



You have downloaded a document from
RE-BUŚ
repository of the University of Silesia in Katowice

Title: Informacje poufne w spółce publicznej

Author: Anna Lichosik

Citation style: Lichosik Anna. (2016). Informacje poufne w spółce publicznej. Katowice : Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego.



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersYTET ŚLĄSKI
W KATOWICACH



Biblioteka
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki
i Szkolnictwa Wyższego

Anna Lichosik

**Informacje poufne
w spółce publicznej**



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu Śląskiego
KATOWICE 2016

Informacje poufne
w spółce publicznej



NR 3537

Anna Lichosik

Informacje poufne w spółce publicznej

Redaktor serii: Prawo
Andrzej Matan

Recenzent
Artur Żurawik

Stan prawny na dzień 1 lutego 2016 r.

Spis treści

Wykaz skrótów	9
Wstęp	13
Rozdział pierwszy	
Pojęcie informacji poufnej	17
1. Informacje ogólne	17
2. Definicja legalna informacji poufnej	21
2.1. Precyzyjność informacji poufnej	21
2.1.1. Analiza pojęcia precyzyjności	21
2.1.2. Przykłady informacji precyzyjnych	28
2.2. Odniesienie do emitenta instrumentów finansowych	33
2.2.1. Typ powiązania	33
2.2.2. Ocena emitenta	37
2.2.3. Lista osób mających dostęp do określonych informacji poufnych	39
2.2.3.1. Treść i zakres obowiązku	39
2.2.3.2. Zawartość listy insiderów oraz zasady jej prowadzenia	41
2.3. Odniesienie do instrumentów finansowych	45
2.4. Brak uprzedniego przekazania informacji do publicznej wiadomości	46
2.5. Istotność wpływu informacji na cenę lub wartość	52
2.5.1. Przesłanka istotności	53
2.5.2. Model racjonalnego inwestora	57
2.6. Informacje dotyczące dyspozycji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych	60
Rozdział drugi	
Zakresy związania informacją poufną	63
1. Informacje ogólne	63
2. Zakres podmiotowy	66
2.1. Insiderzy pierwotni (tzw. <i>primary insiders</i>)	66
2.1.1. Insiderzy pierwotni — charakter więzi z emitentem	66

2.1.2. Insiderzy pierwotni <i>sensu stricto</i>	67
2.1.3. Insiderzy pierwotni <i>sensu largo</i>	71
2.2. Insiderzy wtórni (tzw. <i>secondary insiders</i>)	77
2.2.1. Podmioty posiadające informację w wyniku popełnienia przestępstwa (tzw. <i>criminal insiders</i>)	77
2.2.2. Podmioty uzyskujące informacje w inny sposób	79
2.2.2.1. Osoby powiadomione (tzw. <i>tippees</i>)	81
2.2.2.2. Przypadkowi insiderzy (tzw. <i>accidental insiders</i>)	82
2.2.2.3. Zręczni inwestorzy (tzw. <i>astute investors</i>)	82
3. Zakres przedmiotowy	85
3.1. Wykorzystywanie informacji poufnej	85
3.1.1. Charakter zachowań podlegających zakazowi	85
3.1.2. Przypadki wykorzystywania informacji poufnej	89
3.1.3. Wykorzystywanie informacji poufnej a osiągnięcie korzyści	91
3.1.4. Zasięg obowiązywania zakazu wykorzystywania informacji poufnej	93
3.1.5. Wyłączenia spod zakazu wykorzystania informacji poufnej	95
3.2. Ujawnianie informacji poufnej	98
3.2.1. Istota i charakter zakazu	98
3.2.2. Przypadki ujawniania informacji poufnej	99
3.2.3. Zasięg obowiązywania zakazu ujawnienia informacji poufnej	105
3.2.4. Wyłączenia spod zakazu ujawniania informacji	105
3.3. Udzielanie rekomendacji lub nakłanianie do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych	109
3.3.1. Udzielanie rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych	109
3.3.2. Nakłanianie do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych	113
3.3.3. Wyłączenia spod zakazu udzielania rekomendacji lub nakłaniania	113
4. Zakres temporalny	114
4.1. Okresy zamknięte	114
4.1.1. Istota okresów zamkniętych	114
4.1.2. Rodzaje okresów zamkniętych	115
4.1.3. Przedmiot zakazu	118
4.1.4. Podmioty objęte zakazem	119
4.1.5. Wyłączenia spod zakazu dokonywania transakcji w okresach zamkniętych	120
4.2. Zakaz obrotu papierami wartościowymi emitenta	124
4.2.1. Istota i charakter zakazu	124
4.2.2. Zakres podmiotowy zakazu	125
4.2.3. Wyłączenie stosowania regulacji Kodeksu spółek handlowych.	126
4.2.4. Wyjątek od zakazu nabywania i zbywania papierów wartościowych emitenta	127
5. Zakres terytorialny oraz miejsce transakcji	128
5.1. Odesłanie do manipulacji instrumentem finansowym	128
5.2. Dodatkowy reżim prawny dla papierów wartościowych	133

Rozdział trzeci	
Obowiązki informacyjne związane z informacją poufną	135
1. Informacje ogólne	135
2. Zakres podmiotowy obowiązku przekazania informacji poufnej do publicznej wiadomości	136
3. Zakres przedmiotowy obowiązku przekazania informacji poufnej do publicznej wiadomości	140
3.1. Rodzaje informacji poufnych podlegających przekazaniu w wykonaniu obowiązku informacyjnego	140
3.2. Treść informacji poufnych podlegających przekazaniu w wykonaniu obowiązku informacyjnego	143
4. Działania emitenta poprzedzające wykonanie obowiązku informacyjnego	145
5. Tryb przekazania informacji poufnych	146
6. Sposób przekazania informacji poufnych	149
7. Obowiązek przekazania informacji poufnej	151
7.1. Termin przekazania informacji poufnych	151
7.2. Opóźnienie upublicznienia informacji poufnych	155
7.2.1. Istota instytucji opóźnienia wykonania obowiązków informacyjnych w zakresie informacji poufnych	155
7.2.2. Naruszenie słusznego interesu emitenta	158
7.2.2.1. Potencjalność naruszenia słusznego interesu emitenta	158
7.2.2.2. Rodzaje informacji mogących naruszyć słuszny interes emitenta	160
7.2.3. Obowiązek zachowania poufności informacji	164
7.2.4. Wprowadzenie w błąd opinii publicznej	165
7.2.5. Przekazanie informacji o opóźnieniu do Komisji Nadzoru Finansowego	166
7.2.6. Termin wykonania obowiązku informacyjnego	167
8. Zamieszczanie informacji poufnych na stronie internetowej emitenta	168
9. Zakaz kryptoreklamy	171
10. Ujawnienie informacji poufnej osobie nieuprawnionej	172
10.1. Istota regulacji	172
10.2. Tak zwane chińskie mury	174
10.3. Charakter ujawnienia informacji poufnej osobie nieuprawnionej i jego konsekwencje	176
11. Notyfikacja transakcji menedżerskich	178
11.1. Istota obowiązku	178
11.2. Zakres podmiotowy obowiązku zgłaszania transakcji menedżerskich	180
11.3. Zakres przedmiotowy obowiązku zgłaszania transakcji menedżerskich	188
11.4. Treść obowiązku notyfikacyjnego	191
11.5. Wyłączenia spod obowiązku notyfikacyjnego	192

12. Notyfikacja podejrzanych transakcji	193
12.1. Zakres podmiotowy	193
12.2. Treść i zakres obowiązku	196
13. Przekazywanie informacji poufnych w odpowiednim reżimie prawnym	199
Rozdział czwarty	
Odpowiedzialność związana z informacją poufną — zagadnienia wybrane	203
1. Informacje ogólne	203
2. Odpowiedzialność administracyjna	206
2.1. Odpowiedzialność za naruszenie obowiązków informacyjnych	206
2.1.1. Zakresy odpowiedzialności	206
2.1.2. Sankcje administracyjnoprawne	210
2.1.2.1. Rodzaje sankcji	210
2.1.2.2. Termin	213
2.1.2.3. Charakter decyzji o nałożeniu kary administracyjnej	214
2.1.3. Dodatkowe uprawnienia Komisji Nadzoru Finansowego	215
2.1.3.1. Dodatkowe elementy decyzji administracyjnej	215
2.1.3.2. Przekazanie treści decyzji administracyjnej do publicznej wiadomości	216
2.2. Odpowiedzialność za naruszenie obowiązków związanych ze zjawiskiem <i>insider trading</i>	217
3. Odpowiedzialność cywilna za naruszenie obowiązków informacyjnych	220
3.1. Zakres podmiotowy	220
3.1.1. Podmioty odpowiedzialne w zakresie stałych obowiązków informacyjnych	220
3.1.2. Podmioty odpowiedzialne w zakresie prospektowych obowiązków informacyjnych	226
3.2. Zakres przedmiotowy	228
3.3. Reżim odpowiedzialności	229
3.4. Zasady odpowiedzialności	231
3.5. Przesłanki odpowiedzialności	234
3.6. Sposób naprawienia szkody wynikłej z naruszenia obowiązku informacyjnego	238
Zakończenie	241
Bibliografia	245
Summary	261
Zusammenfassung	262

Wykaz skrótów

- dyrektywa *Market Abuse* — dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), (Dz.Urz. WE L 96 z 12.04.2003 r., s. 16)
- dyrektywa *Transparency* — dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym, oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004 r., s. 38)
- FundInwU — ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 2014.157 z późn. zm.)
- GiełdyTowU — ustawa z 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (Dz.U. 2014.197 z późn. zm.)
- KC — ustawa z 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny (Dz.U. 2014.121 z późn. zm.)
- KK — ustawa z 6 czerwca 1997 r. — Kodeks karny (Dz.U. 1997.88.553 z późn. zm.)
- Konstytucja RP — Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. 1997.78.483)
- KPC — ustawa z 17 listopada 1964 r. — Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. 2014.101 z późn. zm.)
- KRO — ustawa z 25 lutego 1964 r. — Kodeks rodzinny i opiekuńczy (Dz.U. 2012.788 z późn. zm.)
- KSH — ustawa z 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2013.1030 z późn. zm.)

- NadzRKapU — ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2014.1537 z późn. zm.)
- ObligU — ustawa z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2015.238)
- ObrInstrFinU — ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2014.94 z późn. zm.)
- OfertaPublU — ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2013.1382 z późn. zm.)
- PostFinwestR — rozporządzenie Ministra Finansów z 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U. 2012.1078 z późn. zm.)
- PrPapW 1991 — ustawa z 22 marca 1991 r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1994.58.239 z późn. zm.)
- PrPrasU — ustawa z 26 stycznia 1984 r. — Prawo prasowe (Dz.U. 1984.5.24 z późn. zm.)
- RekomInstrFinR — rozporządzenie Ministra Finansów z 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. 2005.206.1715 z późn. zm.)
- RodzInfSHIEmR — rozporządzenie Ministra Finansów z 13 kwietnia 2006 r. w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnieniem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych (Dz.U. 2006.67.476 z późn. zm.)
- rozporządzenie 809/2004 — rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r. w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie do informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym (Dz.Urz. UE L 149 z 30.04.2004 r., s. 1)

-
- rozporządzenie EMIR — rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. UE L 2012. 201.1 ze zm.)
- ŚrTechPrzInfR — rozporządzenie Ministra Finansów z 13 lutego 2006 r. w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (Dz.U. 2006.25.188 z późn. zm.)
- TransInstrFinR — rozporządzenie Ministra Finansów z 15 listopada 2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych (Dz.U. 2005.229.1950)
- ZastRejU — ustawa z 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (Dz.U. 2009.67.569 z późn. zm.)

Wstęp

Celem niniejszej pracy jest przedstawienie zagadnień związanych z informacjami o szczególnym charakterze, jakimi są informacje poufne. Punkt wyjścia analizy w tym zakresie stanowią zjawisko asymetrii informacyjnej oraz teoria rynku efektywnego. Występowanie zjawiska asymetrii informacyjnej, będącego jedną z cech rynku kapitałowego, charakteryzuje się odmiennym zakresem informacji posiadanych przez strony transakcji o instrument finansowy. Dlatego też do podstawowych warunków ekonomicznie efektywnego funkcjonowania rynku kapitałowego należy zapewnienie jego transparentności, która ma decydujący wpływ na jego wiarygodność, a w konsekwencji na poziom kapitałowego zaangażowania inwestorów i łatwość, z jaką emitenci mogą w jego obrębie pozyskać środki pieniężne. Do prawidłowego funkcjonowania mechanizmu rynku kapitałowego niezbędne jest zapewnienie warunków organizacyjnych, aby wystąpił stan efektywności ekonomicznej, która może pojawić się tylko w ramach rynku charakteryzującego się należytyymi gwarancjami normatywnymi, sprzyjającymi budowaniu zaufania inwestorów do emitentów i wyemitowanych przez nich papierów wartościowych.

Problematyka niniejszej pracy w ogromnej części dotyczy prawa do informacji, zatem w dalszych rozważaniach szczególnie podkreślane będzie znaczenie efektywnego rynku w ujęciu informacyjnym¹. Informacyjnie efektywny rynek kapitałowy to rynek, którego cechą wyróżniającą jest pełne odzwierciedlenie wszystkich informacji dostępnych inwestorom w wycenie instrumentów finansowych. Inwestorzy w ramach takiego rynku mają równy dostęp do informacji dotyczących zarówno emitenta, jak i emitowanych przez niego papie-

¹ Pamiętając jednocześnie, że rynek kapitałowy jest efektywny nie tylko w ujęciu informacyjnym, ale również alokacyjnym i transakcyjnym, a wszystkie te elementy powinny występować łącznie. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że efektywność informacyjna rynku kapitałowego stanowi warunek konieczny występowania efektywności alokacyjnej oraz transakcyjnej, a jednocześnie fundament bezpieczeństwa i stabilności funkcjonowania tego rynku. Zob. P. WAJDA, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 24.

rów wartościowych, a w konsekwencji posiadają wyrównany poziom wiedzy o wydarzeniach wpływających na wycenę rynkową instrumentów finansowych. Efektywność informacyjna nie jest naturalną cechą rynku kapitałowego, co więcej — rynek ten jest z natury nieefektywny w ujęciu informacyjnym². Stan niwelujący występowanie owej nieefektywności oraz zjawiska asymetrii informacyjnej może zostać wypracowany wyłącznie z wykorzystaniem władczych instrumentów, właściwych prawu administracyjnemu. Brak przejrzystości informacyjnej narusza istotę rynku efektywnego, uniemożliwiając obiektywną wycenę rynkową instrumentów, co prowadzi do naruszenia reguł uczciwego obrotu, a także do podważenia zaufania inwestorów do emitentów, emitowanych przez nich papierów wartościowych, a w rezultacie do całego rynku.

Informacja jest podstawowym czynnikiem mającym wpływ na zachowania rynkowe. To właśnie dzięki niej inwestorzy mogą podejmować racjonalne decyzje inwestycyjne, jak również na bieżąco oceniać sytuację emitenta czy prawdopodobieństwo zmiany kursu instrumentów finansowych. Informacja pozwala organom kontrolującym i nadzorującym rynek efektywnie wykonywać swoje obowiązki. Pełna, rzetelna i wiarygodna informacja stanowi fundament obrotu. W pewnym stopniu pozwala przewidywać zachowania „rynku”, tj. uczestników, którzy wywierają wpływ na kształtowanie się cen instrumentów finansowych. W tym kontekście niezwykle istotną rolę odgrywają informacje o szczególnym charakterze, nazywane informacjami poufnymi i podlegającymi szczególnemu reżimowi prawnemu.

W świetle obowiązującego stanu prawnego pod pojęciem „informacja poufna” rozumie się określoną w sposób precyzyjny informację, dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego bądź kilku instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

W ramach określonych wcześniej mechanizmów funkcjonowania runku kapitałowego w niniejszym opracowaniu przedstawiono zagadnienia związane z zakresem definicji legalnej informacji poufnej, badając znaczenie poszczególnych jej cech konstytutywnych oraz wyznaczając desygnaty ich treści. W pierwszej kolejności podjęto zatem próbę ustalenia, jakie stany, okoliczności i zdarzenia mogą stanowić taką informację. W tym celu dokonano analizy poszczególnych cech informacji poufnej, takich jak: powiązanie informacji (bezpośrednio lub pośrednio) z emitentem instrumentów finansowych lub samymi instrumentami finansowymi, precyzyjny charakter informacji, dotychczasowe nieprzekazanie jej do publicznej wiadomości, a także istotny wpływ informacji na wycenę rynkową instrumentów finansowych. Rozważania te stanowią punkt wyjścia dalszej anali-

² Zob. *ibidem*.

zy przepisów prawa, na podstawie których w praktyce może dojść do nieuprawnionego użycia informacji poufnej, a także do określenia zakresu podmiotowego osób, które mogą posługiwać się taką informacją. Dla określenia zależności we wskazanym zakresie, jak również w celu wprowadzenia pewnej systematyki wywodu wyodrębnione zostały poszczególne zakresy związania informacją poufną. Pierwszy z nich dotyczy zakresu podmiotowego osób posiadających informacje poufne, drugi — zakresu przedmiotowego, który określa rodzaje nałożonych na te podmioty (w postaci nakazów lub zakazów) obowiązków danego zachowania, natomiast trzeci to zakres temporalny, wskazujący określone przedziały czasu, w których podmioty te, dysponując przewagą informacyjną, nie mogą podejmować pewnych czynności. Aby obraz regulacji był pełny, wyodrębniono zakres terytorialny związany z miejscem dokonywania poszczególnych transakcji.

W ramach wskazanych zakresów na szczególną uwagę zasługuje zakres przedmiotowy określający ustanowione zakazy, mające na celu przeciwdziałanie przypadkom, w których dochodzi do nadużywania uprzywilejowania informacyjnego na rynku kapitałowym. Wśród nich można wyróżnić zakaz wykorzystywania, ujawniania informacji poufnych oraz udzielania rekomendacji lub nakłaniania do dokonania określonych transakcji. Zakazy te mają na celu zapobieganie sytuacjom, w których dysponenti informacji poufnych nabywają lub zbywają instrumenty finansowe ze szkodą dla pozostałych uczestników rynku.

Innym mechanizmem zabezpieczającym rynek przed zjawiskiem asymetrii informacyjnej jest niezwłoczne przekazanie do publicznej wiadomości informacji poufnych, które pozwala na ograniczenie ryzyka ich wykorzystania przez podmioty mające do nich wyłączny dostęp. Realizacja tego przejawia się w systemie obowiązków informacyjnych nałożonych na emitentów, który zapewnia inwestorom możliwość powszechnego i równego dostępu do informacji, stanowiącego fundament funkcjonowania rynku kapitałowego. Mimo że informacja poufna może wystąpić już na etapie realizacji prospektowych obowiązków informacyjnych, w dalszych rozważaniach skoncentrowano się na omówieniu istoty stałych obowiązków informacyjnych spółki publicznej. W głównej mierze scharakteryzowano proces przekazywania informacji poufnej do publicznej wiadomości oraz wątpliwości związane z realizacją tego ustawowego obowiązku.

Nakreślona tematyka stanowi przyczynek do dyskusji na temat odpowiedzialności poszczególnych podmiotów za naruszenie określonych norm, dlatego też w końcowej części niniejszej monografii sprecyzowano m.in.: zakres podmiotowy, przedmiotowy, rodzaj sankcji, charakter czy też zasady odpowiedzialności cywilnej i administracyjnej.

Należy także podkreślić, że informacja poufna pojawia się na różnych etapach funkcjonowania spółki publicznej³, poczynając od chwili, w której spółka

³ Na temat pojęcia spółki publicznej zob. A. OPALSKI, *O pojęciu interesu spółki handlowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” [dalej: PPH] 2008, nr 11; M. MICHALSKI, *O pojęciu i zakresie*

akcyjna nie jest jeszcze spółką publiczną, przez okres przeprowadzania oferty publicznej, aż do momentu, w którym akcje spółki zostały już dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Choć zatem zakres przedmiotowy niniejszej monografii obejmuje zagadnienia związane z występowaniem informacji poufnej w spółce publicznej, a więc nie tylko w spółce, której akcje znajdują się w publicznym obrocie, z uwagi na najdalej idące ograniczenia i obowiązki w pracy najbardziej zaakcentowane zostały problemy dotyczące spółki publicznej, której akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, sygnalizując jedynie niektóre odrębności dotyczące spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu.

regulacji spółki publicznej, PPH 2008, nr 1; M. ROMANOWSKI, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, PPH 2009, nr 3; A. OPALSKI, *Monistyczny i dualistyczny system organizacyjny spółki akcyjnej — ewolucja, problemy, perspektywy (cz. I)*, „Prawo Spółek” [dalej: Pr.Sp.] 2005, nr 11; A. LICHOSIK, *Ewolucja pojęcia spółki publicznej w prawie rynku kapitałowego*, W: *Sytuacja przedsiębiorcy na tle zmian w prawie publicznym i prywatnym w perspektywie europejskiej*, Red. J. MOJAK, A. ŻYWICKA, Lublin 2016, s. 173—185.

Rozdział pierwszy

Pojęcie informacji poufnej

1. Informacje ogólne

Podstawowym czynnikiem decydującym o zachowaniach rynkowych jest informacja. Nie jest możliwe prawidłowe funkcjonowanie rynku kapitałowego bez dostępu do rzetelnej, kompletnej i prawdziwej informacji oraz swobodnego jej obiegu¹. Nie bez powodu powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, zapewniający jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, stanowi zasadniczy trzon definicji rynku regulowanego. Pojęcie „informacja” nie zostało przez ustawodawcę wyjaśnione, tym samym przyjmuje się, że ma ono charakter aprioryczny, niewymagający definiowania². Informację należy rozumieć jako czynnik zmniejszający stopień niewiedzy, pozwalający na sprawniejsze przeprowadzenie celowego działania. Informacja w prawie rynku kapitałowego stanowi efekt uzewnętrznienia wiedzy w jakiegokolwiek postaci komunikacji³.

Realizacja zasady przejrzystości jako fundamentalnej zasady rynku kapitałowego sprowadza się do nałożenia na emitentów określonych obowiązków informacyjnych zarówno na etapie ubiegania się o dopuszczenie papierów war-

¹ Por. R. Blicharz, *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Toruń 2013, s. 40; A. Lichosik, R. Blicharz, *Prawo rynku kapitałowego*, W: *Publiczne prawo gospodarcze. Zarys wykładu*, Red. R. Blicharz, Warszawa 2015, s. 246 i nast.; J. Kolacz, *Obowiązki informacyjne uczestników rynku kapitałowego a tajemnica bankowa*, „Prawo Bankowe” 2007, nr 7—8; W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2001, s. 23; M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa 2001, s. 179—194.

² A. Chłopecki, w: A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 212.

³ M. Glicz, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2012, s. 1476.

tościowych do publicznego obrotu⁴, jak i po takim dopuszczeniu. Obowiązki te polegają na konieczności podawania przez emitentów do publicznej wiadomości określonych informacji, mogących mieć wpływ na ocenę sytuacji prawnej, ekonomicznej i rynkowej emitenta, a także jego oferty nabycia (zbycia) instrumentów finansowych. Emitent, starając się pozyskać inwestorów, sporządza i publikuje prospekt emisyjny, który obejmuje komplet informacji o nim, warunkach nabycia (zbycia) instrumentów finansowych oraz o oferowanych instrumentach finansowych⁵. Zgodnie z art. 22 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁶, prospekt emisyjny powinien zawierać prawdziwe, rzetelne i kompletne informacje, z uwzględnieniem rodzaju emitenta i papierów wartościowych mających być przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, istotne dla oceny sytuacji gospodarczej, finansowej i majątkowej oraz perspektyw rozwoju emitenta oraz podmiotu udzielającego zabezpieczenia wiarygodności wynikających z papieru wartościowego (podmiot zabezpieczający) oraz dotyczące praw i obowiązków związanych z tymi papierami wartościowymi. Informacje zamieszczone w prospekcie emisyjnym powinny być podane w języku zrozumiałym dla inwestorów oraz w sposób umożliwiający im ocenę sytuacji tych podmiotów⁷.

