Przegląd Sądowy
Gl.	Glosa

GdSP-PO	Gdańskie Studia Prawnicze – Przegląd Orzecznictwa
Legalis	System Informacji Prawnej Wydawnictwa C.H.Beck
MPB	Monitor Prawa Bankowego
ONSAiWSA	Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego i Wojewódzkich Sądów Administracyjnych
OSNwSK	Orzecznictwo Sądu Najwyższego w Sprawach Karnych
OTK-A	Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego. Seria A
PPH	Przegląd Prawa Handlowego
RPEiS	Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny
WU	Wiadomości Ubezpieczeniowe
Zb. Orz.	Zbiór Orzeczeń

4. Inne skróty

ang.	angielski
art.	artykuł
ASO	alternatywny system obrotu
ds.	do spraw
ESPI	Elektroniczny System Przekazywania Informacji
itd.	i tak dalej
itp.	i temu podobne
lit.	litera
m.in.	między innymi
MTF	wielostronna platforma obrotu
n.	następny (-e, -a)
np.	na przykład
OAM	system scentralizowanego gromadzenia informacji regulowanych (ang. <i>officially appointed mechanism</i>)
orz.	orzeczenie
OTC	rynek poza oficjalnym obrotem (ang. <i>over the counter</i>)
OTF	zorganizowana platforma obrotu
pkt	punkt
por.	porównaj
post.	postanowienie
r.	rok
s.	strona (-y)
tj.	to jest
t.j.	tekst jednolity

tn.	to znaczy
tw.	tak zwany
uchw.	uchwała
ust.	ustęp
v.	przeciwko
Vol.	Volumen
w.	wiek
wyr.	wyrok
zd.	zdanie
ze zm.	ze zmianami

5. Wykaz orzecznictwa i opinii

Opinia rzecznik generalnej w sprawie C-45/08 <i>Spector Photo</i>	Opinia rzecznik generalnej <i>Juliane Kokott</i> z 10.9.2009 r.
Opinia rzecznika generalnego w sprawie C-19/11 <i>Geltl</i>	Opinia rzecznika generalnego <i>Paolo Mengozziego</i> z 21.3.2012 r.
Opinia rzecznika generalnego w sprawie C-28/13 <i>Lafonta</i>	Opinia rzecznika generalnego <i>Melchiora Watheleta</i> z 18.12.2014 r.
Wyrok w sprawie C-384/02 <i>Grongaard & Bang</i>	Wyrok TSUE z 22.11.2005 r. w sprawie C-384/02, postępowanie karne przeciwko <i>Knud Grongaardi</i> <i>Allan Bang</i> , Zb.Orz. 2005, s. I-9939
Wyrok w sprawie C-391/04 <i>Georgakis</i>	Wyrok TSUE z 10.5.2007 r. w sprawie C-391/04, <i>Georgakis</i> , Zb. Orz. 2007, s. I-3741
Wyrok w sprawie C-19/11 <i>Geltl</i> ..	Wyrok TSUE z 28.6.2012 r. w sprawie C-19/11, <i>Markus Geltl v. Daimler AG</i> , http://curia.europa.eu
Wyrok w sprawie C-45/08 <i>Spector Photo</i>	Wyrok TSUE z 23.12.2009 r. w sprawie C-45/08 <i>Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financieën As- surantiewezen</i> (CBFA), por. http://curia.europa.eu
Wyrok w sprawie C-628/13 <i>Lafonta</i>	Wyrok TSUE z 11.3.2015 r. w sprawie C-628/13, <i>Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés finan- ciers</i> , por. http://curia.europa.eu
Wyrok w sprawie C-101/08 <i>Audio- diolux</i>	Wyrok z 15.10.2009 r. w sprawie C-101/08, <i>Audio- lux</i> (Dz.Urz. UE C 297 z 5.12.2009 r., s. 7)