Po dopuszczeniu papierów wartościowych do publicznego obrotu emitent zobowiązany jest na bieżąco zawiadamiać „rynek” (tj. wszystkich uczestników rynku) o swojej sytuacji. Obowiązek ten wykonuje, m.in. publikując raporty bieżące i okresowe, w których informuje o wszelkich zdarzeniach mogących mieć wpływ na jego rynkowe postrzeganie przez inwestorów. W tym kontekście niezwykle istotną rolę odgrywają informacje o szczególnym znaczeniu dla emitenta, tj. informacje poufne, które podlegają wyjątkowemu reżimowi prawnemu⁸.

Informacja poufna może pojawić się na każdym z wymienionych etapów, już na etapie ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, tzn. jeszcze przed pierwszą ofertą publiczną (*initial public offering* — IPO), na etapie realizacji tzw. obowiązków prospektowych. W tym przypadku spółka publiczna nie jest zobowiązana do przekazania

⁴ Używając w tym miejscu określenia „dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu”, autor wskazuje łącznie na dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym oraz wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu w alternatywnym systemie obrotu.

⁵ Co do zasady, gdyż w pewnych sytuacjach emitent nie ma obowiązku sporządzania i publikowania prospektu emisyjnego lub innych dokumentów informacyjnych.

⁶ Ustawa z 29 lipca 2005 r. (Dz.U. 2013.1382 z późn. zm.), [dalej: ustawa o ofercie publicznej, ustawa o ofercie, OfertaPubIU].

⁷ Zob. A. LICHOSIK, *Prospekt emisyjny jako podstawa prawna do informacji o emitencie*, W: *Prawne instrumenty oddziaływania na gospodarkę*, Red. A. POWAŁOWSKI, Warszawa 2016, s. 422—430.

⁸ R. Blicharz, *Instytucje prawa rynku...*, s. 41.

informacji poufnej do publicznej wiadomości wobec realizacji tzw. stałych obowiązków informacyjnych na podstawie art. 56 ust. 1 OfertaPublU, który nakłada obowiązki informacyjne na emitentów papierów wartościowych już dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, bo nie jest jeszcze takim podmiotem.

Pojęcie „informacja poufna” po raz pierwszy zostało wprowadzone do ustawy z 22 marca 1991 r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych⁹. W pierwotnym brzmieniu definicji zawartej w art. 119 § 3 PrPapW 1991 informacja poufna była rozumiana jako informacja, która nie została podana do publicznej wiadomości, a po jej ujawnieniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na wartość lub cenę papieru wartościowego. Obecna definicja legalna informacji poufnej została ukształtowana w wyniku ewolucji unormowań dotyczących zjawiska wykorzystywania informacji poufnych, a jej aktualne brzmienie stanowi efekt implementacji dyrektywy 2003/6/WE¹⁰.

Zgodnie z art. 154 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹¹, informacją poufną jest określona w sposób precyzyjny informacja, dotycząca bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych, przy czym dana informacja:

- 1) jest określona w sposób precyzyjny wtedy, gdy wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły, lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać, a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę bądź wartość instrumentów finansowych, lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych;
- 2) mogłaby po przekazaniu do publicznej wiadomości w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych, lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych wtedy, gdy mogłaby zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora;
- 3) w odniesieniu do osób zajmujących się wykonywaniem dyspozycji dotyczących instrumentów finansowych ma charakter informacji poufnej również

⁹ Dz.U. 1994.58.239 z późn. zm. [dalej: PrPapW 1991].

¹⁰ Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.01.2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), (Dz.Urz. WE L 96 z 12.04.2003 r., s. 16), [dalej: dyrektywa *Market Abuse*].

¹¹ Ustawa z 29 lipca 2005 r. (Dz.U. 2014.94 z późn. zm.), [dalej: ustawa o obrocie, ObrInstrFinU].

wtedy, gdy została przekazana tej osobie przez inwestora lub inną osobę mającą wiedzę o takich dyspozycjach i dotyczy składanych przez inwestora dyspozycji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przy spełnieniu przesłanek określonych w pkt. 1 i 2.

Zgodnie z ust. 2 przywołanego artykułu, w przypadku pochodnych instrumentów finansowych, których instrumentem bazowym jest towar, za informację poufną uważa się określoną w sposób precyzyjny informację dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego bądź kilku takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a której przekazania, zgodnie z przyjętymi praktykami rynkowymi, mogliby oczekiwać uczestnicy tego rynku. W szczególności mogą oni oczekiwać przekazywania informacji, które powinny podlegać regularnemu udostępnianiu uczestnikom rynku, lub których ujawnienie jest wymagane, zgodnie z przepisami, umowami i zwyczajami obowiązującymi na danym rynku. Definicja normatywna informacji poufnej w zakresie rynku towarowego ogranicza się do pochodnych instrumentów finansowych, których instrumentem bazowym jest towar¹².

Informacja poufna została zdefiniowana przez wskazanie cech zjawiska, do którego się odnosi. W definicji ustawowej zostały jej przypisane cztery przymioty o charakterze oceniającym, które ustalają jej znaczenie. Są to mianowicie: precyzyjność, związek z emitentem lub instrumentem finansowym, cecha nieprzekazania jej do publicznej wiadomości oraz możliwość wpływu na cenę lub wartość instrumentów finansowych. Określona informacja może zostać zakwalifikowana jako informacja poufna m.in. wtedy, gdy nie została przekazana do publicznej wiadomości. Przesłankę przekazania informacji do publicznej wiadomości można sprowadzić do jej rzeczownikowej formy i wyrazić za pomocą terminu „upublicznienie informacji”. Z tego też względu w dalszej części niniejszej monografii pod pojęciem „upublicznienie” rozumiem przekazanie informacji do publicznej wiadomości, z kolei przesłanka możliwości wpływu na cenę lub wartość instrumentów finansowych sprowadzona została do pojęcia „cenotwórczość informacji”.

W interpretacji pojęcia informacji poufnej pomocne może okazać się odwołanie do dokumentu konsultacyjnego Komitetu Europejskich Regulatorów Rynków Papierów Wartościowych (ang. *Committee of European Securities Regulators* — CESR, obecnie ESMA¹³)¹⁴, zawierającego szczegółowe i obszerne zalecenia dla Komisji Europejskiej, które uwzględniła ona podczas opracowywania aktów wykonawczych. Wytyczne te można postrzegać jako rodzaj kome-

¹² Biorąc pod uwagę specyfikę rynku towarowego oraz instrumentów notowanych w jego obrębie, przedmiotem dalszych rozważań nie będą zagadnienia związane z tym rynkiem.

¹³ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ang. *European Securities and Markets Authority* — ESMA), [dalej: ESMA].

¹⁴ *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measure for the proposed Market Abuse Directive*, December 2002, Ref: CESR/02.089d, [dalej: wytyczne CESR].

tarza, który ułatwia jednolite stosowanie tych aktów, czy regulacji krajowych wydanych w wyniku ich implementacji¹⁵.

2. Definicja legalna informacji poufnej

2.1. Precyzyjność informacji poufnej

2.1.1. Analiza pojęcia precyzyjności

Zgodnie z art. 154 ust. 1 pkt 1 ObrInstrFinU, informacja może zostać zakwalifikowana jako poufna m.in.: jeżeli została określona w sposób precyzyjny, wtedy, gdy wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły, lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać, a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwi dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę bądź wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

Tak wyznaczone kryterium precyzyjności powinno eliminować z kręgu wszystkich informacji występujących w zorganizowanym obrocie instrumentami finansowymi¹⁶ informacje niedookreślone czy nie do końca skonkretyzowane, a dotyczące okoliczności lub zdarzeń przyszłych i niepewnych, z zastrzeżeniem, że musi istnieć prawdopodobieństwo ich wystąpienia¹⁷. Każda informacja powinna być analizowana odrębnie pod kątem wystąpienia przesłanki precyzyjności, która poniekąd stanowi warunek wstępny badania pozostałych przesłanek¹⁸.

W celu dogłębnego przeanalizowania przesłanki precyzyjności w pierwszej kolejności należy ustalić, jakie przypadki będą stanowiły okoliczności lub

¹⁵ Zob. K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym, cz. 1*, „Prawo Spółek” [dalej: Pr.Sp.] 2005, nr 2, s. 3.

¹⁶ Przez który, zgodnie z art. 3 pkt 9 ObrInstrFinU, rozumie się obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi, dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu.

¹⁷ M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” [dalej: PPH] 2005, nr 10, s. 54; A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych „insider trading”*, PPH 2006, nr 9, s. 50.

¹⁸ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, „Czasopismo Kwartalnego Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” [dalej: HUK] 2007, nr 1, s. 71.

zdarzenia, które będą poddane dalszej ocenie. W doktrynie przyjmuje się, że zdarzeniem będzie ziszczenie się danej sytuacji, definiowanej przez ciąg zmian wyróżnionych przez obserwatora w pewnym przedziale czasu¹⁹. Natomiast pod pojęciem okoliczności należy rozumieć elementy, które towarzyszą danej sytuacji lub zdarzeniu i pozwalają na określenie poszczególnych części stanu faktycznego czy rozwoju wydarzeń²⁰. Zatem okoliczność stanowi jeden ze składników zdarzenia²¹.

W dalszej kolejności należy zauważyć, że zawartą w przywołanym przepisie definicję precyzyjności informacji należy rozpatrywać w trzech aspektach. Dana informacja jest precyzyjna, jeżeli po pierwsze, dotyczy okoliczności lub zdarzeń, które wystąpiły, po drugie, dotyczy takich okoliczności lub zdarzeń, których wystąpienia można zasadnie oczekiwać, i po trzecie, jeżeli jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwi dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentów finansowych bądź na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Upraszczając, można powiedzieć, że element precyzyjności opiera się na dwóch przesłankach o charakterze obiektywnym, których łączne wystąpienie stanowi warunek *sine qua non* zakwalifikowania danej informacji jako precyzyjnej²². Pierwsza z nich to ocena treści informacji (okoliczności lub zdarzeń, które wystąpiły, lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać), druga to właściwość oddziaływania okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentów finansowych²³.

Poddając analizie treść informacji pod kątem możliwości wystąpienia danego zdarzenia lub okoliczności, należy stwierdzić, że informacja może zostać uznana za precyzyjną, jeżeli dotyczy zdarzeń lub okoliczności, które obiektywnie wystąpiły, tzn. już zaistniały w rzeczywistości. Za informację precyzyjną można również uznać informację, gdy ta wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, których wystąpienia można zasadnie oczekiwać. W tym przypadku ocenie należy poddać zwrot niedookreślony w postaci uzasadnionego oczekiwania²⁴.

W literaturze wskazuje się, że uzasadnione oczekiwanie wystąpienia okoliczności lub zdarzeń zachodzi wtedy, gdy istnieją konkretne podstawy przewidzenia ich zaistnienia. Decydujące znaczenie ma stopień przeważającego prawdopodobieństwa, czyli ograniczenie, dzięki któremu dochodzi do zawężenia przedmioto-

¹⁹ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1477.

²⁰ Na przykład zdarzeniem będzie zawarcie umowy przez emitenta, a okolicznością — że ze względu na przedmiot świadczenia jest ona istotna z punktu widzenia perspektywy jego działalności.

²¹ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1477.

²² Por. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte w prawie rynku kapitałowego a opcje menedżerskie*, PPH 2007, nr 5, s. 19.

²³ Ibidem.

²⁴ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1478.

wego zakresu informacji poufnych²⁵. Prawdopodobieństwo wystąpienia rezultatu danego procesu osiągnie stopień przeważający, gdy w danym stanie faktycznym konkretne przesłanki stanowią podstawy do zaistnienia okoliczności lub zdarzenia w przyszłości²⁶. Z tego też względu za informację precyzyjną można także uznać informację o zdarzeniach przyszłych, a zatem dotyczącą planowanych strategii rozwoju emitenta czy też działań podejmowanych przez niego, które jeszcze nie zakończyły się konkretnym rezultatem²⁷. Okoliczności i zdarzenia, które odnoszą się do przyszłości, mogą spełniać kryterium precyzyjności, natomiast ich spełnienie powinno być prawdopodobne w stopniu przeważającym, a także winno opierać się na okolicznościach już istniejących²⁸.

Należy jednak zauważyć, że w przypadku uwzględnienia przez racjonalnie działającego inwestora informacji wątpliwych ryzyko podjętej decyzji inwestycyjnej jest dużo większe niż ryzyko podjęcia decyzji na podstawie informacji wiarygodnej. Aby uniknąć niepożądanych skutków takiej decyzji, inwestor powinien w miarę możliwości dokonywać weryfikacji informacji, na podstawie których decyzję tę podejmuje²⁹.

Ocena treści informacji pod względem możliwości wystąpienia danego zdarzenia jest szczególnie istotna w przypadku złożonych procesów decyzyjnych podejmowanych w sferze emitenta, gdzie stanowią one ciąg odrębnych, następujących po sobie zdarzeń, które składają się na proces osiągania konkretnie wyznaczonego celu. Odnosi się to do sytuacji, w której konsekwencja wystąpienia określonego rezultatu uzależniona jest od zaistnienia poszczególnych etapów tego procesu³⁰. Ocena uznania okoliczności lub zdarzeń za informację

²⁵ Zob. też wyrok TSUE z 11 marca 2015 r., C-628/13, Legalis nr 1195599.

²⁶ Na przykład plany czy zamiary członków zarządu, w stosunku do których nie zachodzi wątpliwość, że zostaną zatwierdzone przez radę nadzorczą. W celu określenia stopnia prawdopodobieństwa przeważającego niemiecki Sąd Najwyższy Bundesgerichtshof w orzeczeniu z 25 lutego 2008 r. przyjął wartość 50% (zob. BGH ZB II 9/07); por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1478. Podobnie Ch. PAWILIK, in: *Kölner Kommentar zum WpHG*, Eds. H. HIRTE, T.M.J. MÖLLERS, Köln—Berlin—München 2007, s. 372, odnośnie do przypadku, gdy zdarzenia przyszłe i niepewne będą brane pod uwagę przez racjonalnego inwestora.

²⁷ Zob. A. CHŁOPECKI, *Informacja poufna w prawie papierów wartościowych*, W: *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi S. Sołtyśkiemu*, Red. A. NOWICKA, Poznań 2005, s. 384.

²⁸ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1478.

²⁹ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1477; K. MARKOWSKI, *Podmiotowe uwarunkowania decyzji inwestycyjnych*, W: *Zarządzanie finansami firm — teoria i praktyka*, Red. W. PLUTA, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu”, Nr 965, Wrocław 2002, s. 250 i nast.

³⁰ Na przykład zatwierdzanie uchwał zarządu przez radę nadzorczą, toczące się negocjacje, opracowywanie i wdrażanie nowego produktu, łączenie się emitentów; zob. E. SCHWARK, in: E. SCHWARK, D. ZIMMER, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, § 14 WpHG, n.b. 19, a także H.D. ASSMANN, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, 6 Aufl., Köln 2012, § 13, n.b. 29.

precyzyjną powinna następować na każdym etapie procesu realizacji celu³¹. Nie tylko bowiem osiągnięcie założonego celu jako rezultatu pewnego procesu decyzyjnego, ale również poszczególne etapy dążenia do jego osiągnięcia, a także stopień ich zaawansowania mogą mieć cechy informacji poufnej. Sukcesywnie realizowane elementy procesu decyzyjnego prowadzące do finalizacji kolejnego etapu mogą stanowić informację precyzyjną, gdy ocena danego etapu pozwala zasadnie oczekiwać, że zamierzony ostatecznie cel zostanie w przyszłości osiągnięty³², chociaż w mojej ocenie nie tylko wtedy. Stanowisko to wynika z faktu, że osiąganie kolejnych etapów jest prognozowalne na określonym poziomie prawdopodobieństwa, które rośnie wraz ze wzrostem zaawansowania procesu. Ponadto, w przypadku zdarzeń przebiegających w sposób etapowy, informacja powinna opisywać stan istniejący w danym momencie³³. W literaturze pojawił się pogląd, zgodnie z którym informacje dotyczące poszczególnych etapów procesów decyzyjnych stanowią okoliczności w rozumieniu informacji poufnych, jednak z uwagi na swój nieostateczny charakter nie muszą jednocześnie uzasadniać wykonania przez emitenta obowiązku ich upublicznienia³⁴. Warto jednak rozważyć, czy przesłanka nieostateczności ma tu decydujący charakter, gdyż definicja legalna informacji poufnej kryterium takiego nie przewiduje, a wymaga jedynie, aby w wystarczającym stopniu umożliwiała ona dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności na cenę instrumentów finansowych. Moim zdaniem, już informacja dotycząca pierwszego etapu podjętych negocjacji może wypełniać kryterium precyzyjności, co w konsekwencji prowadzić może do zakwalifikowania jej jako informacji poufnej. Podobne stanowisko zajmuje Komisja Nadzoru Finansowego³⁵, zwracając uwagę, że nie tylko zawarcie umowy, lecz również podjęcie negocjacji zmierzających do jej zawarcia może stanowić informację poufną³⁶. Jeżeli bowiem informacja dotyczy procesu, który odbywa się w kilku etapach, to każdy z tych etapów oraz cały proces może być uznany za informację o charakterze precyzyjnym. Typowym przypadkiem etapów pośrednich stopniowych procesów są właśnie toczące się negocjacje. W przypadku podjęcia negocjacji emitent jako dysponent informacji winien

³¹ Na temat oceny dokonywanej przez emitenta zob. szerzej pkt 2.3 niniejszego rozdziału.

³² M. GLICZ, *Stany faktyczne rozciągnięte w czasie a obowiązki informacyjne spółki publicznej*, W: *Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego*, Red. J. KRUCZALAK-JANKOWSKA, Warszawa 2013, s. 46—54.

³³ Dotyczyć to będzie np. wieloetapowych, złożonych procesów decyzyjnych; por. K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 3.

³⁴ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1479.

³⁵ Dalej zwana Komisją lub KNF.

³⁶ Zob.: Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z 3.09.2013 r. ws. Eurocash S.A.; Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z 3.09.2013 r. ws. Emperia Holding S.A.; Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z 13.08.2013 r. ws. Rovese S.A. oraz Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z 9.10.2012 r. ws. Internet Group S.A., w: *Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego*, http://bip.knf.gov.pl/pliki/kary_KNF_wg_naruszen_04_02_14_tcm6-36391.pdf.

przeprowadzić jej ocenę co do precyzyjności i cenotwórczości. Jeśli zaś informacja taka zostanie uznana za poufną, wobec spełnienia również pozostałych przesłanek, to powinna zostać podana do publicznej wiadomości, niezależnie od tego, że za odrębną informację poufną uznana zostanie sama informacja dotycząca zawarcia umowy w wyniku tych negocjacji.

Zdaniem części doktryny, taka interpretacja kryterium precyzyjności poszczególnych etapów procesu może znaleźć uzasadnienie w treści art. 57 OfertaPublU, który uprawnia emitenta do opóźniania upublicznienia informacji poufnej szczególnie wówczas, gdy mogłoby to przeszkodzić w osiągnięciu zamierzonego rezultatu, np. prowadzonych negocjacji³⁷. Możliwość dokonania opóźnienia upublicznienia przewidziana została dla przypadków, w których wykonanie obowiązku, o jakim mowa w art. 56 ust. 1 OfertaPublU, mogłoby naruszyć słuszny interes emitenta papierów wartościowych. Jednak nie każdy proces negocjacyjny będzie taki interes naruszał, co w konsekwencji może rodzić obowiązek upublicznienia informacji dotyczących poszczególnych etapów negocjacji.

Jak już wcześniej wspomniano, drugą z obligatoryjnych przesłanek zaklasyfikowania informacji jako precyzyjnej jest właściwość oddziaływania okoliczności lub zdarzeń stanowiących jej treść na cenę bądź wartość instrumentów finansowych³⁸. Należy jednocześnie podkreślić, że wpływ na cenę instrumentów finansowych jako przymiot informacji poufnej pojawia się dwukrotnie w definicji z art. 154 ust. 1 ObrInstrFinU, stanowiąc zarówno atrybut informacji poufnej³⁹, jak i kryterium oceny precyzyjności informacji⁴⁰. Wymóg potencjalnego wpływu pozwala wyodrębnić ze znacznej liczby danych rynkowych określone informacje, które w sposób na tyle dokładny opisują daną okoliczność lub zdarzenie, że możliwe staje się ustalenie charakteru oddziaływania cenotwórczego nie tyle samej informacji, ile właśnie okoliczności lub zdarzeń, które stanowią jej treść⁴¹. Dlatego też weryfikacja przymiotu precyzyjności zależy od ustalenia potencjalnego wpływu okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentu finansowego, a sama przesłanka precyzyjności jest ściśle związana z przesłanką cenotwórczości w stopniu istotnym, określoną w art. 154 ust. 1 pkt 2

³⁷ Por. T. SÓJKA, w: M. MATA CZYŃSKI, A. SKOCZYŁAS, T. SÓJKA, A. WACŁAWIK-WEJMAN, R. ZAWŁOCKI, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 347; szerzej na temat opóźniania wykonania obowiązków informacyjnych zob. pkt 3.3 niniejszego rozdziału.

³⁸ Zob. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 50; M. ROMANOWSKI, *Zatajenie informacji mających znaczny wpływ na cenę akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 3, s. 2.

³⁹ Zob. art. 154 ust. 1 pkt 2 ObrInstrFinU, który wymaga, aby wpływ ten był istotny.

⁴⁰ Zob. art. 154 ust. 1 pkt 1 ObrInstrFinU omawiany w tym miejscu.

⁴¹ To znaczy, że racjonalny inwestor będzie mógł na podstawie danej informacji poufnej podjąć decyzję inwestycyjną; zob. pkt 20 wytycznych CESR.

ObrInstrFinU. Informacją precyzyjną jest bowiem tylko taka informacja, która jest wystarczająca, aby można było poddać ją dalszej ocenie pod względem cenotwórczości. Ocena precyzyjności informacji jest zatem wstępem do oceny jej cenotwórczego charakteru⁴², jednakże na tym etapie bez względu na to, czy wpływ ten będzie istotny, co z kolei będzie miało znaczenie dla ustalenia, czy jest to informacja poufna⁴³. Kryterium istotności wpływu jest powiązane z momentem upubliczniania informacji i stanowi oddzielny konstytutywny atrybut informacji poufnej⁴⁴. Wobec tego należy uznać, że dla zakwalifikowania informacji jako precyzyjnej jej charakter w wystarczającym stopniu powinien umożliwić dokonanie oceny potencjalnego wpływu okoliczności lub zdarzeń, których dotyczy, na cenę lub wartość instrumentów finansowych. Przy czym dla określenia samej przesłanki precyzyjności wpływ ten ma być jedynie potencjalny i nie musi być istotny.

W doktrynie wskazuje się na niewłaściwy kształt definicji legalnej informacji poufnej, co powoduje, że zakres cechy precyzyjności jest większy niż zakres cechy istotności, gdy tymczasem pomiędzy nimi powinien występować stosunek krzyżowania. Precyzja, konkretność danej informacji stanowi jej własną cechę, zupełnie odrębną od znaczenia tej informacji dla kogokolwiek w jakichkolwiek okolicznościach⁴⁵. Moim zdaniem, kryterium precyzyjności nie należy utożsamiać z informacją dokładną, konkretną w tym sensie, że informacja dokładna czy konkretna zawiera wszystkie szczegółowe dane niezbędne do jej opisu. Informacja nie musi zawierać dokładnych danych finansowych, skrupulatnych wyliczeń czy wskazywać konkretnej daty ewentualnego przyszłego zdarzenia⁴⁶. Już sama definicja precyzyjności stanowi, że informacja ma jedynie wskazywać na zaistniałe lub przyszłe okoliczności bądź zdarzenia i jako taka powinna umożliwiać w wystarczającym stopniu dokonanie oceny potencjalnej jej cenotwórczości. Stąd też precyzyjność informacji nie sprowadza się do określenia, jak szczegółowo ma być ona sformułowana, w jakim stopniu ma być konkretna. Wystarczy, jeśli będzie ona dotyczyła, i to w sposób ogólny, pewnej okoliczności czy zdarzenia, jeżeli tylko jej charakter umożliwia dokonanie oceny jej potencjalnej cenotwórczości. Informacje ogólne, niedoprecyzowane, niestandardyzowane, przyszłe, ale jednak cechujące się znacznym stopniem prawdopodobieństwa, w większości przypadków będą spełniały kryterium precyzyjności. Mimo że w języku potocznym termin „precyzyjność” stanowi

⁴² Tak też T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 109.

⁴³ Tak też M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1480.

⁴⁴ Zob. szerzej pkt 2.5 niniejszego rozdziału.

⁴⁵ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 73.

⁴⁶ Na przykład informacja o zawarciu umowy z dużym zagranicznym kontrahentem (np. chińską spółką budowlaną), a nieokreślająca budżetu danego kontraktu czy terminu jego wykonania, może spełniać kryterium precyzyjności.

antonim pojęcia „ogólność”, w tym przypadku w języku prawnym zostało mu przypisane odmienne znaczenie. Komisja Nadzoru Finansowego zwraca uwagę, że dopiero kompletna informacja poufna umożliwi inwestorom rzetelną ocenę jej potencjalnego wpływu na cenę lub wartość instrumentów finansowych⁴⁷. Sprowadzenie przesłanki precyzyjności do tego, aby informacja była konkretna, dokładna czy kompletna może mieć znaczenie w przypadku prawidłowej realizacji obowiązków informacyjnych emitenta i dokonywanej przez niego oceny danej informacji. Pamiętać jednak należy, że informacja poufna pochodzi nie tylko od emitenta papierów wartościowych, a jedynie od niego można by wymagać, by przekazywał informacje konkretne, dokładne i kompletne, jak wskazuje Komisja.

Stanowisko to częściowo potwierdzają wytyczne Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych, które wskazują, że jeżeli informacja obejmuje więcej niż jedno zagadnienie, a w części nie ma precyzyjnego charakteru, to może zostać uznana za informację poufną w odniesieniu do okoliczności lub zdarzeń określonych szczegółowo⁴⁸. Ponadto CESR w swoich wytycznych prezentuje stanowisko, zgodnie z którym informacja może zostać zakwalifikowana jako precyzyjna nawet wtedy, gdy przedstawia alternatywne okoliczności lub zdarzenia⁴⁹. Jednak sytuację taką należy oceniać bardzo ostrożnie, gdyż z zastosowaniem alternatywy rozłącznej konkretna informacja może składać się elementów wzajemnie się wykluczających, zatem również decyzja inwestora obarczona będzie wyższym poziomem ryzyka.

Zgodnie z literaturą przedmiotu, do informacji precyzyjnych należy zaliczyć informacje opisujące szczegóły okoliczności istniejących lub przyszłych zdarzeń, co do których można zasadnie oczekiwać, że wystąpią⁵⁰. Stanowisko to uzasadnia się tym, że przymiot precyzyjności informacji pozwala na oddzielenie informacji, które mogą wzbudzać wątpliwość co do ich prawdziwości lub prawdopodobieństwa wystąpienia w przyszłości pewnych okoliczności czy zdarzeń. Ponadto dla potwierdzenia jej prawdziwości informacja powinna opierać się na pewnych i obiektywnych dowodach możliwych do wskazania⁵¹. Również wytyczne CESR potwierdzają, że dokonując kwalifikacji danej informacji powinno się brać pod uwagę to, czy okoliczności lub zdarzenia, do których ta się odnosi, są prawdziwe, tzn. oparte na pewnych i obiektywnych dowodach, któ-

⁴⁷ Zob. Decyzja KNF z 15.10.2013 r. ws. MIT Mobile Internet Technology S.A., w: *Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego*, http://bip.knf.gov.pl/pliki/kary_KNF_wg_naruszen_04_02_14_tcm6-36391.pdf.

⁴⁸ Zob. pkt. 19–20 wytycznych CESR.

⁴⁹ Na przykład informacja o połączeniu z jedną z dwóch spółek może zostać zakwalifikowana jako informacja precyzyjna, inwestor bowiem może ją wykorzystać, dokonując transakcji na akcjach obydwu spółek, zob. pkt 20 wytycznych CESR.

⁵⁰ Tak A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 50–51.

⁵¹ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 71.

re w przeciwieństwie do plotek zostały uprzednio dokładnie przekazane przez emitenta, a także że zdarzenia lub okoliczności, których zasadnie można oczekiwać, mogą się okazać prawdziwe w przyszłości⁵². Moim zdaniem, argumenty takie nie wynikają z definicji legalnej przesłanki precyzyjności czy też w ogóle z definicji legalnej informacji poufnej, która nie odnosi się do prawdziwości bądź fałszywości informacji. Sama przesłanka precyzyjności wskazuje, że informacja ma dotyczyć określonych zdarzeń lub okoliczności, które wystąpiły lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać. Można wyobrazić sobie sytuację, w jakiej pewna okoliczność, której prawdopodobieństwo wystąpienia w przyszłości jest znaczne, okaże się jednak fałszywa. Należałoby zatem zapytać, czym jest informacja fałszywa? Wydaje się, że jest to informacja niezgodna z rzeczywistym stanem faktycznym czy prawnym, a więc będzie to informacja nieprawdziwa. Uzasadnienia, że informacja precyzyjna, a nawet informacja poufna, może być informacją fałszywą dostarcza sam ustawodawca, w świetle art. 96 ust. 7 OfertaPublU bowiem emitent ponosi odpowiedzialność odszkodowawczą za udostępnienie do publicznej wiadomości m.in. informacji nieprawdziwej⁵³. Wobec tego, skoro prawodawca wprost penalizuje przypadek upublicznienia informacji nieprawdziwej, czyli informacji niezgodnej z prawdą, a zatem informacji fałszywej, tym samym w rzeczywistości dopuszcza potencjalną możliwość istnienia i obiegu takich informacji. Wnioskowanie *a maiori ad maius* prowadzi do konkluzji, że skoro informacje fałszywe mogą zostać upublicznione, to tym bardziej mogą występować w obrocie, a w konsekwencji mogą to być fałszywe informacje poufne, a zatem będą to również informacje precyzyjne. Dlatego też należy uznać, że precyzyjność danej informacji nie wyłącza jej fałszywego charakteru.

2.1.2. Przykłady informacji precyzyjnych

Wskazując na przykłady informacji precyzyjnych, należy odwołać się do stanowiska doktryny, zgodnie z którym kryterium precyzyjności mogą spełniać plany czy projekty, które powinny przyjmować konkretną postać⁵⁴. Okoliczności lub zdarzenia, które mogą wystąpić w przyszłości, nie mogą być całkowicie

⁵² W przypadku oczekiwań, że po zakończeniu negocjacji nastąpi połączenie, jednakże okoliczność, że taki skutek nie nastąpi nie zmienia zakresu precyzyjności, zob. pkt 20 wytycznych CESR.

⁵³ Na temat odpowiedzialności spółki publicznej za nieprawidłowe realizowanie stałych obowiązków informacyjnych zob. szerzej rozdział czwarty niniejszej pracy.

⁵⁴ Tak też M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 72.

oderwane od faktów już zaistniałych⁵⁵. W doktrynie przyjmuje się, że aby wystąpienie w przyszłości pewnych zdarzeń można było uznać za prawdopodobne, powinny zostać zainicjowane określone działania, jak np.: przyjęcie nowej strategii rozwoju, złożenie oferty, podpisanie listu intencyjnego⁵⁶, przystąpienie do negocjacji czy wszczęcie określonego postępowania administracyjnego. Z tego też względu jeżeli informacja ma dotyczyć zdarzeń przyszłych, to już w momencie dokonywania jej oceny powinny wystąpić takie okoliczności, które można uznać za precyzyjne, tj. okoliczności wskazujące na prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzeń przyszłych⁵⁷. W świetle przedstawionego stanowiska, nie tylko konkretne plany czy projekty, ale również poszczególne informacje w nich zawarte mogą spełniać kryterium precyzyjności.

Część doktryny nie uznaje za precyzyjne poglądów, ocen, opinii oraz innego rodzaju osądów wartościujących opartych na analizie faktów powszechnie znanych, chyba że oceny tej dokonuje wyspecjalizowana instytucja, a dotyczy ona ryzyka inwestycyjnego wiążącego się z określonymi instrumentami finansowymi lub ze zdolnością emitenta do terminowego dokonywania spłaty zaciągniętych zobowiązań⁵⁸. Gdy oceny przybierają postać rekomendacji, mogą spełniać przesłanki zachowań stanowiących manipulację instrumentem finansowym⁵⁹.

⁵⁵ Zob. wyrok NSA z 18 stycznia 2012 r., II GSK 1256/11, LEX nr 1137859 oraz wyrok WSA w Warszawie z 27 stycznia 2011 r., VI SA/Wa 1816/10, Legalis nr 366144, w którym sąd stwierdza, że nieznaną (w chwili zawierania umowy) wynik finansowy kontraktu opcyjnego nie wpływa na ocenę informacji o zawarciu takiej umowy i nadal informacja ta ma charakter precyzyjny. Niepewny wynik transakcji opcyjnej jest ryzykiem przedsiębiorcy, które jest nieodłącznym elementem każdej działalności gospodarczej, zob. też wyrok WSA w Warszawie z 27 kwietnia 2011 r., VI SA/Wa 2480/10, Legalis nr 347303; wyrok WSA w Warszawie z 12 kwietnia 2011 r., VI SA/Wa 2431/10, Legalis nr 347553.

⁵⁶ Zob. wyrok WSA w Warszawie z 14 listopada 2012 r., VI SA/Wa 1013/12, Legalis nr 818831. Ponadto na informację poufną składa się nie tylko fakt podpisania listu intencyjnego, ale i zapisy tego listu, w tym zarówno informacje co do przedmiotu porozumienia, stron tego porozumienia oraz co do terminu obowiązywania; tak wyrok NSA z 6 maja 2014 r., II GSK 489/13, Legalis nr 1042477. Również informacja o niedojsięciu do skutku zapisów listu intencyjnego może stanowić informację poufną, zob. wyrok NSA z 21 listopada 2013 r., II GSK 931/12, Legalis nr 742582; a także zakończenie współpracy w ramach listu intencyjnego, zob.: wyrok WSA w Warszawie z 12 maja 2011 r., VI SA/Wa 467/11, Legalis nr 376131; wyrok WSA w Warszawie z 8 lutego 2012 r., VI SA/Wa 1604/11, Legalis nr 525582; wyrok WSA w Warszawie z 25 marca 2011 r., VI SA/Wa 2018/10, Legalis nr 375829; wyrok WSA w Warszawie z 25 listopada 2013 r., VI SA/Wa 643/13, Legalis nr 1063642.

⁵⁷ Zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 241.

⁵⁸ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1477.

⁵⁹ Zjawisko to występuje w przypadku, gdy analityk giełdowy przedstawia określone poglądy na temat instrumentów finansowych z zamiarem wpłynięcia na zmianę ich ceny, tzw. *scalping*; T. SÓJKA, *Rekomendowanie klientom transakcji dotyczącej instrumentów finansowych we własnym interesie (scalping)*, W: *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Red. T. SÓJKA, Warszawa 2016, s. 145—148; C.B. MARTYSZ, *Manipulacje instrumentami finansowymi i „insider trading”*, Warszawa 2015, s. 207—210.

W literaturze w zasadzie jako informacji precyzyjnych nie traktuje się prognoz sporządzonych na podstawie dostępnych publicznych danych, jak również przewidywań czy projekcji cenowych na temat zachowań instrumentu finansowego, które tworzone są na podstawie faktów powszechnie znanych⁶⁰. Podkreśla się jednocześnie, że prognozy charakteryzują się brakiem gwarancji ich realizacji, poza tym mogą być niepełne lub opierać się na nieprawdziwych podstawach⁶¹. Jednak gdy oceny lub plany opierają się na nieupublicznych jeszcze danych, a źródło, z którego pochodzą, uznaje się za obiektywnie wiarygodne, można je zakwalifikować jako informację poufną⁶². Stąd też wydaje się, że precyzyjny charakter można przypisać prognozom oraz szacunkom wyników finansowych emitenta lub jego grupy kapitałowej, gdyż w świetle § 5 pkt 25 rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim⁶³, emitent jest zobowiązany do przekazywania w formie raportu bieżącego informacji o sporządzeniu takiej prognozy lub szacunków, jeżeli podjął decyzję o ich przekazaniu do wiadomości publicznej⁶⁴.

Jak już była o tym mowa, zarówno wytyczne CESR, jak i doktryna wskazują, że za precyzyjne nie można uznać plotek, pogłosek, wiadomości niesprawdzonych, o nieustalonym źródle, a także trudnych do zweryfikowania i nie powinny one być brane pod uwagę przez racjonalnie działającego inwestora⁶⁵. Pogłoski oraz spekulacje stanowią typowe zjawisko towarzyszące zorganizowanemu obrotowi instrumentami finansowymi. Pogłoski czy plotki charakteryzuje brak ich potwierdzenia i obarczone są wątpliwością dotyczącą prawdziwości

⁶⁰ Zob. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 50.

⁶¹ Transakcja przeprowadzona na podstawie prognozy i oceny nie stanowi wykorzystywania informacji poufnych, tak pkt 31 Preambuły dyrektywy *Market Abuse*; por. też M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 997.

⁶² Zob. M. SUCHARSKI, *Prawnokarna ochrona giełdowego obrotu papierami wartościowymi*, Toruń 2006, s. 113; K. OPUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 4; A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 50.

⁶³ Rozporządzenie Ministra Finansów z 19 lutego 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 (Dz.U. 2014.133 z późn. zm.), [dalej: InfBieżOkrR].

⁶⁴ Zgodnie z § 31 ust. 1 InfBieżOkrR, raport bieżący w tym przypadku zawiera: prognozowane lub szacowane wyniki; okres, którego prognoza dotyczy; podstawy i istotne założenia tej prognozy; sposób monitorowania przez emitenta możliwości realizacji prognozowanych wyników; okresy, w jakich emitent będzie dokonywał oceny możliwości realizacji prognozowanych wyników oraz dokonywał ewentualnej korekty prezentowanej prognozy, wraz z określeniem zastosowanych kryteriów tej oceny. Ponadto w myśl ust. 2 przywołanego paragrafu, emitent przekazuje niezwłocznie, w formie raportu bieżącego, również korektę takiej prognozy.

⁶⁵ Zob. pkt 20 wytycznych CESR; por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 71; A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 50; M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 54.

zawartych w nich treści w zakresie okoliczności lub zdarzeń. Jednak zróżnicowany stopień dokładności pogłosek może w niektórych przypadkach osiągnąć cechę precyzyjności⁶⁶, mimo że nie powinny one stanowić podstawy podejmowania decyzji przez racjonalnego inwestora. Zdaniem części doktryny, pogłoski zasadniczo nie można zakwalifikować jako informacji poufnej, nie zawiera ona bowiem obiektywnie pewnych elementów⁶⁷. Z tego też względu szczególnie ważne jest ustalenie, w jaki sposób można dokonać weryfikacji danej pogłoski czy plotki. Jak sprawdzić, że pogłoska nie stanowi obiektywnie prawdziwej informacji? Wydaje się, że odpowiedzi na to pytanie należy poszukiwać jedynie „u źródła”. Zatem wyłącznie emitent, którego taka informacja dotyczy, może ją potwierdzić, a pochodzące od niego informacje co do zasady powinny być obiektywnie prawdziwe.

Niezweryfikowane hipotezy i przeczucia, mimo że mogą się okazać prawdziwe, stanowią obiektywnie zbyt niestabilną podstawę decyzji racjonalnego inwestora, choć subiektywnie mogą być istotne dla osoby silnie przekonanej o ich trafności⁶⁸. Dążąc do realizacji zasady przejrzystości rynku kapitałowego, emitent prowadzący politykę informacyjną na najwyższym poziomie powinien przekazać stosowny raport zawierający taką informację, ewentualnie przedstawiając dodatkowe informacje w celu pełnego i rzetelnego zobrazowania okoliczności danej sprawy⁶⁹. To emitent powinien być dla inwestorów podstawowym źródłem informacji, gdyż z oczywistych względów informacja podana przez niego jest bardziej wiarygodna niż informacja tej samej treści pochodząca z innego źródła⁷⁰. Dlatego też ocena spełnienia kryterium precyzyjności informacji powinna być dokonywana *in concreto*, z uwzględnieniem pochodzenia informacji oraz stopnia jej wiarygodności⁷¹. Chociaż, jak już sygnalizowano wcześniej, przesłanka prawdziwości, jej brak czy też odpowiedni stopień wiarygodności, nie spełnia funkcji dyskwalifikującej daną informację jako precyzyjną, nie wyklucza dalszego jej uznania za informację poufną. Informacja poufna sama w sobie może być informacją prawdziwą albo fałszywą. Jeżeli nie jest ona prawdziwa, to nie pozbawia jej to przymiotu precyzyjności, a powoduje jedynie konsekwencję tego rodzaju, że wprowadza ona w błąd.

W literaturze wskazuje się, że kryterium precyzyjności nie spełnia informacja stanowiąca jedynie odzwierciedlenie stanu emocjonalnego określonych osób, np. członków zarządu emitenta, bądź też chęci lub oczekiwań co

⁶⁶ Por. K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 3; A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 50.

⁶⁷ M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 54.

⁶⁸ M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 71.

⁶⁹ W zależności od tego, czy dana informacja jest prawdziwa, czy fałszywa emitent jest bądź nie jest zobowiązany do przekazania stosownego raportu.

⁷⁰ Zob. M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji poufnych*, PPH 2012, nr 5, s. 57.

⁷¹ Tak A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 50.

do wystąpienia w przyszłości określonych zdarzeń⁷². Zgodnie z tym poglądem, informacja musi stanowić rzeczywisty rezultat komunikacji zewnętrznej, a kryterium precyzyjności nie będzie spełniał nieuzewnętrzniiony zamiar określonego zachowania lub wywołania konkretnego zdarzenia, brak mu bowiem koniecznego odniesienia do sfery zewnętrznej i do osoby trzeciej⁷³. Zwolennicy tego stanowiska twierdzą, że za informację precyzyjną nie można uznać samej tylko chęci dokonania danej czynności (np. chęci zawarcia określonej umowy bądź przejęcia kontroli nad innym przedsiębiorcą). Również samo zakomunikowanie osobie trzeciej określonej chęci, planów bądź oczekiwań nie może stanowić przesłanki uznania określonej informacji za precyzyjną⁷⁴. Ponadto nie można uznać za precyzyjną informacji o charakterze spekulatywnym na temat nieskonkretyzowanych planów, przekazanie bowiem takiej informacji mogłoby prowadzić do nieuzasadnionych wahań kursu notowanych papierów wartościowych czy wręcz zostać uznane za manipulację, o której mowa w art. 39 ObrInstrFinU⁷⁵.

Stanowisko to nie do końca jest słuszne. Sama chęć, zamiar czy też wola członka zarządu, np. wola złożenia przez niego rezygnacji z pełnionej funkcji, stanowi okoliczność precyzyjną⁷⁶, gdyż po pierwsze jest to zdarzenie, którego wystąpienia można zasadnie oczekiwać (członek zarządu jest pewien swej decyzji, stopień prawdopodobieństwa w jego przekonaniu wynosi 100%), a jego charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu na cenę lub wartość instrumentów finansowych. Jedyne braku uzewnętrznienia takiej informacji nie powinien wyłączać jej cenotwórczego i precyzyjnego charakteru. W tym przypadku członek zarządu jest w posiadaniu informacji poufnej, a jako członek organu zarządzającego, działającego w imieniu i na rzecz emitenta, w pewnym sensie zastępuje emitenta. Należy zatem stwierdzić, że wiedzę o tej informacji posiada również sam emitent.

Podobnie jest w przypadku decyzji podjętych przez członków zarządu spółki (wewnętrzne przekonanie, zamiar) co do sposobu, w jaki będą głosować w przedmiocie kluczowych spraw spółki. Należy także podkreślić, że osoby te posiadają wiedzę na temat określonych informacji jeszcze przed jakimkolwiek ich uzewnętrznieniem, a w konsekwencji mają przewagę informacyjną w tym zakresie.

Przytoczona argumentacja w pełni odnosi się do chęci, woli czy zamiaru dokonania danej czynności, np. chęci zawarcia określonej umowy czy też przejęcia kontroli nad innym przedsiębiorcą. Jakkolwiek częściowo podzielam

⁷² Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 106.

⁷³ Por. H.D. ASSMANN, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz...*, § 14, n.b. 49.

⁷⁴ Zob. M. ROMANOWSKI, *Zatajenie informacji...*, s. 8.

⁷⁵ Ibidem.

⁷⁶ W rozumieniu art. 154 ust. 1 pkt 1 ObrInstrFinU.

pogląd, że zakomunikowanie osobie trzeciej nieskonkretyzowanych chęci, planów czy oczekiwań mogłoby doprowadzić do manipulacji instrumentem finansowym, jednak uważam, że takim zdarzeniom czy okolicznościom nie zawsze będzie można odmówić cechy precyzyjności.

2.2. Odniesienie do emitenta instrumentów finansowych

2.2.1. Typ powiązania

Przesłanką uznania danej informacji za poufną jest powiązanie jej z jednym lub kilkoma emitentami instrumentów finansowych lub samymi instrumentami finansowymi, przy czym związek ten może mieć charakter bezpośredni lub pośredni⁷⁷.

Należy zaznaczyć, że pojęcie emitenta na gruncie art. 154 ObrInstrFinU zawierającego definicję legalną informacji poufnej nie jest tożsame z tym, którym posługuje się art. 56 OfertaPublU określający stałe obowiązki informacyjne⁷⁸. Poza tym ustawowa definicja informacji poufnej nie określa rodzaju rynku, na którym instrumenty finansowe są przedmiotem obrotu⁷⁹. Wskazanie poszczególnych rynków oraz instrumentów finansowych, których dotyczy informacja, następuje w hipotezach norm bezpośrednio regulujących obowiązki związane z posiadaniem lub obiegiem informacji poufnych. Z tego też względu wykładnia literalna definicji legalnej informacji poufnej prowadzi do wniosku, że definicja ta dotyczy każdego emitenta instrumentów finansowych; nie tylko takiego emitenta, którego papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ale również emitenta papierów wartościowych, które nie są przedmiotem publicznego obrotu. Tak postawioną tezę potwierdza normatywne uregulowanie zakresu przedmiotowego ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁸⁰. W myśl art. 1 ust. 1 ObrInstrFinU, ustawa ta reguluje zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu papie-

⁷⁷ Charakter powiązania (bezpośredni lub pośredni) dotyczy zarówno emitenta instrumentów finansowych, jak i samych instrumentów finansowych, dlatego też rozważania czynione w niniejszym punkcie będą odnosiły się zarówno do emitenta, jak i do instrumentów finansowych.

⁷⁸ Szerzej na temat pojęcia emitenta na gruncie art. 56 OfertaPublU zob. rozdział trzeciej niniejszej pracy.

⁷⁹ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 88.