6. Wytoczne i stanowiska

AMF Regulation	General Regulation on 17 September 2015, http:// www.amf-france.org/technique/multimedia?docId
----------------------	---

	d=f31b8e24--dd07--4e4d--8d1c-f7d5739b2c1f (dostęp: 4.5.2017 r.)
BaFin Guidelines	Issuer Guidelines of the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Leitfaden/WA/dl_Emitentenleitfaden_2009_en.pdf?__blob=publication-File
CESR/02-089d	CESR's Advice on Level 2 implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive CESR/02-089d
CESR/04-505b	Market Abuse Directive Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market CESR/06-562b
CESR/06-562b	Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market CESR/06-562b
CESR/08-717	CESR, Level 3 – Third Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directives to the Market, CESR/08-717
CESR/09-219	Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market
CESR/09-219	Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/09-219
CNMV Criterios	Criterios para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados, http://www.cnmv.es/cnmvdia/decetes/CriteriosGestionNoticias.pdf , s. 4 (dostęp: 4.5.2017 r.)
Consob Regulation	Regulation implementing Italian Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998, concerning the discipline of issuers, http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/reg11971e.htm?symbblink=/mainen/issuers/listed_companies/reg11971e.htm#Article_66 (dostęp: 4.5.2017 r.)
ESME Report	ESME Report. Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf
Final Report	Final Report of the Committee of the Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets,

	http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf
Final report ESMA	Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf
FSA Rules	FSA, Disclosure and Transparency Rules, pkt 1.3.1–3 R, https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf (dostęp: 4.5.2017 r.)
NYSE Manual	NYSE Listed Company Manual, http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections (dostęp: 4.5.2017 r.)
Nasdaq Rules	Nasdaq Marketplace Rules, http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQ/pdf/new_listing_rules.pdf (stan na dzień 4.5.2017 r.)
SEC Final Rule	Selective Disclosure and Insider Trading, Release No. 34–43154, 65 Fed. Reg. 51,716, 51,721 (Aug. 24, 2000)

Wykaz literatury

- Acoba M.A.*, Insider trading jurisprudence after *United States v. O'Hagan*: A restatement (second) of torts § 551 (2) perspective, *Cornell Law Review* 1999, t. 84, Nr 5
- Aguilar Rodolfo J.Jr.*, Securities Regulation: Nondisclosure of Insider Information, *Chiarrella v. United States* 1981, t. 41, Nr 4
- Akerlof G.A.*, The Market for „Lemons”: Quality uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly of Economics* 1970, t. 84, Nr 3
- Altschuler D., Chen G., Zhou J.*, Anticipation of management forecasts and analysts' private information search, *Review of Accounting Studies* 2015, t. 20, Nr 2
- Anderson J.P.*, Anticipating a sea change for insider trading law: from trading plan crisis to rational reform, *Utah Law Review* 2015, Nr 2
- Antoszek P.*, Cywilnoprawny charakter uchwał wspólników spółek kapitałowych, Warszawa 2009
- Assmann H.D., Schneider U.* (red.), *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, Kolonia 2006
- Austin J.*, Unusual Trade or Market Manipulation? How Market Abuse is Detected by Securities Regulators, Trading Venues and Self-Regulatory Organizations, *Journal of Financial Regulation* 2015
- Bainbridge S.M.*, Insider Trading Inside the Beltway, *The Journal of Corporation Law* 2011, t. 36, Nr 2009
- Bainbridge S.M.*, *Research Handbook on Insider Trading*, Oxford 2013
- Bainbridge S.M.*, *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*, 2001
- Bańko M.* (red.), *Inny słownik języka polskiego*, Warszawa 2014
- Black B., Gross J.I.*, Making It Up as They Go Along: The Role of Law in Securities Arbitration, *Cardozo Law Review* 2002, t. 23, Nr 991
- Bloc W.E., McGee R.W.*, Information, Privilege, Opportunity, and Insider Trading, *Northern Illinois University Law Review* 2011, Nr 1
- Blum J.*, The Regulation of Insider Trading in Germany: Who's Afraid of Self-Restraint The Regulation of Insider Trading, *Northwestern Journal of International Law & Business* 1986, Nr 3
- Bondi B.J., Lofche S.D.*, The law of insider trading: legal theories, common defenses, *NYU Journal of Law & Business* 2011, t. 8, Nr 151
- Booth R.A.*, The Two faces of materiality, *Delaware Journal of Corporate Law* 2013, t. 38, Nr 517