⁸⁰ Na temat zakresu przedmiotowego ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zob. szerzej A. LICHOSIK, *Zakres przedmiotowy prawa rynku kapitałowego — zagadnienia wybrane*, „Przegląd Naukowy Disputatio” 2015, T. 19, nr 1, s. 23—32.

rami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie. Ustawodawca nie konkretyzuje poszczególnych rynków, na których obrót ten miałby się odbywać, w szczególności nie ogranicza zakresu przedmiotowego ustawy o obrocie do rynku publicznego (m.in. obrotu zorganizowanego), a *explicite* wskazuje na obrót papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi w ogóle.

Zgodnie z definicją legalną informacji poufnej, konkretna informacja może zostać uznana za poufną, jeżeli dotyczy emitenta instrumentów finansowych w sposób bezpośredni lub pośredni. Wydaje się, że informacje dotyczą bezpośrednio emitenta wówczas, gdy związane są z jego działalnością bądź też odnoszą się do niego, bez względu na źródło, z jakiego pochodzą⁸¹, mimo że najczęściej źródłem takich informacji jest sam emitent⁸². Informacje bezpośrednio powiązane z emitentem mogą dotyczyć okoliczności lub zdarzeń występujących zarówno w sferze wewnętrznej⁸³, jak i zewnętrznej emitenta⁸⁴. Do rodzajów informacji odnoszących się do emitenta w sposób bezpośredni zalicza się zdarzenia lub okoliczności w zakresie spraw organizacyjnych i osobowych emitenta⁸⁵, jego sytuacji finansowej⁸⁶, tworzonej przez niego grupy kapitałowej⁸⁷, podmiotów wobec niego dominujących⁸⁸, jak i od niego zależnych⁸⁹. Zdarzenia lub okoliczności, które odnoszą się do podmiotów zależnych i dominujących

⁸¹ Zob. K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 4.

⁸² Zob. A. CHŁOPECKI, *Informacja poufna...*, s. 384.

⁸³ Na przykład jeżeli dotyczy ona stanu aktywów i pasywów, przebiegu działalności, obrotów finansowych, struktury organizacyjnej, zawarcia istotnych umów, zmian w składzie organów spółki, zmian wysokości kapitału zakładowego; zob. wyrok WSA w Warszawie z 12 kwietnia 2011 r., VI SA/Wa 2429/10, Legalis nr 377822; wyrok NSA z 25 marca 2014 r., II GSK 250/13, Legalis nr 908584.

⁸⁴ Na przykład informacje o toczących się postępowaniach sądowych lub administracyjnych; por. E. SCHWARK, in: E. SCHWARK, D. ZIMMER, *Kapitalmarktrecht-Kommentar*, § 13, n.b. 38.

⁸⁵ Por. K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 4.

⁸⁶ Zob. wytyczne CESR, s. 11.

⁸⁷ Przez grupę kapitałową rozumie się podmiot dominujący wraz z podmiotami od niego zależnymi; zob. art. 4 pkt 16 OfertaPublU.

⁸⁸ Przez podmiot dominujący rozumie się podmiot w sytuacji, gdy: a) posiada bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami, lub b) jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu, lub c) więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności; zob. art. 4 pkt 14 Oferta-PublU.

⁸⁹ Przez podmiot zależny rozumie się podmiot, w stosunku do którego inny podmiot jest podmiotem dominującym, przy czym wszystkie podmioty zależne od tego podmiotu zależnego uważa się również za podmioty zależne od tego podmiotu dominującego; zob. art. 4 pkt 15 OfertaPublU.

wobec emitenta, dotyczą także samego emitenta, mają bowiem wpływ na wartość jego aktywów⁹⁰. Co więcej, inwestorzy utożsamiają całą grupę kapitałową z emitentem oraz z jego przedsiębiorstwem⁹¹.

Otwarty katalog informacji dotyczących bezpośrednio emitenta zawiera pkt 35 wytycznych CESR. Do tego rodzaju informacji należą m.in.: informacje o zmianach osobowych w organach emitenta, informacje o zmianach audytora, decyzja o podwyższeniu lub obniżeniu kapitału zakładowego, zaciąganie zobowiązań w drodze emisji obligacji, połączenie spółek, sprzedaż aktywów, sprzedaż przedsiębiorstwa emitenta lub jego części, restrukturyzacja lub reorganizacja mająca wpływ na aktywa bądź zobowiązania emitenta, jego pozycję finansową zysk lub stratę, decyzja o nabywaniu akcji własnych (*buy back*). Poza tym charakter bezpośredniego powiązania będą miały takie zdarzenia, jak: złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości; istotny proces sądowy; cofnięcie lub unieważnienie kredytów bankowych; znaczące zmiany w majątku spółki; niewypłacalność znaczącego dłużnika; nowe licencje, patenty, znaki towarowe; wzrost lub obniżenie wartości instrumentów finansowych w portfelu; propozycja przejęcia znacznego majątku; nabycie nowoczesnej technologii; istotna sprawa w zakresie odpowiedzialności na produkt lub zanieczyszczenie środowiska; zmiany w oczekiwanych zyskach lub stratach; istotne zlecenia od klientów, ich anulowanie lub znaczące zmiany; wejście do lub wyjście z inwestycji; informacje dotyczące dywidendy⁹² (dnia dywidendy, wysokości zmian). Uznać zatem należy, że informacjami, które dotyczą emitenta bezpośrednio, są informacje generowane w ramach jego przedsiębiorstwa, a w szczególności informacje o podejmowanych przez niego działaniach. Informacje generowane w ramach przedsiębiorstwa emitenta mogą jednocześnie dotyczyć zdarzeń lub okoliczności zaistniałych poza jego przedsiębiorstwem, a mimo to mogą oddziaływać na to przedsiębiorstwo i być zauważone przez emitenta⁹³. Wiadomości pochodzące ze źródeł zewnętrznych⁹⁴ dopiero w odniesieniu do sytuacji konkretnego emitenta mogą zostać uznane za informacje dotyczące go w sposób bezpośredni.

⁹⁰ Sytuacja emitenta jest oceniana z punktu widzenia całej grupy kapitałowej (przedsiębiorstwa emitenta w ujęciu funkcjonalnym), o czym świadczy również wymóg sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych; zob. art. 60 OfertaPubU.

⁹¹ Dlatego też tak istotne jest, aby grupa kapitałowa, do której należy emitent, miała sprawne wewnętrzne procedury przepływu informacji, tak aby wszelkie informacje, które mogą spełniać przesłanki informacji poufnej, trafiły do odpowiedniej komórki organizacyjnej emitenta odpowiedzialnej za realizację obowiązków informacyjnych.

⁹² Na przykład podjęcie przez zarząd spółki decyzji o rekomendowaniu walnemu zgromadzeniu wypłaty akcjonariuszom dywidendy, zob. wyrok WSA w Warszawie z 23 sierpnia 2013 r., VI SA/Wa 739/13, Legalis nr 774463.

⁹³ Na przykład przyjęcie oferty przez kontrahenta czy wydanie decyzji przez organ administracji, a właściwie poinformowanie emitenta o tych faktach; za S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 232.

⁹⁴ To jest od kontrahentów, inwestorów, organów administracji publicznej itp.

Stąd też emitent będzie pierwotnym dysponentem dotyczących go bezpośrednio informacji⁹⁵.

Jak już wspomniano, informacje dotyczące emitenta, które mogą zostać zakwalifikowane jako poufne, mogą odnosić się do niego również w sposób pośredni⁹⁶. Poddając to kryterium głębszej analizie, należy zastanowić się, czy do informacji pośrednio dotyczących emitenta lub jego instrumentów finansowych należą tzw. informacje ogólnorynkowe, tzn. np.: informacje o zmianie stóp procentowych, cen surowców, o istotnych decyzjach organów nadzorujących dany segment rynku, kierunkach polityki finansowej państwa czy planowanych nowelizacjach prawnych, które *de facto* dotyczą wszystkich uczestników rynku. W takiej sytuacji dane te będą dotyczyły pośrednio kilku emitentów lub kilku instrumentów finansowych, np. w przypadku emitentów prowadzących działalność w tych samych branżach, odnośnie do których publikuje się dane makroekonomiczne⁹⁷. Wytyczne CESR wskazują, że także dane o charakterze makroekonomicznym czy regionalnym, jako informacje odnoszące się do całego przemysłu lub jego sektorów, a wywołane czynnikami politycznymi, ekonomicznymi czy też zmianami zachodzącymi w środowisku naturalnym, dotyczą pośrednio emitenta lub instrumentów finansowych i jako takie mogłyby zostać uznane za informacje poufne⁹⁸. Zgodnie bowiem z pkt. 36 wytycznych CESR, informacje dotyczące emitenta w sposób pośredni, mogące odnosić się do rynku i zawieranych na nim transakcji, to m.in.: niedostępne jeszcze dla rynku informacje i publiczne statystyki; publikowane przez agencje ratingowe raporty, badania, rekomendacje lub sugestie⁹⁹ dotyczące wyceny notowanych instrumentów finansowych; decyzje banku centralnego dotyczące stóp procentowych, decyzje rządu w zakresie zmiany prawa podatkowego czy zmiany prawa dotyczącego rynku regulowanego lub nieregulowanego; zamówienie publiczne złożone przez rząd, regionalne lub lokalne władze czy inne organizacje publiczne; informacje dotyczące przeniesienia danego instrumentu na inny segment rynku. Informacjami odnoszącymi się pośrednio do emitenta mogą być również okoliczności lub zdarzenia polityczne, ekonomiczne bądź przyrodnicze dotyczące branży przemysłowej, w której działa emitent¹⁰⁰.

⁹⁵ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 232.

⁹⁶ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1481.

⁹⁷ Ibidem.

⁹⁸ Zob. pkt. 29—32 wytycznych CESR; por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 102; nieco odmiennie A. CHŁOPECKI, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2012, s. 286, który za takie uznaje jedynie dane „wytworzone” przez samego emitenta lub podmiot działający na jego zlecenie, lub gdy emitent uzyskał je z klauzulą poufności.

⁹⁹ Zob. wyrok NSA z 17 października 2014 r., II GSK 1359/13, Legalis nr 1219067.

¹⁰⁰ Zob. również A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 50.

Kryterium rozróżnienia informacji, które dotyczą emitenta, i informacji niewykazujących takiego odniesienia jest nieostre. Przede wszystkim ta cecha informacji poufnej związana jest z jej treścią, a nie z pochodzeniem. Treść informacji powinna dotyczyć emitenta, ale źródło i jej pochodzenie jest indyferentne. Informacja odnosząca się do emitenta lub instrumentu finansowego może zostać uznana za informację poufną nawet wtedy, gdy emitent uzyskał ją w sposób przypadkowy od osoby postronnej¹⁰¹. Poza tym jedną z przesłanek uznania danej informacji za poufną, jeżeli dotyczy emitenta lub instrumentów finansowych, jest brak przekazania jej do publicznej wiadomości. Gdyby przyjął jeden z poglądów prezentowanych w doktrynie, że o uznaniu danej informacji za przekazaną do publicznej wiadomości decyduje kryterium formalne, wyrażające się w realizacji obowiązku informacyjnego jedynie w trybie art. 56 OfertaPublU, taka konstrukcja regulacji prowadzi do wniosku, że w obiegu mogą znajdować się informacje poufne, które nie zostały zidentyfikowane przez emitenta czy też od niego nie pochodzą, a w konsekwencji nie zostały przez niego przekazane do publicznej wiadomości¹⁰². Odmienne stanowisko można zająć, gdyby uznać, że obowiązek podania informacji do publicznej wiadomości może wykonać podmiot inny niż emitent¹⁰³.

2.2.2. Ocena emitenta

Ryzyko oceny, czy dana informacja może zostać zakwalifikowana jako poufna, a w konsekwencji, czy podlega przekazaniu w trybie art. 56 OfertaPublU, leży po stronie emitenta papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. Oceny tej emitent dokonuje *ex ante*, a zatem jeszcze przed upublicznieniem takiej informacji. Poziom ryzyka jest tym wyższy, im bardziej niedookreślone są ustawowe przesłanki uznania danej informacji za poufną¹⁰⁴. W literaturze wskazuje się, że w największym zakresie ocenna będzie decyzyja, czy dana informacja spełnia przesłankę cenotwórczości, zawierającą w so-

¹⁰¹ Na przykład informacja uzyskana podczas prywatnego spotkania przez zarząd spółki na temat faktu, że znany inwestor giełdowy podjął decyzję o nabywaniu jej akcji z zamiarem uzyskania nad nią kontroli; tak T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 101.

¹⁰² Zob. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 53; K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 5.

¹⁰³ Szerzej na ten temat zob. uwagi odnośnie do przesłanki braku przekazania informacji do publicznej wiadomości, pkt 2.4 niniejszego rozdziału.

¹⁰⁴ Zob. A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*” — *obowiązki emitentów oraz insiderów*, PPH 2007, nr 4, s. 8.

bie cechę istotności¹⁰⁵. O ile bowiem pozostałe kryteria kwalifikacji informacji jako poufnej mają bardziej obiektywny charakter, o tyle przesłanka uznania, czy informacja mogłaby wpłynąć na cenę papierów wartościowych, i czy ten wpływ mógłby być istotny¹⁰⁶, jest trudna do zauważenia i powinna opierać się na wielu założeniach¹⁰⁷. Jednak dopiero *post factum* można weryfikować, czy rzeczywiście określona informacja wpłynęła w sposób istotny na cenę instrumentu finansowego. Jeżeli informacja została upubliczniona, to emitent w należyty sposób wykonał obowiązek informacyjny, jednak gdy tego nie uczynił, bo mylnie ocenił, że informacja nie może w sposób istotny wpłynąć na cenę instrumentów finansowych, to rodzic to może jego odpowiedzialność za niewykonanie obowiązku informacyjnego¹⁰⁸.

Ocena wystąpienia wszystkich przesłanek koniecznych do zakwalifikowania danej informacji jako poufnej powinna być dokonana na podstawie niezbędnych, zobiektywizowanych kryteriów, ale jednocześnie nie może być oderwana od elementów subiektywnych występujących po stronie emitenta. Ocena ta może być różna, w zależności od tego, kto, w jakich okolicznościach i na jakiej podstawie jej dokonuje¹⁰⁹. Gdyby jeden podmiot uznał daną informację za poufną, a emitent w momencie dokonywania oceny nie dysponował wiedzą ani możliwościami zdobycia wiedzy, która i jemu pozwoliłaby na taką kwalifikację, trudno przyjąć, aby w sposób nieprawidłowy wykonywał on swoje obowiązki informacyjne¹¹⁰. Podczas dokonywania oceny każdej informacji emitent powinien kierować się własną logiką i doświadczeniem oraz zakresem swojej wiedzy o określonych faktach¹¹¹. Prawidłowość oceny dokonanej przez emitenta jest weryfikowana przez rynek oraz przez Komisję Nadzoru Finansowego. W konsekwencji to Komisja oceni, czy dana informacja rzeczywiście była informacją poufną i podlegała upublicznieniu w trybie art. 56 OfertaPublU¹¹². Mimo że informacje *ex post* mogą zostać wykorzystane do weryfikacji założenia, czy informacje *ex ante* miały istotny wpływ na cenę instrumentów finansowych,

¹⁰⁵ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1238.

¹⁰⁶ Z punktu widzenia racjonalnie działającego inwestora.

¹⁰⁷ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1238.

¹⁰⁸ Por. R. JURGA, M. MICHALSKI, w: A. CHŁOPECKI, G. DOMAŃSKI, R. JURGA, M. MICHALSKI, L. SOBOLEWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 778.

¹⁰⁹ Zob. R. CZERNIAWSKI, w: M. WIERZBOWSKI, R. CZERNIAWSKI, *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 244.

¹¹⁰ Taka sytuacja może wystąpić w przypadku plotki, której emitent nie miał możliwości zweryfikować, a która później okazała się jednak prawdziwa.

¹¹¹ Por. I. KUSKA-ŻAK, M. ŻAK, *Komentarz do ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, LEX 2006.

¹¹² Por. R. CZERNIAWSKI, w: *Ustawa prawo o publicznym...*, s. 244; R. JURGA, M. MICHALSKI, w: *Prawo o publicznym...*, s. 778.

nie powinny być wykorzystywane do podejmowania działań przeciwko emitentowi, który na podstawie dostępnych informacji *ex ante* wyciągał rozsądne wnioski¹¹³.

Dana informacja może stanowić zarówno informację bieżącą w rozumieniu rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych, jak i informację poufną w rozumieniu art. 154 ObrInstrFinU. Jak dowodzi praktyka, podmiotom odpowiedzialnym za wypełnianie obowiązków informacyjnych umyka uwadze fakt, że w rzeczywistości informacja poufna powstaje znacznie wcześniej niż informacja określona w katalogu przewidzianym w rozporządzeniu w sprawie informacji bieżących i okresowych¹¹⁴. Przykładem takiej rozbieżności czasowej jest informacja dotycząca złożenia przez emitenta wniosku o ogłoszenie upadłości. Rozporządzenie w sprawie informacji bieżących i okresowych w sposób klarowny wskazuje, że obowiązek informacyjny powstaje w momencie złożenia wniosku. Jednak w tym przypadku informacja poufna powstaje znacznie wcześniej¹¹⁵. W doktrynie wskazuje się, że informacja powstaje wówczas, gdy pojawia się przewaga informacyjna po stronie osoby uprzywilejowanej informacyjnie. Przewaga taka nie powstaje dopiero w momencie złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości, ale znacznie wcześniej. Samo złożenie wniosku jest *de facto* końcowym etapem określonego procesu decyzyjnego¹¹⁶.

2.2.3. Lista osób mających dostęp do określonych informacji poufnych

2.2.3.1. Treść i zakres obowiązku

Zgodnie z art. 158 ust. 1 ObrInstrFinU, emitent lub wystawca instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub któregośkolwiek innego państwa członkowskiego¹¹⁷

¹¹³ Zob. pkt 2 Preambuły dyrektywy Komisji 2003/124/WE z 22.12.2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku, Dz.Urz. UE L 339 z 24.12.2003 r., s. 70.

¹¹⁴ Tak M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji...*, s. 55.

¹¹⁵ Ibidem.

¹¹⁶ Zob. wyrok WSA w Warszawie z 6 grudnia 2011 r., VI SA/Wa 994/11, Legalis nr 834425.

¹¹⁷ Niezależnie od tego, czy transakcje, których przedmiotem jest dany instrument, są dokonywane na tym rynku.

jest obowiązany do sporządzenia i prowadzenia odrębnych list osób fizycznych posiadających dostęp do określonych informacji poufnych, które pozostają z emitentem lub z innym podmiotem, działającym w jego imieniu lub na jego rzecz, w stosunku pracy, zlecenia bądź innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, w tym pełniących funkcje w organach nadzorczych emitenta. W myśl ust. 2 tego przepisu, dokonując wpisu osoby posiadającej dostęp do określonej informacji poufnej na listę, emitent poucza tę osobę o karnych i administracyjnych konsekwencjach związanych z bezprawnym ujawnieniem informacji poufnych, w tym wynikających z ich nieodpowiedniego zabezpieczenia, lub wykorzystaniem takich informacji. Na żądanie Komisji lub jej upoważnionego przedstawiciela emitent niezwłocznie przekazuje przedmiotowe listy, informuje o wpisaniu kolejnych osób na listę po dacie jej sporządzenia oraz o wszelkich zmianach danych w nich zawartych.

Ratio legis przedmiotowej regulacji jest wzmocnienie kontroli nad przepływem informacji poufnych w ramach działalności emitenta oraz ułatwienie organom nadzoru wykrycia ewentualnych naruszeń ustawowych zakazów¹¹⁸. Obowiązek uregulowany w art. 158 ust. 1 ObrInstrFinU dotyczy tzw. listy insiderów (ang. *grey list*)¹¹⁹. Instytucja ta stanowi efektywny instrument kontroli przepływu informacji poufnych, pozwalający na identyfikację osób fizycznych, które mają do nich dostęp, zwiększając tym samym możliwości wykrycia przypadków bezprawnego ich wykorzystania¹²⁰.

Zakres przedmiotowy listy osób mających dostęp do określonych informacji poufnych, sposób jej prowadzenia i aktualizacji oraz termin przechowywania reguluje wydane na podstawie art. 160 ust. 5 ObrInstrFinU rozporządzenie w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych¹²¹. Zakres ten został ukształtowany w sposób, który pozwoli zapewnić pełną identyfikację dysponenta informacji.

Zarówno ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, jak i wymienione rozporządzenie wykonawcze mówią o dostępie do określonej informacji poufnej. Wykładnia literalna § 1 pkt 3 TransInstrFinR wskazuje, że listę sporządza się oddzielnie dla każdej informacji poufnej¹²². W myśl art. 158 ust. 1 ObrInstrFinU, emitent jest zobowiązany sporządzić listę osób, które pozostają

¹¹⁸ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 103.

¹¹⁹ Na temat pojęcia *insider* zob. szerzej rozdział drugi niniejszej pracy.

¹²⁰ Zob. R. CZERNIAWSKI, *Akcjonariusz*, Warszawa 2010, s. 372.

¹²¹ Rozporządzenie Ministra Finansów z 15 listopada 2005 r. (Dz.U. 2005.229.1950), [dalej: TransInstrFinR].

¹²² Zgodnie z § 1 pkt 3 TransInstrFinR, rozporządzenie określa dane, jakie powinna zawierać lista osób posiadających dostęp do określonej informacji poufnej, o której mowa w art. 158 ObrInstrFinU.

z innym podmiotem działającym w jego imieniu lub na jego rzecz w określonym stosunku prawnym i posiadają dostęp do określonych informacji poufnych. Realizacja obowiązku sporządzenia listy osób, które pozostają z innym podmiotem, działającym w imieniu lub na rzecz emitenta, w stosunku pracy, zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, implikuje niejako obowiązek takiego podmiotu wskazania emitentowi osób, które taki dostęp uzyskują. Dlatego też w celu umożliwienia wykonania obowiązku sporządzania list insiderów emitent może domagać się od podmiotów działających w jego imieniu lub na jego rzecz, aby te również przygotowały i prowadziły właściwe listy¹²³.

2.2.3.2. Zawartość listy insiderów oraz zasady jej prowadzenia

Zgodnie z art. 158 ust. 1 ObrInstrFinU, lista obejmuje spis wszystkich osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych i pozostających z emitentem w stosunku pracy, zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, w tym pełniących funkcje w organach nadzorczych emitenta. Wpisowi na listę podlegają osoby związane ze strukturą organizacyjną emitenta. Będą to zatem członkowie zarządu oraz rady nadzorczej, osoby zajmujące stanowiska kierownicze, a także inne podmioty, które na podstawie stosunku pracy, zlecenia lub innego stosunku prawnego o podobnym charakterze wykonują dla emitenta czynności związane z dostępem do informacji poufnych.

W tym wypadku posiadanie dostępu do informacji nie ma charakteru przypadkowego, ale jest efektem określonej pozycji w strukturze emitenta i ma miejsce za jego wiedzą i wolą¹²⁴. Przesłanka ta ogranicza zakres osób, które podlegają obowiązkowi wpisu na listę insiderów. Posiadanie dostępu do informacji, które uzasadnia powstanie obowiązku wpisu, może mieć zarówno charakter regularny, jak i sporadyczny¹²⁵. Stały dostęp do informacji poufnych posiadają osoby sprawujące funkcje w organach emitenta, a zatem członkowie zarządu i rady nadzorczej, a także osoby zajmujące stanowiska kierownicze w ramach struktury organizacyjnej emitenta¹²⁶. Z uwagi na charakter wykonywanych obowiązków stały dostęp do informacji poufnych mogą mieć także asystenci członków organów oraz pracownicy administracyjni sekretariatów¹²⁷.

¹²³ Zob. M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 184.

¹²⁴ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1514.

¹²⁵ Zob. art. 5 ust. 1 dyrektywy wykonawczej 2004/72/WE.

¹²⁶ Na przykład departament prawny, finansowy, dział produkcji.

¹²⁷ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1514.

Dostęp osób fizycznych do informacji poufnych może mieć również okazjonalny charakter¹²⁸. W tym przypadku będą to osoby, które pozostają z emitentem lub podmiotem działającym w jego imieniu, lub na jego rzecz, w stosunku zlecenia bądź innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, wykonując czynności dotyczące okoliczności lub zdarzeń stanowiących informacje poufne¹²⁹. Stosunki te związane są z działalnością emitenta i dotyczą świadczenia usług¹³⁰ przez osoby wykonujące czynności pozostające w bezpośrednim związku z treścią informacji poufnych¹³¹.

Obowiązek sporządzenia listy insiderów odnosi się do określonych informacji poufnych. Określoność informacji poufnej może wynikać z jej związku z konkretną częścią struktury i działalności emitenta¹³². Wpisowi na listę podlegają tylko osoby, które posiadają dostęp do informacji poufnych, zatem obowiązek wpisu nie dotyczy osób mających dostęp do pojedynczych danych lub wiedzy na temat faktów, które dopiero w przypadku ich połączenia stanowią informację poufną¹³³. W literaturze pojawia się pogląd, zgodnie z którym zakresem obowiązku wpisywania na listę nie są objęte osoby, których kontakt z informacją poufną ma jedynie przypadkowy charakter, gdyż treść informacji nie jest adresowana do ich wiadomości¹³⁴. Stanowisku takiemu można zarzucić niezgodność z funkcją, jaką pełni lista insiderów. Ustawa o obrocie wymaga, aby na listę zostały wpisane osoby mające dostęp do informacji poufnych, związane z emitentem stosunkiem pracy, zlecenia lub innym stosunkiem prawnym o podobnym charakterze, w tym pełniące funkcje w organach nadzorczych emitenta. Nie oznacza to jednak, że np. członek zarządu jest niejako „ważniejszy” od szeregowego pracownika emitenta, ten drugi bowiem, jeżeli posiada informację poufną, tak samo jak członek zarządu spółki zostanie zaliczony do kręgu insiderów pierwotnych¹³⁵.

W myśl § 4 ust. 1 TransInstrFinR, lista insiderów powinna zawierać: imię, nazwisko, serię i numer dokumentu tożsamości oraz aktualny adres zamieszkania osoby posiadającej dostęp do określonej informacji poufnej; wskazanie przyczyny wpisania na listę, z określeniem więzi prawnej łączącej osobę wpisywaną na listę z emitentem; datę uzyskania dostępu do danej informacji poufnej; wzmiankę o pouczeniu osoby posiadającej dostęp do określonej informacji poufnej o karnych i administracyjnych konsekwencjach związanych z bezpraw-

¹²⁸ Ibidem.

¹²⁹ Ibidem.

¹³⁰ Na przykład przez: adwokatów, doradców podatkowych, notariuszy, pracowników banków uczestniczących w transakcjach, biura tłumaczeń.

¹³¹ Zob. R. SETHE, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, § 15b, n.b. 19.

¹³² Na przykład zarząd, rada nadzorcza, relacje inwestorskie, finanse, produkcja itp.

¹³³ Na przykład pracownicy księgowości opracowujący selektywne dane finansowe, tak np. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1514.

¹³⁴ Na przykład w przypadku osób zajmujących się zarządzaniem danymi lub ich przetwarzaniem, tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1514.

¹³⁵ Na ten temat zob. szerzej rozdział drugi niniejszej pracy.

nym ujawnieniem lub wykorzystaniem informacji poufnych, jak również nieodpowiednim zabezpieczeniem takich informacji; dzień sporządzenia listy oraz dzień jej kolejnych aktualizacji. Lista może być prowadzona w formie papierowej lub zapisu elektronicznego, co w istotny sposób pozwala ograniczyć koszty funkcjonowania tej instytucji.

Przyczyną wpisania na listę jest uzyskanie przez osobę fizyczną dostępu do informacji poufnej. Dostęp ten konkretna osoba może uzyskać z uwagi na udział w określonym przedsięwzięciu¹³⁶ lub zatrudnienie w jednostce organizacyjnej emitenta, w której mogą powstawać informacje poufne. Przyczyną wpisania na listę stanowi element łączący poszczególną informację poufną z konkretną osobą, która potencjalnie mogłaby dopuścić się jej bezprawnego ujawnienia lub wykorzystania¹³⁷.

Wzmianka o pouczeniu osoby mającej dostęp do określonej informacji poufnej uzupełnia treść listy o informację, że emitent wykonał swój ustawowy obowiązek udzielenia pouczenia osobie wpisywanej na listę. Wprowadzenie tego obowiązku ma na celu zwiększenie prewencyjnego oddziaływania regulacji. Pouczenie dotyczy karnych i administracyjnych konsekwencji związanych z bezprawnym ujawnieniem lub wykorzystaniem informacji poufnych, jak również nieodpowiedniego ich zabezpieczenia. Obowiązek pouczenia powstaje w momencie wpisywania osoby na listę i ma charakter jednorazowy¹³⁸. Przepis art. 158 ObrInstrFinU nie przewiduje konieczności zachowania określonej formy pouczenia, wydaje się jednak, że powinno ono przybrać formę pisemną i być podpisane przez osobę wpisywaną na listę. Pouczenia winna dokonać osoba o odpowiednich kwalifikacjach w zakresie znajomości reguł dotyczących postępowania z informacjami poufnymi¹³⁹.

Obowiązkiem pouczenia obciążony został tylko emitent, tym samym realizacja pouczenia jest utrudniona w przypadku wpisu na listę osób, które posiadają dostęp do określonych informacji poufnych i pozostają w stosunku pracy, zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze nie z emitentem, lecz z podmiotem działającym w jego imieniu lub na jego rzecz. Podmioty, na które nałożono wymóg sporządzania list, powinny podejmować środki konieczne do zapewnienia, że osoba umieszczona na takiej liście, mająca dostęp do informacji poufnych, zna związane z tym obowiązki nałożone przez przepisy ustawowe i wykonawcze oraz jest świadoma sankcji grożących za niewłaściwe wykorzystanie lub nieprawidłowy obieg takich informacji. Wykonanie obowiązku pouczenia osoby niezwiązanej bezpośrednio z emitentem

¹³⁶ Na przykład w procesie łączenia, podziału lub przekształcania się spółek.

¹³⁷ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1515.

¹³⁸ Ibidem.

¹³⁹ W praktyce czynności pouczenia dokonuje najczęściej osoba zarządzająca obszarami ryzyka wystąpienia zachowań niezgodnych z wymogami prawa (tzw. *compliance*); zob. C.B. MARTYSZ, *Manipulacje instrumentami finansowymi...*

wymaga odpowiedniego współdziałania emitenta z tym podmiotem w trakcie wpisywania go na listę. Obowiązek pouczenia nie może być delegowany na podmiot działający w imieniu lub na rzecz emitenta, ponieważ w świetle komentowanego przepisu, nie spoczywa na nim bezpośrednio obowiązek sporządzania listy¹⁴⁰. Praktycznym rozwiązaniem tego problemu może być np. przygotowanie przez emitenta pochodzących od niego specjalnych formularzy zawierających pouczenie wraz z miejscem na złożenie podpisu przez osobę pouczaną i posługiwanie się tymi formularzami przez podmiot działający w imieniu lub na rzecz emitenta¹⁴¹.

Wskazanie daty uzyskania informacji pozwala przypisać posiadanie danej informacji poufnej konkretnej osobie w określonej jednostce czasu. Wobec realizacji obowiązku aktualizacji listy konieczne jest umieszczenie na niej zarówno daty sporządzenia, jak i kolejnych aktualizacji. Zgodnie z § 4 ust. 2 TransInstrFinR, aktualizacja listy powinna zostać przeprowadzona w każdym przypadku zmiany wymienionych danych, niezwłocznie po uzyskaniu przez emitenta informacji o ich zmianie. Aktualizacja polega również na wpisaniu na listę kolejnej osoby mającej dostęp do określonej informacji poufnej. Aktualizacją listy jest także uzupełnienie danych i poprawienie danych nieprawidłowych¹⁴². Gdy osoba wpisana na listę utraci dostęp do określonej informacji poufnej, powinna zostać o tym uczyniona wzmianka, ze wskazaniem dnia, w którym miało to miejsce. Wynikiem dokonanej aktualizacji będzie kolejna wersja listy¹⁴³.

Zgodnie z § 4 ust. 5 TransInstrFinR, lista powinna być przechowywana przez okres co najmniej 5 lat od daty jej sporządzenia, a w przypadku jej aktualizacji — przez okres co najmniej 5 lat od daty ostatniej aktualizacji, chyba że odrębne przepisy wymagają jej dłuższego przechowywania. Z uwagi na ryzyko ujawnienia informacji oraz ochronę danych lista osób mających dostęp do określonych informacji poufnych powinna być zabezpieczona przed dostępem osób trzecich¹⁴⁴.

Prawidłowe sporządzanie, prowadzenie, aktualizacja czy przechowywanie list insiderów wiąże się z ponoszeniem nakładów organizacyjnych zarówno przez samych emitentów, jak i podmioty działające w ich imieniu lub na ich rzecz¹⁴⁵. Wobec faktu, że emitent, który nienależycie wykonuje powyższe obowiązki, naraża się na sankcje administracyjne, wskazuje się na zasadność wyznaczenia

¹⁴⁰ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1516.

¹⁴¹ Ibidem.

¹⁴² Ibidem.

¹⁴³ M. GÓRECKI, *Informacje poufne na rynku kapitałowym — obowiązki, procedury, sankcje*, HUK 2008, nr 1, s. 104.

¹⁴⁴ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1516.

¹⁴⁵ W postaci zapewnienia odpowiedniego personelu czy przystosowania pomieszczeń. Por. K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym*, cz. 2, „Prawo Spótek” 2005, nr 3, s. 20.

przez niego zespołu osób (tzw. *compliance officers*), do kompetencji których należałoby bieżące monitorowanie prawidłowości oraz aktualności prowadzonej listy insiderów¹⁴⁶. Zalecane jest również okresowe badanie funkcjonowania tej instytucji, przeprowadzane przez niezależnych audytorów¹⁴⁷.

2.3. Odniesienie do instrumentów finansowych

Kolejnym kryterium uznania danej informacji za poufną jest powiązanie jej z jednym lub kilkoma instrumentami finansowymi¹⁴⁸, przy czym związek ten może mieć charakter bezpośredni lub pośredni. Rozgraniczenie zakresów informacji dotyczących emitenta oraz instrumentów finansowych w odniesieniu do uregulowań postępowania z informacją poufną może nie wykazywać praktycznego znaczenia. Należy bowiem podzielić pogląd doktryny, że granica pomiędzy informacjami dotyczącymi emitenta a informacjami, które odnoszą się do instrumentów finansowych, jest płynna i niewykluczone, że będą się one pokrywać, krzyżować¹⁴⁹. Najczęściej informacja, która dotyczy akcji danej spółki, będzie zarazem odnosić się do tej spółki i odwrotnie. I tak informacja o stworzeniu przez emitenta nowatorskiej technologii będzie odnosiła się do niego bezpośrednio, a jednocześnie w sposób pośredni może dotyczyć papierów wartościowych przez niego emitowanych, może bowiem wpływać na wartość jednego ze wskaźników rynkowych kształtujących kurs akcji¹⁵⁰. Natomiast informacjami raczej dotyczącymi instrumentów finansowych, a nie emitenta będą np. informacje o zleceniach nabycia lub zbycia, składane przez podmioty inne niż emitent¹⁵¹. Jednak wydaje się, że informację dotyczącą transakcji nabycia znacznej liczby instrumentów finansowych emitenta można uznać za odnoszącą się zarówno do emitenta, jak i do samych instrumentów finansowych, gdyż ma ona wpływ nie tylko na te instrumenty finansowe, lecz również na kształt akcjonariatu¹⁵².

¹⁴⁶ Na celowość wyznaczenia takich osób wskazuje również prawodawca europejski, zob. pkt 24 Preambuły dyrektywy *Market Abuse*.

¹⁴⁷ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 105.

¹⁴⁸ Na przykład: ogłoszenie wezwania na akcje emitenta, zmiany w strukturze akcjonariatu, stosowanie środków stabilizacji kursu, decyzje dotyczące deklaracji wypłat lub wstrzymania wypłat dywidend, przewidywanie zawieszenia notowań instrumentów finansowych lub wydanie orzeczenia dotyczącego stosunków prawnych związanych z określonymi instrumentami finansowymi.

¹⁴⁹ A. CHŁOPECKI, *Informacja poufna...*, s. 384.

¹⁵⁰ Zob. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 101.

¹⁵¹ Tak A. CHŁOPECKI, *Informacja poufna...*, s. 384.

¹⁵² Tak T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 312.

2.4. Brak uprzedniego przekazania informacji do publicznej wiadomości

Dana informacja może zostać zakwalifikowana jako informacja poufna, jeżeli m.in. nie została przekazana do publicznej wiadomości, tj. nie została upubliczniona. W celu ustalenia znaczenia tej przesłanki należy postawić pytanie, kiedy informacja zostanie przekazana do publicznej wiadomości. Czy informacja, aby mogła zostać uznana za upublicznią, powinna być dostępna dla każdego przeciętnego człowieka, a więc również potencjalnego inwestora, czy wystarczy, aby możliwość zapoznania się z nią miał jedynie nieograniczony krąg profesjonalnych uczestników rynku? Kryterium to jest ważne, gdyż powoduje, że określona informacja traci charakter informacji poufnej. Przesłanka upublicznienia sprowadza się do ustalenia, w jakim stopniu informacja powinna zostać rozpowszechniona, by można ją uznać za przekazaną do publicznej wiadomości.

Definicja legalna informacji poufnej nie wskazuje, w jaki sposób dana informacja powinna zostać przekazana do publicznej wiadomości, by nie uchodziła już za poufną. Dlatego też należy zauważyć, że przesłankę upublicznienia informacji poufnej można rozpatrywać, stosując dwa kryteria — materialne i formalne. W ujęciu materialnym informacja może zostać uznana za pozbawioną przymiotu poufności wówczas, gdy może się z nią zapoznać nieograniczony krąg osób¹⁵³, przy czym tryb upublicznienia jest indyferentny. Natomiast stosując kryterium formalne, informacja stanie się upubliczniona, jeżeli zostanie podana do publicznej wiadomości w wyniku realizacji obowiązku informacyjnego w trybie art. 56 OfertaPubU¹⁵⁴. Upublicznienie informacji stanowi w tym przypadku konsekwencję przekazania informacji Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości¹⁵⁵.

Wydaje się, że informacją nieprzekazaną do publicznej wiadomości jest informacja, która nie została jeszcze przez żaden podmiot i w żaden sposób zakomunikowana szerokiemu kręgowi odbiorców¹⁵⁶. Jeśli informacja taka wypełnia pozostałe kryteria uznania jej za poufną, to podlega obowiązkowemu przekazaniu jej przez emitenta¹⁵⁷. Do momentu, w którym informacja nie zostanie przekazana do publicznej wiadomości, obowiązują szczególne ograniczenia zachowań, które mogą być związane z niedozwolonym wykorzystaniem prze-

¹⁵³ Ibidem, s. 315.

¹⁵⁴ Tak A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 53; K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 5; P. WAJDA, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, pkt 4.1.2

¹⁵⁵ Por. M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 56.

¹⁵⁶ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 235—236.

¹⁵⁷ Ibidem.

wagi informacyjnej nad pozostałymi uczestnikami rynku¹⁵⁸. Przekazanie do publicznej wiadomości informacji na temat okoliczności lub zdarzeń, które mogą wpłynąć na cenę bądź wartość instrumentów finansowych, znosi asymetrię informacyjną¹⁵⁹ oraz eliminuje zagrożenia towarzyszące podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, w efekcie czego dysponenci informacji poufnych nie mogą uzyskać nadzwyczajnych korzyści z wykorzystania posiadanej wiedzy. Natomiast wobec faktu, że asymetria informacji ma charakter systemowy, jej skutki odczuwalne są na skalę masową, co w konsekwencji ma wpływ na efektywność całej gospodarki¹⁶⁰. Należy jednak pamiętać, że uzyskanie stanu całkowitego upublicznienia informacji, tzn. że jest ona dostępna nieograniczonemu kręgowi adresatów, jest skutkiem rozciągniętym w czasie¹⁶¹. Formalne przekazanie informacji do publicznej wiadomości następuje za pośrednictwem wyspecjalizowanej agencji informacyjnej, której elektroniczne kanały dystrybucji informacji adresowane są przede wszystkim do osób bezpośrednio zainteresowanych¹⁶².

W doktrynie wskazuje się, że jako informację upublicznią można traktować m.in.: informację, która jest zawarta w dokumentach będących na mocy prawa dostępnych dla ogółu; informację, która może zostać pozyskana na podstawie informacji upubliczniczonych; informację, która może być uzyskana na podstawie badań, ekspertyz, analiz, obserwacji dotyczących emitenta, jego papierów wartościowych, tendencji rynkowych; informację uzyskaną przez inwestora w ramach usług doradztwa inwestycyjnego świadczonych na jego rzecz; informację, która została opublikowana poza granicami Polski¹⁶³.

Poza tym część doktryny uznaje, że stan przekazania informacji do publicznej wiadomości może nastąpić z chwilą, gdy dotarła ona do wiadomości profesjonalnych inwestorów, analityków giełdowych lub publicystów gospodarczych za pośrednictwem profesjonalnych kanałów dystrybucji informacji¹⁶⁴. Oznacza to, że informację można uznać za upublicznią, gdy w wyniku podania jej przez profesjonalne serwisy informacyjne, opublikowanie w ogólnopolskiej gazecie czy też na stronie internetowej poświęconej giełdzie możliwość zapoznania się z nią miał nieograniczony krąg profesjonalnych inwestorów, analityków czy dziennikarzy¹⁶⁵. W rezultacie informacja za pośrednictwem podję-

¹⁵⁸ Por. M. PACHUCKI, *Informacja poufna po nowelizacji ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2005, nr 5, s. 12.

¹⁵⁹ Asymetria informacyjna osiąga szczególne rozmiary w przypadku, gdy inwestor nie jest profesjonalistą, czyli nie zajmuje się stale, zawodowo zawieraniem transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Tak też T. CZECH, *Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej oraz instrumentów finansowych według MiFID*, PPH 2009, nr 7, s. 17.

¹⁶⁰ Ibidem.

¹⁶¹ T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 315.

¹⁶² Ibidem.

¹⁶³ Zob. M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 999.

¹⁶⁴ Tak T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 315.

¹⁶⁵ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 103.

tych decyzji inwestycyjnych profesjonalnych uczestników obrotu znajduje swe odzwierciedlenie w kursach instrumentów finansowych, a zagrożenie nadużyć przewagi informacyjnej zostaje zminimalizowane¹⁶⁶. Stanowisko takie stanowi fundament ugruntowanej w doktrynie niemieckiej koncepcji tzw. jawności zakresowej¹⁶⁷, zgodnie z którą informacja jest jawna już w chwili, gdy dociera do ograniczonego kręgu podmiotów profesjonalnych¹⁶⁸. Takie ujęcie przesłanki upublicznienia informacji znajduje uzasadnienie jedynie w jej materialnym rozumieniu i mogłoby zostać zaakceptowane dopiero po dokonaniu przez emitenta upublicznienia informacji w sensie formalnym. Wydaje się jednak, że istnieje ryzyko wystąpienia uprzywilejowania informacyjnego określonych uczestników rynku kosztem pozostałych inwestorów¹⁶⁹.

W doktrynie twierdzi się, że profesjonalni uczestnicy rynku stosunkowo szybko wejdą w posiadanie informacji poufnej, chociażby została ona opublikowana w inny sposób niż przewidziany w art. 56 OfertaPublU¹⁷⁰. Sytuacja taka może mieć miejsce w przypadku przekazania informacji poufnej przez podmiot, który prowadzi popularny serwis internetowy. Mimo że pozyskanie takiej informacji wymaga pewnej aktywności ze strony potencjalnych inwestorów, profesjonalni uczestnicy rynku taką aktywność z reguły wykazują. Rynek w stosunkowo krótkim czasie uwzględni daną informację w wycenie papierów wartościowych, natomiast podmioty uprzywilejowane informacyjnie nie będą mogły jej wykorzystać kosztem pozostałych uczestników obrotu¹⁷¹.

Część doktryny wskazuje, że każdy sposób upublicznienia informacji przez media dostępne dla uczestników obrotu jest wystarczający do uznania, że dana informacja została przekazana do publicznej wiadomości w rozumieniu art. 154 ObrInstrFinU¹⁷². Takie uproszczenie przesłanki przekazania informacji do publicznej wiadomości, w mojej ocenie, budzi poważne wątpliwości interpretacyjne. Wynika to z samej analizy definicji informacji poufnej. Przyjmując bowiem, że upublicznienie za pomocą mediów powoduje, że informacja została przekazana do publicznej wiadomości, tym samym pozbawiamy tę informację przymiotu poufności. W konsekwencji dana informacja nie zostanie zakwalifikowana jako poufna, a w efekcie na emitencie nie ciąży już ustawowy obowiązek informacyjny wynikający z art. 56 OfertaPublU. Działanie takie doprowadziłoby do sytuacji, w której informacja uprzednio poufna stałaby się powszechnie znana,

¹⁶⁶ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1482.

¹⁶⁷ *Bereichsöffentlichkeit*.

¹⁶⁸ Zob. H.D. ASSMANN, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, § 13, n.b. 34.

¹⁶⁹ Ch. PAWLIK, in: *Kölner Kommentar zum WpHG*, Eds. H. HIRTE, T.M.J. MÖLLERS, Köln—Berlin—München 2007, § 13, n.b. 29.

¹⁷⁰ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 104—105.

¹⁷¹ *Ibidem*.

¹⁷² S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 236.

można by powiedzieć upubliczniona w sensie materialnym, jednak *de facto* nie pochodziłaby od emitenta. Taki rezultat stawia pod znakiem zapytania prawdziwość, rzetelność czy kompletność informacji i może stanowić zarzut zakwalifikowania jej jako plotki, co nie wzbudza w inwestorach zaufania do emitenta i do całego rynku.

Według doktryny, cechy poufności nie spełnia informacja dotycząca faktów, o których ma wiedzę lub mogłaby się dowiedzieć nieograniczona liczba osób (niekoniecznie profesjonalistów)¹⁷³. Gdy informacja jest dostępna dla wszystkich uczestników rynku, nie powinna już zostać uznana za poufną¹⁷⁴. Część doktryny wskazuje, że informacja dostępna nieograniczonemu kręgowi podmiotów traci przymiot poufności, a w stosunku do niej nie istnieje obowiązek przekazania w trybie art. 56 OfertaPublU¹⁷⁵. Stanowisko to nie jest pozbawione wad. Nawet bowiem w przypadku, gdy informacja jest znana pewnej liczbie odbiorców, obowiązek informacyjny i tak powinien zostać wykonany, z tego względu, że po pierwsze dopiero gdy informacja zostanie upubliczniona przez emitenta, i to za pomocą przewidzianych do tego kanałów dystrybucji, można sądzić, że jest znana pozostałym uczestnikom rynku. Po drugie, nawet jeżeli informacja jest znana pewnej części inwestorów, a emitent nie przekaze jej w formie stosownego raportu, to można uznać, że nie wykonuje on ustawowych obowiązków informacyjnych. Po trzecie, nawet jeżeli informacja jest znana nieograniczonemu kręgowi podmiotów, przy jednoczesnym założeniu, że emitent nie przekazuje tej informacji, to nie sposób przyjąć, że obowiązek informacyjny zostaje wyłączony. Nie oznacza to bowiem, że istniała chociażby potencjalna możliwość zaznajomienia się z tą informacją przez wszystkich uczestników rynku, co miałyby miejsce po sporządzeniu odpowiedniego raportu.

W literaturze pojawia się pogląd, że negatywna kwalifikacja informacji jako informacji poufnej wymaga faktycznego, rzeczywistego dostępu inwestora do wiedzy na jej temat¹⁷⁶. Faktyczny dostęp do informacji oznacza sytuację, w której zapoznanie się z jej treścią nie jest ograniczone oraz nie wiąże się z koniecznością podejmowania dodatkowych czynności w celu jej pozyskania¹⁷⁷. Wówczas powstaje stan równowagi informacyjnej między uczestnikami rynku. Ma to miejsce w przypadku upublicznienia informacji za pomocą środków masowego przekazu, umieszczania w powszechnie dostępnych dokumentach, uzyskania na podstawie analiz i badań oraz obserwacji dotyczących emitenta i instrumentów finansowych, jak również upublicznienia przez inne podmioty informacji dotyczących emitenta tylko w sposób pośredni¹⁷⁸. Część doktryny twierdzi, że

¹⁷³ Por. M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 54.

¹⁷⁴ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 80.

¹⁷⁵ Zob. K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 350.

¹⁷⁶ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1482.

¹⁷⁷ M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 999.

¹⁷⁸ Ibidem.

negatywna kwalifikacja informacji jako poufnej może nastąpić nie tylko wtedy, gdy została ona podana do publicznej wiadomości w trybie realizacji ustawowych obowiązków informacyjnych, ale także w odmiennym trybie, np. w prasie¹⁷⁹. Przekazanie informacji do publicznej wiadomości w taki sposób stanowi jej upublicznienie w sensie materialnym i wydaje się, że nie powinno wypierać kryterium formalnego. Przy czym jako główne kryterium oceny skutecznego upublicznienia informacji w literaturze wskazuje się fakt, że inwestorzy mieli możliwość uwzględnienia informacji, podejmując decyzje inwestycyjne¹⁸⁰.

W zakresie zagadnienia dotyczącego faktycznego dostępu do informacji wątpliwości może budzić uznanie informacji za upubliczniąną przez samo umieszczenie jej na stronie internetowej. W doktrynie wskazuje się, że kryterium decydującym w tym zakresie jest dostępność strony, stopień jej popularności, a także możliwość odbioru znajdujących się na niej treści¹⁸¹. W przypadku przekazania informacji poufnej przez podmiot, który prowadzi popularny internetowy serwis informacyjny, traci ona przymiot poufności¹⁸². Jednak sytuacja taka raczej nie będzie mieć miejsca w przypadku przekazania informacji na blogu prowadzonym przez inwestora bądź na forum dyskusyjnym inwestorów, które są publicznie dostępne, jednak mogą być mało znane¹⁸³. W tym drugim przypadku można by mówić o niezgodnym z prawem ujawnieniu takiej informacji.

Poza tym nie wydaje się, aby można było uznać, że informacja została przekazana do publicznej wiadomości, jeżeli dostęp do niej uzyskał wyłącznie zamknięty krąg osób, np. na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, czy w drodze realizacji ustawowego prawa akcjonariusza do informacji¹⁸⁴. Takie przekazanie informacji nie daje gwarancji faktycznego dostępu do informacji pozostałym uczestnikom rynku. Wstęp na walne zgromadzenie mają akcjonariusze spółki oraz zaproszone osoby, zatem krąg podmiotów poinformowanych jest ograniczony¹⁸⁵. W takiej sytuacji akcjonariusze uzyskują status tzw. insiderów¹⁸⁶, natomiast informacja wciąż może być uznawana za poufną, udostępnienie jej bowiem osobom obecnym na walnym zgromadzeniu nie przesądza o jej publicznej dostępności¹⁸⁷. Co więcej, przepisy kodeksu spółek handlowych¹⁸⁸ w celu zapobieżenia przedwczesnemu upublicznieniu informacji, które mogłoby naruszyć

¹⁷⁹ A. CHŁOPECKI, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Prawo rynku...*, s. 288.

¹⁸⁰ Tak też M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 83.

¹⁸¹ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1483; T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 316.

¹⁸² Tak T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 104.

¹⁸³ Ibidem.

¹⁸⁴ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1483.

¹⁸⁵ Ibidem.

¹⁸⁶ Na temat charakteru tych podmiotów zob. szerzej rozdział drugi niniejszej pracy.

¹⁸⁷ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 80.

¹⁸⁸ Ustawa z 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2013.1030 z późn. zm.), [dalej: KSH].

interes spółki, uprawniają, a nawet zobowiązują członków zarządu do odmowy odpowiedzi na pytanie zadane przez akcjonariusza, jeżeli mogłoby to wyrządzić szkodę spółce¹⁸⁹.

W literaturze wskazuje się ponadto, że w świetle definicji legalnej informacji poufnej przekazaniem do publicznej wiadomości nie jest rozpowszechnianie informacji podczas konferencji prasowych czy naukowych, z uwagi na brak faktycznego oraz nieograniczonego dostępu do tej informacji¹⁹⁰. Udział w tego typu wydarzeniach wymaga podjęcia dodatkowych czynności, a dostęp do informacji uzyskuje tylko ograniczony krąg uczestników lub odbiorców¹⁹¹. Z podobnych względów publikacja wyroku sądowego nie powinna zostać uznana za przekazanie informacji do publicznej wiadomości, dostęp do niej bowiem jest faktycznie ograniczony¹⁹².

Niezależnie od tego informacja nie traci atrybutu poufności w przypadku, gdy znajduje się w obiegu między podmiotami uprawnionymi do jej posiadania¹⁹³. Przepływ informacji w ramach przedsiębiorstwa oraz w kręgu osób udzielających pomocy prawnej, audytorów i doradców biznesowych co do zasady nie oznacza, że stała się ona powszechnie znana¹⁹⁴. Wskazuje się również, że nie stanowi upublicznienia wymiana informacji w kontaktach z rzeczywistymi i potencjalnymi kontrahentami, jeżeli została objęta klauzulą poufności¹⁹⁵. Stanowisko to potwierdza regulacja art. 66 OfertaPublU, który zawiera zamknięty katalog podmiotów, jakim emitent lub sprzedający mają prawo przed podaniem do publicznej wiadomości przekazać informacje objęte zakresem obowiązków informacyjnych. W świetle art. 66 ust. 1 OfertaPublU, przed wykonaniem obowiązków, o których mowa w art. 45—52, art. 54 i art. 56—61 OfertaPublU, emitent lub sprzedający może przekazywać informacje określone w tych przepisach wyłącznie osobom lub podmiotom świadczącym na jego rzecz usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego¹⁹⁶, jak również tym, z którymi prowadzi negocjacje. Wyłączenie to uzasadnione jest faktem, że wykonywanie ustawowych obowiązków informacyjnych wymaga niejednokrotnie wsparcia ze strony profesjonalnych doradców. Podmioty te, mimo że formalnie są względem emitenta podmiotami zewnętrznymi, *de facto* odgrywają rolę podmiotów wewnętrznych, wspomagając sprawne funkcjonowanie wewnętrznych

¹⁸⁹ Ibidem.

¹⁹⁰ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1483.

¹⁹¹ T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 316.

¹⁹² Zob. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 53.

¹⁹³ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1482.

¹⁹⁴ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 78.

¹⁹⁵ Zob. S. KUBSIK, *Przedkontraktowa odpowiedzialność odszkodowawcza z tytułu nieuczciwych negocjacji*, Warszawa 2015, s. 188.

¹⁹⁶ Zazwyczaj są to: kancelarie prawne, firmy audytorskie, firmy doradztwa podatkowego lub finansowego czy podmioty prowadzące działalność maklerską.

struktur emitenta¹⁹⁷. W tym przypadku brak dostępu do informacji często unie możliwiałoby skuteczne prowadzenie doradztwa¹⁹⁸. Ciężar dowodu w zakresie wykazania, że dane informacje zostały przekazane w sposób zgodny z regulacją art. 66 OfertaPublU spoczywa na emitencie lub sprzedającym. Dlatego też zaleca się zawieranie umów o świadczenie usług doradczych w formie pisemnej¹⁹⁹. Warto zaznaczyć, że w ujęciu normatywnym nie jest konieczne, aby zakres informacji przekazywanych w trybie art. 66 ust. 2 pkt 1 OfertaPublU był bezpośrednio związany z zakresem obowiązków danego doradcy²⁰⁰. Jeśli chodzi o podmioty, z którymi emitent prowadzi negocjacje, to należy zauważyć, że regulacja art. 66 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU nie precyzuje zarówno rodzaju negocjacji, w jakich dopuszczalne jest przekazanie informacji, jak i zakresu, w jakim przekazanie to może nastąpić. Zbyt szerokie przekazywanie informacji dotyczących sfery wewnętrznej emitenta może zostać uznane za działanie na jego szkodę. Dlatego też zakres udostępnianych informacji powinien zostać dostosowany do charakteru prowadzonych negocjacji.

W świetle art. 66 ust. 2 OfertaPublU, wszystkie osoby, którym emitent przekazał informacje jeszcze nieupublicznione, zobowiązane są do zachowania tych informacji w poufności. Naruszenie tego obowiązku spowodowałoby złamanie zasady równego dostępu inwestorów do informacji, a w konsekwencji umożliwiłoby wystąpienie zjawiska nieuprawnionego wykorzystywania informacji poufnych w działalności inwestycyjnej (tzw. *insider trading*). Z chwilą uzyskania stosownych informacji poufnych osoby te stają się tzw. insiderami, zatem obowiązują je regulacje dotyczące zakazu ujawniania i wykorzystywania informacji poufnych²⁰¹.

2.5. Istotność wpływu informacji na cenę lub wartość

Zgodnie z art. 154 ust. 1 pkt 2 ObrInstrFinU, za informację poufną można uznać informację, która mogłaby po przekazaniu do publicznej wiadomości w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych, lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych wtedy, gdy mogłaby zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora.

¹⁹⁷ Zob. M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 305.

¹⁹⁸ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 79.

¹⁹⁹ M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 463.

²⁰⁰ M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 305—308.

²⁰¹ *Ibidem*.

Wykładnia językowa definicji legalnej pozwala w tym zakresie wyodrębnić dwie cechy, których łączne wystąpienie konieczne jest do spełnienia przesłanki istotnego wpływu informacji na cenę lub wartość instrumentów finansowych. Pierwsza z nich to hipotetyczny wpływ, jaki wywiera informacja na zmianę i kształtowanie się ceny instrumentu finansowego, który musi mieć odpowiednią moc, tzn. musi być istotny. Druga cecha pozwala wykluczyć z grupy informacji mogących wywrzeć istotny wpływ na cenę wszystko to, co z punktu widzenia racjonalnie działającego inwestora, ze względu na brak możliwości dokonania prawidłowej oceny potencjalnego wpływu na cenę lub wartość danego waloru, nie powinno być wykorzystywane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej²⁰². Zarówno omówiona już wcześniej przesłanka precyzyjności informacji poufnej, jak i jej istotny wpływ na cenę lub wartość są z sobą ściśle związane, a analiza jednego czynnika może znacząco wpłynąć na drugi²⁰³.

2.5.1. Przesłanka istotności

Atrybut istotności wpływu ma doniosłe znaczenie różnicujące w stosunku do szerokiego spektrum informacji na rynku kapitałowym. Wobec zastosowania kryterium istotności dochodzi do wyłączenia ze zbioru wszystkich informacji treści o mniejszym znaczeniu, które nie wpływają w takim stopniu na cenę instrumentów finansowych, aby mogły zostać wykorzystane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora²⁰⁴. Ustawodawca, mówiąc o informacji, która wpłynęłaby na cenę instrumentu finansowego, używa pojęcia niedookreślonego²⁰⁵. Warunek taki dyskwalifikuje informacje, co do których jest oczywiste, że ich ujawnienie nie wywarłoby wpływu na cenę waloru, jak również te, które mogą wpłynąć na nią w nieznacznym zakresie²⁰⁶. Nie oznacza to jednak, że prawdopodobieństwo istotnego wpływu ma graniczyć z pewnością²⁰⁷.

Informację można uznać za cenotwórczą w stopniu istotnym, jeżeli jej treść pozwala na przedstawienie prognozy dotyczącej potencjalnego wpływu jej upublicznienia na cenę instrumentu finansowego²⁰⁸. Prognoza ta powinna przewi-

²⁰² Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 74.

²⁰³ Zob. pkt 18 wytycznych CESR.

²⁰⁴ A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 51.

²⁰⁵ Zob. A. LICHOSIK, *Klauzula generalna istotnego wpływu informacji poufnej na cenę lub wartość instrumentu finansowego*, W: *Klauzule generalne w prawie krajowym i obcym*, Red. L. ZACHARKO, Katowice 2016, s. 123—133.

²⁰⁶ Ibidem.

²⁰⁷ Zob. pkt 23 wytycznych CESR.

²⁰⁸ Zob. wyrok NSA z 19 lutego 2013 r., II GSK 2226/11, Legalis nr 617863.

dywać, że przekazanie danej informacji do publicznej wiadomości nie tylko wpłynie na cenę określonego instrumentu finansowego, ale wpływ ten będzie istotny²⁰⁹. Ocena wpływu informacji następuje *ex ante*, czyli jeszcze przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości²¹⁰. Również badanie, czy racjonalny inwestor uwzględniłby daną informację, powinno być prowadzone zgodnie z informacjami dostępnymi *ex ante*, to bowiem na ich podstawie racjonalny inwestor podejmuje decyzję inwestycyjną²¹¹. Jeżeli zmiana taka faktycznie nastąpiła, to stanowi to potwierdzenie, że informacja miała istotny wpływ²¹². Informacje *ex post* mogą zostać wykorzystane do zweryfikowania, czy informacje *ex ante* rzeczywiście miały istotny wpływ na cenę, jednak nie powinny być wykorzystywane przeciwko podmiotowi, który na podstawie dostępnych informacji *ex ante* wyciągnął rozsądne wnioski²¹³. Oznacza to, że w rzeczywistości nie musi dojść do zmiany ceny instrumentu finansowego, a wystarczy sam stan realnego zagrożenia jej wahań²¹⁴. Poza tym dla kwalifikacji informacji jako istotnej bez znaczenia pozostaje kierunek zmiany ceny, tzn. może dotyczyć zarówno jej wzrostu, jak i spadku²¹⁵. Ustawodawca nie wskazuje, jaka procentowa zmiana kursu waloru ma znaczący charakter²¹⁶. Ustalenie, czy dana informacja mogłaby mieć istotny wpływ na cenę, wymaga każdorazowo wnikliwej analizy wszystkich okoliczności, które towarzyszą informacji²¹⁷.

Należy zatem stwierdzić, że cecha istotnego wpływu nie znajduje wyjaśnienia za pomocą czynników ilościowych i obecnie trudno doszukać się miarodajnej metody kwantytatywnego określenia istotności wpływu informacji na cenę instrumentów finansowych, która uwzględniłaby daleko idące różnice między poszczególnymi instrumentami finansowymi, a także wyłączała czynniki pozarynkowe²¹⁸. W literaturze dominuje pogląd, który neguje potrzebę szacowania potencjalnego procentowego rozmiaru reakcji kursowej mającej być wynikiem

²⁰⁹ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 109.

²¹⁰ Zob. A. CHŁOPECKI, *Informacja poufna...*, s. 384; M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 55.

²¹¹ Por. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte...*, s. 19; K. MARKOWSKI, *Podmiotowe uwarunkowania...*, s. 250—261.

²¹² Tak też A. CHŁOPECKI, *Informacja poufna...*, s. 382.

²¹³ Zob. pkt. 1 i 2 Preambuły do dyrektywy 2003/124/WE.

²¹⁴ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1484.

²¹⁵ A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 51.

²¹⁶ Zob. Ch. PAWILIK, in: *Kölner Kommentar zum WpHG*, Eds. H. HIRTE, T.M.J. MÖLLERS..., s. 372.

²¹⁷ A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 51.

²¹⁸ Należy również zauważyć, że np. kwalifikacja informacji o zawarciu określonej umowy, utraty części aktywów w wyniku zdarzeń losowych czy planowanego połączenia z inną spółką jako informacji istotnych zależy nie tyle od znaczenia samej informacji, ile jej znaczenia dla określonego emitenta. Zdarzenie bowiem, które dla jednego emitenta ma bardzo duże znaczenie, dla innego może okazać się zupełnie marginalne; zob. też M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1484.

upublicznienia określonej informacji²¹⁹. W doktrynie niemieckiej początkowo przyjmowano, że próg istotności ustalić można na poziomie 5% zmiany kursu akcji²²⁰. Współcześnie stanowisko to jest krytykowane z punktu widzenia analizy czynników motywacyjnych działających na racjonalnego inwestora²²¹. Kształtowanie się ceny instrumentu finansowego następuje na podstawie wielu zróżnicowanych czynników, wśród których kluczowe znaczenie ma rodzaj instrumentu finansowego oraz stopień wahania jego kursu²²². Zamiast lub oprócz wskaźników kwantytatywnych, wskazuje się na uwzględnianie również takich wskaźników, jak: płynność obrotu, stosunki cenowe pomiędzy instrumentami finansowymi, wielkość transakcji, popyt i podaż w danym czasie, informacje z rejestrów zleceń, dynamika zmiany cen pod wpływem podania do publicznej wiadomości nieznanych wcześniej informacji, a także zmiana regulacji prawnych oraz właściwości danego rynku²²³. Metody wyceny rynkowej instrumentów finansowych stosowane w naukach ekonomicznych²²⁴ nie uwzględniają zakłóceń mechanizmów rynkowych spowodowanych nadużyciami przewagi informacyjnej²²⁵. Należy podkreślić, że kształtowanie się ceny instrumentu finansowego może zostać zdeterminowane przez czynniki, także spoza sfery emitenta, które mają charakter spekulatywny i pozbawiony racjonalnych podstaw²²⁶. Dlatego też wszelkie próby określenia istotności wpływu za pośrednictwem wartości ilościowych za pomocą wartości granicznych lub procentowych będą miały niewielki walor praktyczny²²⁷.

W trakcie dokonywania kwalifikacji danej informacji jako istotnej wskazówką może okazać się odniesienie do innej informacji tego samego typu, która poprzednio miała znaczący wpływ na ceny instrumentów finansowych. W tym

²¹⁹ Tak A. CHŁOPECKI, *Informacja poufna...*, s. 384; M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 55; K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 5; T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 112.

²²⁰ H.D. ASSMANN, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, s. 289.

²²¹ M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 55.

²²² Tak K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 6. Zwracając uwagę na kluczowe znaczenie komentowanej przesłanki, Komitet Europejskich Regulatorów Rynków Papierów Wartościowych zaproponował algorytm dla ułatwienia rozpoznania, czy określona informacja może zostać zakwalifikowana jako istotna. Obejmuje on takie elementy, jak: znaczenie danego zdarzenia w świetle całości działalności spółki; relewantność danej informacji, mając na względzie zasadnicze determinanty ceny instrumentu finansowego; wiarygodność źródła informacji; a także wszelkie zmienne rynkowe oddziałujące na dany walor. Zob. pkt 27 wytycznych CESR.

²²³ Zob. pkt. 24 i 25 wytycznych CESR.

²²⁴ Na przykład analiza fundamentalna lub techniczna.

²²⁵ Por. A. SZUMAŃSKI, *Źródła prawa, wartość i znaczenie gospodarcze akcji*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19: *Prawo papierów wartościowych*, Red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006, s. 94.

²²⁶ Szerzej na temat pogłosek i spekulacji zob. pkt 2.1 niniejszego rozdziału.

²²⁷ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1484.

przypadku można brać pod uwagę dane historyczne, obrazujące zachowanie kursu danych akcji pod wpływem podobnego rodzaju informacji²²⁸. Przydatne mogą być raporty analityków giełdowych, które wskazują na cenotwórczy charakter określonego typu informacji, jak również fakt, że sam emitent traktuje dany typ informacji jako informację poufną, np. w wyniku realizacji obowiązków informacyjnych²²⁹.

Ustalenia przesłanki istotnego wpływu można dokonać na podstawie analizy zachowania osoby znajdującej się w posiadaniu informacji poufnych²³⁰. W doktrynie wskazuje się, że jeśli niedozwolone wykorzystanie nieupublicznionej informacji poufnej, po uwzględnieniu całokształtu okoliczności, w szczególności ryzyka i kosztów, przyniesie oczekiwane korzyści lub pozwoli uniknąć strat, to wpływ informacji można uznać za istotny²³¹. W tym ujęciu istotność wpływu rozpatrywana jest z punktu widzenia rachunku ekonomicznego określonych działań inwestycyjnych²³². Jednak ocena taka dokonywana jest *post factum*, zatem nie może stanowić kryterium eliminacyjnego podczas selekcji informacji w procesie podejmowania przez emitenta decyzji o kwalifikacji informacji jako poufnej.

Jak już wskazano, brak jest ustawowych kryteriów, które pozwalałyby stwierdzić, że dana informacja mogła mieć istotny wpływ na cenę waloru²³³. Przykładowej konkretyzacji istotności zmian sprzeciwiają się względy celowościowe regulacji, które nie pozwalają na gruncie ustawowym na przyjęcie katalogu okoliczności lub zdarzeń, których upublicznienie mogłoby spowodować istotną zmianę ceny instrumentów finansowych²³⁴. Każde uregulowane w taki sposób zdarzenie należy oceniać *a casu ad casum* w kontekście całokształtu towarzyszących mu okoliczności. Abstrakcyjny charakter informacji poufnej konkretyzowany jest przez pryzmat wszystkich jej atrybutów. Niecelowość normowania w obowiązujących regulacjach katalogów zdarzeń, które po upublicznieniu mogłyby wpłynąć na cenę instrumentu finansowego, nie stoi na przeszkodzie tworzeniu przez organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym, we współpracy z podmiotami organizującymi rynek, opracowań zawierających wskazania zdarzeń lub okoliczności, które mogą stanowić informacje poufne²³⁵.

²²⁸ Tak T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 112.

²²⁹ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 77.

²³⁰ Zob. M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 55.

²³¹ Zob. T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 322.

²³² Ibidem.

²³³ W przeciwieństwie np. do manipulacji instrumentem finansowym, gdzie w art. 41 Obr-InstrFinU ustawodawca wskazuje otwarty katalog okoliczności, które powinny być brane pod uwagę podczas oceny, czy składanie danych zleceń lub zawieranie danych transakcji może stanowić manipulację.

²³⁴ Tak M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 453.

²³⁵ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1486.

Na potrzebę przygotowania przykładowego katalogu informacji poufnych wskazuje również Komisja Nadzoru Finansowego²³⁶.

2.5.2. Model racjonalnego inwestora

Zgodnie z art. 154 ust. 1 pkt 2 ObrInstrFinU, za informację poufną można uznać informację, która mogłaby po przekazaniu do publicznej wiadomości w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych, gdy mogłaby zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora.

Przekonanie dysponenta informacji o jej cenotwórczym charakterze można rozpatrywać, stosując kryterium subiektywne bądź obiektywne. Doprecyzowanie pojęcia istotności wpływu na podstawie kryteriów subiektywnych sprowadza się do przyjęcia perspektywy wpływu informacji na indywidualną decyzję inwestora. Inwestor, podejmując decyzję inwestycyjną, kieruje się subiektywnym zamiarem uzyskania korzyści bądź uniknięcia strat. Dlatego też informacja powinna być na tyle istotna, aby uwzględniając koszty oraz ryzyko transakcji, w wystarczający sposób zachęcić inwestora do nabycia lub zbycia instrumentów²³⁷. Mankamentem takiej weryfikacji jest sam element subiektywności, który nie jest wystarczająco miarodajny. Opiera się bowiem na indywidualnej, odmiennej dla każdego inwestora skłonności do podejmowania ryzykownych zachowań inwestycyjnych. Wyeliminowanie czynników spekulatywnych, związanych z subiektywną skłonnością do ryzyka inwestycyjnego, możliwe jest dzięki powiązaniu charakteru decyzji inwestora z elementem racjonalności zachowań inwestycyjnych, które nadaje działaniu inwestora zabarwienie obiektywne²³⁸. Wydaje się jednak, że subiektywne przekonanie dysponenta informacji o jej cenotwórczym charakterze może okazać się niewystarczające²³⁹, a podczas badania wpływu na cenę stosować należy kryterium obiektywne, które sprowadza się do reakcji racjonalnego inwestora na określone informacje²⁴⁰. Należy zatem udzielić odpowiedzi na pytanie, czy racjonalny inwestor pod wpływem konkretnej informacji podjąłby określoną decyzję inwestycyjną.

²³⁶ Zob. Opracowanie Urzędu KNF, *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Warszawa 2011, s. 7, http://www.knf.gov.pl/Images/wzmocnienie_ochrony_uczestnikow_ryнку_kapitałowego_tcm75-25693.pdf.

²³⁷ Zob. T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 321.

²³⁸ Por. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte...*, s. 19.

²³⁹ Tak T. SÓJKA, w: *Obowiązki informacyjne...*, s. 110.

²⁴⁰ Por. R. CZERNIAWSKI, w: *Ustawa prawo o publicznym...*, s. 73.

Dlatego też kluczowym zagadnieniem dookreślenia treści kryterium cenotwórczego charakteru informacji poufnej jest model racjonalnego inwestora, do którego ustawodawca odsyła wprost w art. 154 ust. 1 pkt 2 ObrInstrFinU. Model ten pozostaje w bezpośrednim związku z kształtowaniem się kursów instrumentów finansowych na rynku, decyzje inwestycyjne bowiem współkształtują ceny tych instrumentów²⁴¹. Inwestor racjonalny zna mechanizmy rynkowe, posiada co najmniej podstawową wiedzę na temat obrotu, bez angażowania podmiotów profesjonalnych potrafi rozważyć zdarzenia przyszłe z odpowiednim stopniem prawdopodobieństwa²⁴². Od inwestora racjonalnego można wymagać umiejętności dokonania selekcji informacji rynkowych, a także przetwarzania ich przy jednoczesnej akceptacji określonego poziomu ryzyka²⁴³. Konsekwencją działań racjonalnego inwestora jest podjęcie decyzji inwestycyjnej, która będzie właściwa z ekonomicznego punktu widzenia, czyli posłuży osiągnięciu zysków lub uniknięciu strat. Racjonalny inwestor wyznacza optymalne zachowanie inwestycyjne, wykorzystując dostępne pozytywne oraz negatywne informacje, jednocześnie pomijając informacje nieprzydatne²⁴⁴. Racjonalny inwestor to *homo economicus*, a zatem podmiot dążący do maksymalizacji zysków i minimalizacji strat wynikających z dokonywanych transakcji²⁴⁵. Podejmując decyzje inwestycyjne, kieruje się rachunkiem ekonomicznym, jednocześnie stara się unikać ich podejmowania pod wpływem pozaracjonalnych czynników, jak np. emocje²⁴⁶.

W literaturze wskazuje się, że takim inwestorem nie jest ani przeciętny szary obywatel, ani też profesjonalny inwestor, który ma szeroką wiedzę w zakresie inwestowania i dziedzin pokrewnych²⁴⁷. Racjonalny inwestor to osoba potrafiąca zidentyfikować informację przekazywaną do publicznej wiadomości przez emitenta w kontekście indywidualnej charakterystyki emitenta i na tej podstawie podjąć przemyślaną, opartą na posiadanej wiedzy decyzję inwestycyjną²⁴⁸. Racjonalny inwestor bierze również pod uwagę informacje o zdarzeniach przyszłych i niepewnych²⁴⁹. Zachowanie takie znajduje swe uzasadnienie w informacyjnej efektywności rynku kapitałowego, zgodnie z którą jeżeli dana informacja została upubliczniona, to dla inwestorów nie ma okazji do zarobku, kurs bowiem już ją uwzględnił. Inwestor może zyskać w przypadku, gdy pewne

²⁴¹ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 109.

²⁴² T. SÓJKA, *Ustawa o ofercie...*, s. 325.

²⁴³ Zob. T.M. MÖLLERS, E. KERNCHEN, *Information Overload am Kapitalmarkt*, „Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht” 2011, Nr. 1, s. 14.

²⁴⁴ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1485.

²⁴⁵ Zob. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 111.

²⁴⁶ Ibidem.

²⁴⁷ Zob. M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji...*, s. 56.

²⁴⁸ Ibidem.

²⁴⁹ Fakt ten znajduje odzwierciedlenie w powiedzeniu inwestorów giełdowych: „kupuj plotki, sprzedawaj fakty”.

zakładane przez niego zdarzenia są niepewne, a z upływem czasu się ziszczą²⁵⁰. Jak już wskazywano, wydaje się, że racjonalny inwestor będzie brał pod uwagę zdarzenia przyszłe i niepewne, jeżeli prawdopodobieństwo ich wystąpienia będzie większe niż 50%²⁵¹.

Dokonując interpretacji pojęcia „racjonalny inwestor”, można również odwołać się do metody teorii podejmowania decyzji, w której kluczowe znaczenie ma pojęcie ryzyka²⁵². Ryzyko oznacza możliwość, prawdopodobieństwo wystąpienia lub niewystąpienia jakiegoś zdarzenia, bądź też może być rozumiane jako przedsięwzięcie, którego wynik jest nieznany i niepewny. Ryzyko inwestycyjne ma zatem charakter negatywny, a celowość podejmowanych działań oznacza unikanie, oddalanie czy przynajmniej minimalizowanie jego skutków. Proces podejmowania decyzji inwestycyjnej pozostaje pod wpływem obiektywnych kryteriów obejmujących unikanie ryzyka, w tym wypadku polegającego na możliwości poniesienia straty w wyniku nietrafionej decyzji inwestycyjnej. Wystąpienie okoliczności lub zdarzeń, mających wpływ na cenę instrumentów finansowych, a nieprzekazanych do publicznej wiadomości, powoduje, że *de facto* inwestor podejmuje decyzję w warunkach niepewności, która wykracza poza zwykłe ryzyko inwestycyjne²⁵³. U podstaw modelu racjonalnego inwestora leży założenie, że zawarte w treści informacji dane dotyczące inwestycji mają swe odzwierciedlenie w decyzji inwestycyjnej ich odbiorcy, który dysponując podstawową wiedzą w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego, nie wykazuje skłonności do zachowań odbiegających od przeciętnych zachowań innych inwestorów, natomiast jego działanie jest ukierunkowane na osiągnięcie zysków oraz unikanie strat wynikających z nieprawidłowych decyzji²⁵⁴.

Należy również zauważyć, że kryterium obiektywne pomija cechy indywidualne inwestora, takie jak jego dotychczasowe doświadczenie czy wiedza w zakresie funkcjonowania mechanizmów rynkowych²⁵⁵. Ponadto podczas dokonywania oceny danej informacji należy brać pod uwagę jej potencjalny wpływ w kontekście całej działalności emitenta, jego dotychczasowe doświadczenie w tym zakresie, wiarygodność źródła informacji, a także wszelkiego rodzaju zmienne rynkowe w czasie miarodajnym dla dokonywanej oceny mogące mieć wpływ na dany walor²⁵⁶.

²⁵⁰ Na przykład pozytywne zakończenie negocjacji w sprawie połączenia spółek, tak T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 113.

²⁵¹ Ch. PAWLIK, in: *Kölner Kommentar zum WpHG*, Eds. H. HIRTE, T.M.J. MÖLLERS..., s. 372.

²⁵² M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1239.

²⁵³ Ibidem.

²⁵⁴ Zob. P. SOKAL, *Obowiązki informacyjne emitentów*, „Prawo Spółek” 2012, nr 3, s. 59.

²⁵⁵ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1239.

²⁵⁶ A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 51.

2.6. Informacje dotyczące dyspozycji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych

Zgodnie z art. 154 ust. 1 pkt 3 ObrInstrFinU, w odniesieniu do osób zajmujących się wykonywaniem dyspozycji dotyczących instrumentów finansowych informacja ma charakter informacji poufnej również wtedy, gdy została przekazana tej osobie przez inwestora lub inną osobę mającą wiedzę o takich dyspozycjach i dotyczy składanych przez inwestora dyspozycji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, przy spełnieniu pozostałych przesłanek określonych w art. 154 ust. 1 pkt 1 i 2 ObrInstrFinU.

Dyspozycjami są zlecenia inwestorów składane firmie inwestycyjnej, jednak do uznania ich za informację poufną konieczne jest spełnienie pozostałych przesłanek kwalifikacyjnych określonych w art. 154 ust. 1 ObrInstrFinU²⁵⁷. Wiedza dotycząca dyspozycji składanych przez inwestorów może mieć potencjał cenotwórczy, który wynika z wielkości zlecenia czy osoby inwestora²⁵⁸. *Ratio legis* przepisu stanowi zapobieganie zjawisku określanemu jako transakcje wyprzedzające (tzw. *front running*)²⁵⁹, polegającemu na wykorzystaniu wiedzy przez osoby zajmujące się wykonywaniem dyspozycji dotyczących instrumentów finansowych przez dokonywanie transakcji na własny rachunek²⁶⁰. Makler papierów wartościowych, który otrzymuje od inwestora dyspozycję nabycia lub zbycia określonych instrumentów finansowych, potencjalnie może wykorzystać tę wiedzę przez równoległe bądź uprzednie dokonanie transakcji na tych samych instrumentach finansowych na własny rachunek. Wiedza w zakresie zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych spełnia kryterium precyzyjności informacji²⁶¹.

W tym przypadku szczególne znaczenie mają środki organizacyjne oraz wewnętrzne procedury dostępu do informacji, tzw. chińskie mury, które pozwalają na ochronę informacji poufnych przed dostępem osób nieuprawnionych²⁶². Na podmioty zawodowo pośredniczące w obrocie, tzn. m.in. domy maklerskie

²⁵⁷ Por. *ibidem*.

²⁵⁸ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1487.

²⁵⁹ Zjawisko tzw. *front running* może zaistnieć także w spółkach zarządzających aktywami, w których zarządzający portfelem podejmuje decyzje inwestycyjne, jak np. zakup akcji spółki A na rachunki klientów, którymi zarządza, jednocześnie kupując na własny rachunek akcje spółki A, zanim pierwsze zlecenia na rzecz klientów trafią do arkusza zleceń; zob. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 51; T. SÓJKA, w: *Cywilnoprawna ochrona inwestorów...*, s. 144—145.

²⁶⁰ Por. F. ELŻANOWSKI, *Ekonomiczna analiza regulacji „insider trading”*, PPH 2012, nr 12, s. 54.

²⁶¹ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1487.

²⁶² Na temat tzw. chińskich murów zob. szerzej rozdział trzeci niniejszej pracy.

i banki prowadzące działalność maklerską, nałożone zostały obowiązki o charakterze organizacyjnym w postaci tworzenia tzw. chińskich murów, tj. opracowywania i wdrażania zabezpieczeń organizacyjnych i proceduralnych wykluczających dostęp do informacji poufnych oraz innych informacji niejawnych przez nieuprawnionych do tego pracowników domu maklerskiego czy banku²⁶³.

Należy jednak zauważyć, że wymienienie wśród cech informacji poufnej również okoliczności, że może ona dotyczyć nabywania albo zbywania instrumentów finansowych wydaje się zbędne, ponieważ niewątpliwie informacja o nabywaniu bądź zbywaniu instrumentów finansowych jednocześnie stanowi informację, która dotyczy tych instrumentów²⁶⁴.

²⁶³ Por. K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 21.

²⁶⁴ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 101.

Rozdział drugi

Zakresy związania informacją poufną

1. Informacje ogólne

Jednym z podstawowych warunków ekonomicznie efektywnego funkcjonowania rynku kapitałowego jest zapewnienie jego transparentności. Przejrzystość jest czynnikiem decydującym o wiarygodności rynku, a w konsekwencji o poziomie kapitałowego zaangażowania inwestorów, a także o łatwości, z jaką emitenci mogą pozyskiwać kapitał. Z tego też względu tak istotne znaczenie mają obowiązki informacyjne nałożone na emitentów. Niezwłoczne upublicznianie informacji, w szczególności tych o poufnym charakterze, pozwala ograniczyć ryzyko ich wykorzystania przez podmioty, które mają do nich wyłączny dostęp. Ma to na celu przeciwdziałanie wystąpieniu zjawiska nieuprawnionego wykorzystywania informacji poufnych w działalności inwestycyjnej (tzw. *insider trading*)¹.

Aby przybliżyć opisane zjawisko, konieczne jest przeanalizowanie poszczególnych zakresów związania informacją poufną. Możemy tutaj wyróżnić cztery wiodące grupy zagadnień. Pierwsza z nich dotyczy podmiotów posiadających takie informacje, druga nałożonych na te podmioty (w postaci nakazów lub zakazów) obowiązków określonego zachowania, trzecia wskazuje przedziały czasowe, w których podmioty te, dysponując przewagą informacyjną, nie mogą dokonywać pewnych transakcji. Natomiast ostatnia kwestia dotyczy sprecyzowania zakresu terytorialnego oraz rodzaju rynku, na którym wspomniane wcześniej nakazy i zakazy mają zastosowanie.

Definiując zakres podmiotowy związania informacją poufną, na wstępie należy wskazać, że na określenie osoby, która znajduje się w posiadaniu takiej

¹ Zob. P. WAJDA, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 324; R.F. SZYMAŃSKI, K. KOCEMBA, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa 2013, s. 158—161.

informacji, doktryna stosuje pojęcie tzw. insidera, które jednak nie należy do języka prawnego. *Insider* to członek organizacji lub pracownik instytucji mający informacje niedostępne dla innych². Katalog osób zaliczanych do tzw. insiderów nie ma charakteru zamkniętego, na co wskazuje użyty w ustawie zwrot „w szczególności”³. Generalnie zakres podmiotowy związania informacją poufną obejmuje osoby, które wobec pełnienia określonych funkcji w organach spółki, posiadaniem w spółce akcji lub udziałów bądź z racji zatrudnienia, wykonywania zawodu, a także stosunku zlecenia lub innego stosunku prawnego o podobnym charakterze albo w wyniku popełnienia przestępstwa, lub w inny sposób, weszły w posiadanie informacji poufnych.

W doktrynie funkcjonuje niejednolita kategoryzacja poszczególnych grup insiderów. Podstawowym podziałem jest wyróżnienie insidera pierwotnego (tzw. *primary insiders*) oraz insidera wtórnego (tzw. *secondary insiders*)⁴. Wątpliwości dotyczą zakresu desygnatów zarówno pojęcia insidera pierwotnego i wtórnego, jak i ewentualnego wyodrębnienia kolejnych podkategorii. Co do zasady, za insidera pierwotnego uważa się osobę, która jako pierwsza miała wiedzę o informacji poufnej, natomiast za insidera wtórnego — osobę, która nabyła informację od insidera pierwotnego⁵.

W literaturze wyróżnia się insiderów pierwotnych *sensu stricto*, *temporary (constructive) insiders*, a także szczególne kategorie insiderów pierwotnych w ramach, których wyróżnia się, oprócz maklerów i doradców inwestycyjnych, tzw. *criminal insiders*⁶. Część doktryny wskazuje, że tzw. *criminal insiders* stanowią trzecią, obok insiderów pierwotnych i wtórnych, odrębną kategorię⁷. W mojej ocenie, najbardziej prawidłowy, a jednocześnie pożądany z metodologicznego punktu widzenia, jest podział zakresu podmiotowego insiderów wyłącznie na insiderów pierwotnych i wtórnych. Trzecia, odrębna

² <http://sjp.pwn.pl/sjp/insider; 2561661>.

³ K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym*, cz. 1, „Prawo Spółek” [dalej: Pr.Sp.] 2005, nr 2, s. 7.

⁴ Tak A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych „insider trading”*, „Przegląd Prawa Handlowego” [dalej: PPH] 2006, nr 9, s. 52; R. KUCIŃSKI, *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2004, s. 105; M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 1002; W. DADAK, *Prawnokarna ochrona tajemnicy w obrocie papierami wartościowymi*, „Czasopismo Prawa Karnego i Nauk Penalnych” 2000, nr 1, s. 266; K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 6.

⁵ Tak A. CHŁOPECKI, w: A. CHŁOPECKI, G. DOMAŃSKI, R. JURGA, M. MICHALSKI, L. SOBOLEWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 215 i 1062; nieco inaczej 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” [dalej: HUK] 2007, nr 1, s. 106—117.

⁶ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 106—108.

⁷ K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 7.

kategoria stwarza niepotrzebny dysonans w rozumieniu genezy wprowadzonego rozróżnienia. Poniżej zostaje przedstawiony podział, który moim zdaniem w sposób najbardziej odpowiedni do celu instytucji charakteryzuje poszczególne kategorie insiderów.

Warto zwrócić uwagę, że zastosowana kategoryzacja poszczególnych podmiotów w zasadzie nie ma znaczenia normatywnego, ustawodawca bowiem nie posługuje się pojęciem *insider*, a tym bardziej nie wprowadza rozróżnienia na insidera pierwotnego czy wtórnego. Każda z osób wymienionych w art. 156 ust. 1 ObrInstFinU, a więc zarówno *insider* pierwotny, jak i wtórny, nie może wykorzystywać informacji poufnej, ujawniać jej ani udzielać rekomendacji lub nakłaniać innej osoby na podstawie informacji poufnej do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których dotyczy ta informacja.

Mimo to, moim zdaniem, przedstawione rozróżnienia pozwalają lepiej zrozumieć główne problemy związane ze stosowaniem przepisów w konkretnych przypadkach. Jednakże wprowadzanie różnych zakresów definicyjnych dla poszczególnych kategorii insiderów wywołuje zamęt terminologiczny, a co za tym idzie — niekonsekwencję wysuwanych poglądów. Wynika to z faktu, że poszczególni przedstawiciele doktryny, posługując się tymi zakresami w sposób odmienny, niejako w swoim rozumieniu, wyprowadzają wnioski, których zakres podmiotowy i przedmiotowy nie zawsze będzie odpowiadać wnioskowi wprowadzanemu przez innych autorów.

Wskazane wcześniej podmioty jako dysponenci informacji poufnych zostały obciążone zakazem wykorzystywania informacji poufnych w transakcjach, ujawniania informacji poufnych oraz udzielania rekomendacji lub nakłaniania innych osób na podstawie informacji poufnej do dokonania transakcji. Ustawodawca precyzuje pojęcie wykorzystywania oraz ujawniania informacji poufnej, wskazując zachowania, które stanowią naruszenie wprowadzonych zakazów, jak i sytuacje wyłączone spod ich zakresu przedmiotowego. Wprowadzenie definicji legalnych w tym przypadku rozwiązuje wątpliwości interpretacyjne, co teoretycznie powinno przyczynić się do wyeliminowania trudności praktycznych.

Jednocześnie w związku z tymi zakazami ustawodawca wprowadza dodatkowe obowiązki, mające zapobiec również innym przypadkom nadużywania przewagi informacyjnej oraz zwiększenia oddziaływania i stosowania środków nadzoru nad rynkiem. W tym zakresie obowiązuje zakaz dokonywania określonych transakcji przez wybraną kategorię insiderów w danych przedziałach czasu, tzw. okresach zamkniętych.

Wszystkie wymienione zagadnienia, a także inne z nimi związane opisane w niniejszej pracy, funkcjonują w ramach pewnego normatywnie określonego obszaru, który precyzuje zakres terytorialny oraz miejsce dokonania transakcji. Ramy prawne w tym zakresie zostały niepotrzebnie rozproszone w tekście ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Można powiedzieć, że w zasadzie każdy z przepisów regulujących wymienione zagadnienia zawiera w swej treści

odrębne uregulowanie zakresu terytorialnego oraz miejsca dokonania transakcji. Wobec tego, z uwagi na znaczą niestaranność ustawodawcy w tym względzie, autorka niniejszej pracy postanowiła dokonać swoistej kompensacji wywodów dotyczących obszaru funkcjonowania poszczególnych zakresów związania informacją poufną i zagadnień z nimi powiązanych. Zabieg taki pozwoli na usystematyzowanie obecnie obowiązujących regulacji odnoszących się do zakresu terytorialnego oraz rodzaju rynku, którego dotyczą określone instrumenty finansowe.

2. Zakres podmiotowy

2.1. Insiderzy pierwotni (tzw. *primary insiders*)

2.1.1. Insiderzy pierwotni — charakter więzi z emitentem

W myśl art. 156 ust. 1 pkt 1 ObrInstrFinU, za insiderów pierwotnych należy uznać podmioty, które posiadają informację poufną w związku z pełnieniem funkcji w organach spółki, posiadaniem w spółce akcji lub udziałów bądź w związku z dostępem do informacji poufnej z racji zatrudnienia, wykonywania zawodu, a także stosunku zlecenia lub innego stosunku prawnego o podobnym charakterze, a w szczególności:

- a) członków zarządu, rady nadzorczej, prokurentów lub pełnomocników emitenta lub wystawcy, jego pracowników, biegłych rewidentów albo inne osoby pozostające z tym emitentem lub wystawcą w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, lub
- b) akcjonariuszy spółki publicznej, lub
- c) osoby zatrudnione lub pełniące funkcje, o których mowa w pkt. a, w podmiocie zależnym, lub dominującym wobec emitenta bądź wystawcy instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku, albo pozostające z tym podmiotem w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, lub
- d) maklerów lub doradców⁸.

⁸ Tak też A. CHŁOPECKI, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Prawo rynku kapitalowego*, Warszawa 2012, s. 285; M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitalowego. Komentarz*, Red. M. WIERZBOWSKI, L. SOBOLEWSKI, P. WAJDA, Warszawa 2012, s. 1492—1495.

Mianem insidera pierwotnego określa się osobę, która ze względu na swoją pozycję w strukturze emitenta uzyskuje bezpośredni dostęp do wiedzy na temat zdarzeń i okoliczności stanowiących treść informacji poufnej wprost z tzw. źródła wewnętrznego⁹. Kategoria ta obejmuje również osoby uzyskujące informacje poufne w związku z posiadaniem w spółce akcji lub udziałów, lub wobec dostępu do informacji poufnej z racji zatrudnienia, wykonywania zawodu, a także stosunku zlecenia, lub innego stosunku prawnego o podobnym charakterze¹⁰. Do grupy tej należy zatem zaliczyć osoby mające szczególnie łatwy dostęp do informacji poufnych lub takie, które same swoim zachowaniem stwarzają okoliczności objęte treścią takich informacji, zatem tworzą tę informację, tym samym uzyskują bezpośrednio przewagę informacyjną nad pozostałymi uczestnikami rynku. W stosunku do wymienionych podmiotów istnieje szczególnie wysokie ryzyko wykorzystania tej przewagi kosztem innych uczestników rynku¹¹.

Należy podkreślić, że dostęp do informacji poufnych insiderów pierwotnych nie ma charakteru przypadkowego, ale stanowi efekt działań określonych podmiotów w sferze, w której mogą wytworzyć się okoliczności lub zdarzenia mogące zostać zakwalifikowane jako informacje poufne¹². O przynależności osoby do tej grupy insiderów decyduje zatem występowanie związku między wejściem w posiadanie informacji poufnej a wykonywaniem czynności na podstawie zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, które taki dostęp umożliwiają. Dana informacja zostaje przekazana insiderowi, jest bowiem konieczna do wykonywania przez niego umownych lub ustawowych obowiązków wynikających z jego zatrudnienia, lub wykonywanego zawodu, a dokonywanie czynności stanowi bezpośrednią i konieczną przyczynę uzyskania danej informacji poufnej.

2.1.2. Insiderzy pierwotni *sensu stricto*

Moim zdaniem, za insiderów pierwotnych *sensu stricto* należy uznać podmioty wymienione w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, tj. członków zarządu, rady nadzorczej, prokurentów lub pełnomocników emitenta lub wystawcy, jego pracowników, biegłych rewidentów albo inne osoby pozostające z tym emitentem lub wystawcą w stosunku zlecenia lub innym stosunku praw-

⁹ Tak A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 52.

¹⁰ Mogą to być np. osoby świadczące pomoc prawną, tj. radcowie prawni, adwokaci, czy usługi finansowe, np. doradcy podatkowi, czy osoby świadczące innego rodzaju usługi, np. tłumacze.

¹¹ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1492.

¹² Tak też M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 110.

nym o podobnym charakterze¹³. Ustawodawca w sposób szczególny traktuje wymienioną grupę podmiotów, m.in. nakładając na nie sankcję administracyjną za dokonywanie danych czynności w trakcie trwania okresu zamkniętego¹⁴, jak również w sposób bardziej dotkliwy penalizuje wykorzystanie informacji poufnej przez te podmioty¹⁵.

W mojej ocenie, nieuzasadnione jest wyłączenie z tej kategorii osób pozostających z emitentem lub wystawcą w stosunku zlecenia, lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze¹⁶, sam ustawodawca bowiem, mówiąc o tej szczególnej kategorii osób posiadających informacje poufne, nie wprowadza w tym miejscu rozróżnienia, odnosząc się wprost w dalszych przepisach ustawy o obrocie do całości art. 156 ust. pkt 1 lit. a ObrInstrFinU. Dla uzasadnienia wprowadzonego podziału część doktryny wskazuje, że osoby te nie są insiderami pierwotnymi *sensu stricto*, gdyż działają poza strukturą korporacyjną emitenta czy wystawcy¹⁷. Jednak sytuacja taka nie zawsze musi mieć miejsce, osoby bowiem należące do tej kategorii to z reguły prawnicy, księgowi, doradcy finansowi, którzy wykonują określone czynności na rzecz lub w imieniu emitenta na podstawie zawartej umowy i mogą świadczyć swoje usługi również w ramach struktury organizacyjnej emitenta. Nawet w przypadku, gdy znajdują się poza tą strukturą, specyficzna rola, jaką odgrywają w działalności emitenta, nie daje podstaw do wyłączenia ich z tej kategorii podmiotów.

Pozycja tych osób w strukturze organizacyjnej emitenta wiąże się z bezpośrednim dostępem do wiedzy na temat okoliczności lub zdarzeń mogących wpłynąć na cenę instrumentu finansowego, które mogą zostać zakwalifikowane jako informacja poufna. Zarząd jako organ menedżerski prowadzi sprawy spółki, zatem podejmuje w niej kluczowe decyzje biznesowe¹⁸. Struktura ta stanowi wewnętrzną strefę stosunków spółki, w których również wskutek zachowań członków zarządu mogą wystąpić zdarzenia lub okoliczności cenotwórcze¹⁹. Podobnie jest w przypadku członków rady nadzorczej, która sprawuje stały nadzór nad funkcjonowaniem spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności²⁰.

¹³ Odmienne M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 106—107, który do kategorii insiderów pierwotnych *sensu stricto* zalicza: członków zarządu, rady nadzorczej, prokurentów i pełnomocników emitenta lub wystawcy, ich pracowników, a także akcjonariuszy.

¹⁴ Zob. art. 174 ust. 1 ObrInstrFinU.

¹⁵ Zob. art. 181 ust. 1 ObrInstrFinU.

¹⁶ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 107.

¹⁷ Ibidem.

¹⁸ Zob. S. SOŁTYSIŃSKI, w: S. SOŁTYSIŃSKI, A. SZAJKOWSKI, A. SZUMAŃSKI, A. SZWAJA, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do art. 301—458*, T. 3, Warszawa 2008, s. 559.

¹⁹ Na przykład rezygnacja z pełnienia mandatu przez prezesa zarządu spółki, o czym była już mowa w rozdziale pierwszym niniejszej pracy.

²⁰ Zgodnie z art. 382 § 4 KSH, rada nadzorcza w celu wykonywania swoich obowiązków ma kompetencje do badania wszystkich dokumentów spółki oraz żądania od zarządu i pracowników sprawozdań i wyjaśnień oraz dokonywania rewizji stanu majątku spółki. Czynności

Charakter podejmowanych przez radę nadzorczą czynności umożliwia bezpośredni dostęp do wiedzy na temat zdarzeń lub okoliczności, których ujawnienie mogłoby wpłynąć na cenę instrumentów finansowych²¹. Podmioty te w sensie faktycznym jako powiernicy majątku powierzonego im przez ekonomicznych właścicieli przedsiębiorstwa, czyli akcjonariuszy, nie powinny podejmować żadnych czynności, które mogłyby chociażby potencjalnie czy pośrednio spowodować konflikt z interesami tych osób²².

Mając na względzie zakres podmiotowy niniejszej pracy, a tym samym ograniczenie do spółki publicznej, jedynie poglądowo warto zwrócić uwagę na kwestię nazewnictwa poszczególnych organów. Terminologia użyta w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU może sugerować, że intencją ustawodawcy było zawężenie zakresu tej kategorii do osób pełniących określone funkcje w spółkach akcyjnych. Interpretacja w zgodzie z wykładnią prounijną wyklucza takie stanowisko, dyrektywa *Market Abuse* bowiem mówi o osobach, które mają dostęp do informacji poufnej w tytule „członkostwa w organach administracyjnych, zarządzających lub nadzorczych emitenta”, co nie zawsze będzie się odnosić do zarządu lub rady nadzorczej spółki akcyjnej. Dlatego też przy określaniu desygnatów treści tych terminów pomocne może się okazać sięgnięcie do rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych, które precyzyjnie definiuje pojęcia: „osoba zarządzająca” emitentem oraz „osoba nadzorująca” emitenta²³. I tak, w myśl § 2 ust. 1 pkt 30 InfBieżOkrR, przez osobę zarządzającą rozumie się:

- a) osobę mającą istotny wpływ na zarządzanie emitentem, a w szczególności: członka zarządu, osobę wchodzącą w skład organu administracyjnego, osobę pełniącą obowiązki członka zarządu, kuratora, członka zarządu komisarycznego, syndyka oraz zarządcę ustanowionego w postępowaniu upadłościowym lub likwidatora — w przypadku emitenta będącego przedsiębiorcą;
- b) członka zarządu, osobę pełniącą obowiązki członka zarządu, skarbnika, sekretarza jednostki, kuratora, członka zarządu komisarycznego, likwidatora lub osobę pełniącą funkcję odpowiadającą funkcji członka zarządu, skarbnika lub sekretarza tej jednostki — w przypadku emitenta będącego jednostką samorządu terytorialnego;
- c) ministra lub inne osoby, w których kompetencjach leży podejmowanie decyzji lub nadzór nad realizacją wypełniania zobowiązań wynikających z emitowanych przez dane państwo papierów wartościowych;
- d) osobę mającą istotny wpływ na działalność funduszu, w szczególności na decyzje inwestycyjne, jak: członek zarządu, osoba pełniąca obowiązki człon-

w zakresie nadzoru mogą być sprawowane przez poszczególnych członków rady na podstawie odpowiedniej delegacji.

²¹ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1492—1493.

²² Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 106.

²³ *Ibidem*, s. 110—111.

ka zarządu, prokurenta, kuratora, członka zarządu komisarycznego lub prokurenta towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego funduszem, likwidatora, osoba podejmująca decyzje inwestycyjne, także na podstawie zlecenia zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią, oraz członkowie zarządu lub osoby pełniące obowiązki członka zarządu podmiotów, o których mowa w art. 46 ust. 1—3 ustawy o funduszach inwestycyjnych²⁴ — w przypadku emitenta będącego funduszem.

Natomiast zgodnie z § 2 ust. 1 pkt 31 InfBieżOkRR, przez osobę nadzorującą rozumie się:

- a) członka rady nadzorczej, członka komisji rewizyjnej, osobę wchodzącą w skład organu administrującego lub członka innego organu, powołanego w podmiocie w celu nadzorowania jego prawidłowego działania — w przypadku emitenta będącego przedsiębiorcą;
- b) przewodniczącego rady jednostki lub osobę pełniącą funkcję odpowiadającą funkcji przewodniczącego rady tej jednostki — w przypadku emitenta będącego jednostką samorządu terytorialnego;
- c) członka rady nadzorczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego emitentem — w przypadku emitenta będącego funduszem.

Do kategorii insiderów pierwotnych *sensu stricto* należy również zakwalifikować osoby, które pełnią określone funkcje w strukturze emitenta, w szczególności zaś likwidatorów, syndyków, zarządców ustanowionych w postępowaniu upadłościowym, kuratorów, którzy podobnie jak prokurenci i pełnomocnicy emitenta przez umocowanie do podejmowania określonych czynności w imieniu emitenta mają możliwość bezpośredniego uzyskania wiedzy na temat wystąpienia ewentualnych informacji poufnych²⁵.

O kwalifikacji danej osoby jako insidera pierwotnego *sensu stricto* rozstrzyga sam fakt sprawowania funkcji, a nie sposób wykonywania uprawnień, które z niej wynikają. W tym kontekście indyferentny prawnie będzie sposób wykonywania prawa reprezentacji przez członka zarządu, tj. czy reprezentuje spółkę łącznie z prokurentem, czy samodzielnie, czy też fakt delegowania członka rady nadzorczej do indywidualnego wykonywania czynności nadzorczych lub do zarządu spółki²⁶. Nie będzie również istotna prawidłowa forma nawiązania stosunku organizacyjnego stanowiącego podstawę sprawowania funkcji, czyli skuteczność powołania w skład organu. Wykładnia celowościowa regulacji pozwala na ukonstytuowanie tezy, że warunkiem wystarczającym do uznania określonej osoby za insidera pierwotnego jest faktyczny dostęp do informacji. *Ratio legis*

²⁴ Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 2014.157 z późn. zm.).

²⁵ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 111.

²⁶ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1493; M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 653; na temat odpowiedzialności tych podmiotów zob. szerzej rozdział czwarty niniejszej pracy.

przepisu jest bowiem ochrona równości dostępu do informacji wobec pozostałych uczestników rynku, a fakt wadliwego nawiązania stosunku organizacyjnego nie uzasadnia wyłączenia takich osób z kręgu adresatów obowiązku²⁷.

Uznanie członka organu za dysponenta informacji, na którego nałożone są określone nakazy i zakazy, jest niezależne od okresu sprawowania funkcji. Przesłanką uzyskania statusu insidera jest związek wejścia w posiadanie informacji oraz pełnienia określonej funkcji. Okoliczność wygaśnięcia mandatu, np. w wyniku odwołania czy rezygnacji, nie wpływa na status byłego członka jako osoby uzyskującej informację poufną w sposób pierwotny²⁸.

Zakresem podmiotowym przepisu objęte są wszystkie osoby, które są pracownikami emitenta, bez względu na pozycję w strukturze przedsiębiorstwa, jeżeli charakter wykonywanych przez nie czynności ma związek z dostępem do informacji poufnych. Konieczność wystąpienia związku między uzyskaniem informacji a zatrudnieniem pozwala na ograniczenie kręgu adresatów obowiązku do osób, które uzyskują wiedzę na temat okoliczności lub zdarzeń objętych treścią informacji poufnej wyłącznie na podstawie faktycznej²⁹. Osoby te mogą natomiast zostać uznane za wtórnych posiadaczy informacji poufnych, o czym dalej³⁰.

Insiderzy pierwotni *sensu stricto* zapoznają się z informacjami poufnymi, jest to bowiem część ich pracy i stanowi warunek skutecznego wykonywania powierzonych im obowiązków. Z tego powodu wydaje się, że będą mieli świadomość wagi i znaczenia udostępnionych im informacji, a także zostaną zaznajomieni z zasadami dotyczącymi poufności. Ponadto mogą oni trafnie przewidywać prawne konsekwencje swoich czynów wobec faktu posiadania określonej wiedzy, którą uzyskali w sposób bezpośredni³¹.

2.1.3. Insiderzy pierwotni *sensu largo*

Do katalogu podmiotów, które uzyskują informacje w sposób pierwotny, zostali zaliczeni również akcjonariusze spółki publicznej, i to niezależnie od wielkości udziału w kapitale zakładowym, a więc także wtedy, gdy posiadają tylko jedną akcję³². Zatem za insidera pierwotnego należy uznać zarówno

²⁷ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1493.

²⁸ Ibidem.

²⁹ Na przykład personel pomocniczy zatrudniony w strukturze emitenta, tj. kierowcy, personel sprząający.

³⁰ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1494.

³¹ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 105.

³² Por. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 52.

drobnego akcjonariusza, który uzyskał informację poufną w wyniku udzielenia mu odpowiedzi na pytanie zadane na walnym zgromadzeniu lub poza nim w wyniku realizacji ustawowego prawa akcjonariusza do informacji w trybie art. 428 KSH, jak i akcjonariusza mniejszościowego, któremu informacja poufna ujawniona została podczas prywatnej rozmowy z członkiem zarządu lub rady nadzorczej. W tym przypadku o tym, że osoba ta jest insiderem stanowi fakt, że owo uzyskanie informacji nastąpiło z uwagi na uczestnictwo w spółce³³. Mimo że przepis nie ustanawia minimalnych wartości zaangażowania w kapitale zakładowym, kryterium związku przyczynowego między uzyskaniem informacji a posiadaniem statusu akcjonariusza, zdaniem niektórych, pozwala ograniczyć zakres podmiotowy regulacji do akcjonariuszy mających odpowiednio duży udział w kapitale zakładowym. Zdaniem tej części doktryny, uzyskanie określonej informacji w związku z posiadaniem akcji z reguły będzie dotyczyło akcjonariusza strategicznego, który ma znacznie łatwiejszy, oficjalny czy nieoficjalny, dostęp do informacji poufnych³⁴. Moim zdaniem, z takim ograniczeniem podmiotowym nie sposób się zgodzić. Sam ustawodawca nie wprowadza w tym zakresie ograniczeń, wskazując na akcjonariuszy jako podmioty, które niejako „legalnie” są związane ze spółką. Nie różnicując akcjonariuszy na większościowych i mniejszościowych, a co za tym idzie, na ważniejszych i mniej ważnych, których w przypadku przyjęcia wymienionego stanowiska można by było traktować w sposób odmienny od akcjonariuszy strategicznych. Każdego akcjonariusza łączy ze spółką taki sam rodzaj więzi prawnej, niezależnie od wielkości udziału w kapitale zakładowym, co może mieć znaczenie dopiero w przypadku realizacji przysługujących mu praw majątkowych, czy korporacyjnych. Pożądanym jest stan, w którym każdy akcjonariusz miałby równy dostęp do informacji, a nie taki, w którym akcjonariusz większościowy jest traktowany w sposób uprzywilejowany³⁵. Ponadto nie można wykluczyć sytuacji, w której drobny akcjonariusz z uwagi na inne powiązania (faktyczne czy prawne) uzyska dostęp do informacji poufnej, a przyjęcie przytoczonego poglądu mogłoby prowadzić do nieuznania go za insidera pierwotnego.

Do grupy dysponentów informacji zaliczone zostały również osoby zatrudnione lub pełniące funkcje członków zarządu, rady nadzorczej, prokurentów lub pełnomocników, biegłych rewidentów albo wykonujące czynności na podstawie stosunku zlecenia lub innego stosunku prawnego o podobnym charakterze w podmiocie zależnym lub dominującym wobec emitenta. *Ratio legis* przepisu stanowi ograniczenie wykorzystywania przewagi informacyjnej uzyskanej w związku z przepływem informacji w ramach grup kapitałowych. Stosunek zależności oraz stosunek dominacji to rodzaje powiązań, które umożliwiają

³³ K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 6.

³⁴ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 107.

³⁵ Przy założeniu, że to uprzywilejowanie nie wynika z posiadanych przez niego akcji.

przepływ informacji na temat okoliczności lub zdarzeń stanowiących informacje poufne. Pozyskanie informacji pozostaje w związku z występowaniem powiązań o charakterze zależności lub dominacji w stosunku do emitenta. Powiązania te wynikają m.in. z faktu posiadania większości głosów w organach innego podmiotu, również na podstawie porozumień z innymi osobami lub uprawnień do powoływania bądź odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu. Stosunek dominacji ma miejsce także w sytuacji, gdy więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu to jednocześnie członkowie zarządu, prokurenci lub osoby, które pełnią funkcje kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności.

Do katalogu podmiotów uzyskujących dostęp do informacji poufnych zostały zaliczone również osoby wykonujące zawód maklera papierów wartościowych lub doradcy inwestycyjnego³⁶. Uzyskanie wiedzy na temat zdarzeń lub okoliczności następuje w tym przypadku wobec wykonywania czynności zawodowych związanych z emitentem lub instrumentami finansowymi, których dotyczy informacja³⁷. Maklerzy i doradcy jako podmioty, które świadczą usługi związane z operacjami finansowymi zlecniodawców, mogą uzyskać dostęp do wiedzy na temat okoliczności lub zdarzeń stanowiących treść informacji poufnych. Ponadto już sama wiedza dotycząca składanych przez inwestora dyspozycji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może spełniać przesłanki uznania jej za informację poufną³⁸.

Maklerzy i doradcy to grupa osób wyróżniona z uwagi na szczególną rolę, jaką odgrywają w obrocie instrumentami finansowymi. Mimo że nie należą oni do struktur organizacyjnych emitenta, biorąc udział w pośrednictwie giełdowym, oddziałują na decyzje inwestycyjne swoich klientów, a przy tym mają dużą wiedzę o stanie ich majątku, preferencjach inwestycyjnych, przyjętej strategii czy przyszłych planach. Ze względu na fakt, że informacje dotyczące zbywania lub nabywania instrumentów finansowych, przy spełnieniu pozostałych przesłanek, mogą mieć charakter informacji poufnych, a maklerzy i doradcy stykają się z nimi bezpośrednio uzasadnione jest zaliczanie ich do kategorii insiderów pierwotnych. Co więcej, w tym przypadku informacje tego typu nie zostają prze-

³⁶ Zakres czynności maklera lub doradcy reguluje przepis art. 125 ust. 1 ObrInstrFinU, zgodnie z którym wykonywanie zawodu maklera lub doradcy inwestycyjnego oznacza wykonywanie funkcji w organach zarządzających lub nadzorczych firmy inwestycyjnej, bądź wykonywanie lub nadzorowanie wykonywania czynności stanowiących działalność maklerską, związanych z rynkiem finansowym czynności niestanowiących działalności maklerskiej, lub innych czynności związanych z obsługą klientów, lub dostępem do rachunków prowadzonych dla klientów.

³⁷ Zob.: wyrok NSA z 25 marca 2014 r., II GSK 250/13, Legalis nr 908584; wyrok NSA z 17 lutego 2015 r., II GSK 2354/13, Legalis nr 1218170; wyrok WSA w Warszawie z 25 września 2012 r., VI SA/Wa 559/12, Legalis nr 554878.

³⁸ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1495.

kazane maklerom i doradcom, lecz niejako powstają w chwili wykonania danej usługi. Ponadto, z racji wykonywanego zawodu, podmioty te potrafią bardzo dokładnie ocenić znaczenie posiadanych informacji oraz mogą wyjątkowo łatwo, a zarazem w trudny do wykrycia sposób, uczynić z nich użytek³⁹.

Na gruncie rozważań dotyczących zakresu pojęcia insiderów pierwotnych warto zwrócić uwagę na art. 66 ust. 1 OfertaPublU, zgodnie z którym przed wykonaniem obowiązków, o których mowa w art. 45—52, 54 i 56—61 OfertaPublU, emitent lub sprzedający może przekazywać informacje określone w tych przepisach wyłącznie: osobom lub podmiotom świadczącym na jego rzecz usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego, jak również tym, z którymi prowadzi negocjacje; osobom lub podmiotom uprawnionym do otrzymania tych informacji w przypadkach określonych we właściwych przepisach prawa polskiego lub obcego; spółce prowadzącej rynek regulowany w zakresie, w jakim jest to niezbędne do zawieszenia obrotu papierami wartościowymi, prawami pochodnymi lub innymi instrumentami z nimi powiązanych w przypadku, o którym mowa w art. 20 ust. 2 ObrInstrFinU. Natomiast zgodnie z ust. 2 tego przepisu, osoby i podmioty, o których była mowa wcześniej, są obowiązane zachować poufność otrzymanych informacji.

W literaturze przedmiotu prezentowane są niejednolite stanowiska w zakresie kwalifikacji podmiotów wymienionych w art. 66 ust. 1 OfertaPublU jako insiderów pierwotnych. Jeden z poglądów zakłada, że gdyby uznać te podmioty za insiderów pierwotnych, o których mowa w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, byłyby one również objęte okresem zamkniętym w rozumieniu art. 159 ObrInstrFinU⁴⁰. Inni wskazują, że podmiotów tych nie można traktować jako posiadających dane informacje wprost z tzw. źródła wewnętrznego, gdyż informacje przekazywane w trybie art. 66 OfertaPublU ze swej istoty zawsze przekazywane są za pośrednictwem innej osoby, mającej dostęp do tego źródła⁴¹. Kolejny pogląd zakłada, że osoby, które uzyskały dostęp do informacji w trybie art. 66 OfertaPublU, stają się insiderami, wobec czego będą ich dotyczyły wszystkie ograniczenia w sferze prawa administracyjnego, jak również będą podlegały zagrożeniu sankcjami administracyjnymi⁴² i odpowiedzialności karnej⁴³.

Moim zdaniem, podmioty te jako osoby, które posiadają informację poufną w związku z dostępem do tej informacji z racji zatrudnienia, wykonywania zawodu, a także stosunku zlecenia lub innego stosunku prawnego o podobnym

³⁹ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 108.

⁴⁰ Tak K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 398.

⁴¹ Por. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 52; M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 308.

⁴² Na podstawie art. 174 ObrInstrFinU.

⁴³ Na podstawie art. 179—182 ObrInstrFinU; tak K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 398; M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 367.

charakterze, należą do kategorii insiderów pierwotnych *sensu largo*. Także część podmiotów wymienionych w art. 66 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, takich jak osoby lub podmioty świadczące na rzecz emitenta usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego, może spełniać kryteria przewidziane w art. 156 ust. 1 lit. a ObrInstrFinU jako inne osoby pozostające z emitentem lub wystawcą w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze. Podmiotem takim będzie np. radca prawny świadczący pomoc prawną na podstawie umowy zlecenia, i w takim przypadku będzie on objęty również okresem zamkniętym w rozumieniu art. 159 ObrInstrFinU. Jednakże w tej sytuacji związanie podmiotu świadczącego na rzecz emitenta usługi doradztwa prawnego umową zlecenia (wymogu z art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU) niejako wypiera regulację ogólną z art. 66 ust. 1 OfertaPublU. Zatem w niektórych przypadkach osoby wymienione w art. 66 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU mogą być jednocześnie insiderami pierwotnymi *sensu stricto*, jednak należy to rozpatrywać *a casu ad casum*, sytuacja taka bowiem nie zawsze musi mieć miejsce.

Potwierdza to niejako stanowisko prezentowane przez część doktryny, zgodnie z którym określenie rodzajów doradztwa, o jakich mowa w art. 66 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, powinno się odbywać w sposób elastyczny, mając na względzie umożliwienie emitentowi normalne funkcjonowanie jako podmiotu prowadzącego działalność gospodarczą. Z tego względu, w przypadku wątpliwości odnośnie do zakresu doradztwa⁴⁴, zasadne wydaje się stosowanie tej normy, mając na uwadze jej *ratio legis*⁴⁵.

W literaturze przedmiotu spotkać można stanowisko, zgodnie z którym treść art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. d ObrInstrFinU wymienia doradców jako kategorię insiderów odrębną od wskazanych w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, a zatem nie są oni objęci okresami zamkniętymi na podstawie art. 159 ObrInstrFinU⁴⁶. Wskazuje się jednocześnie, że doradców, o których mowa w art. 66 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, nie powinno się zaliczać do kategorii osób pozostających z emitentem w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze w rozumieniu art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, skoro wprost zakwalifikowani zostali do odrębnej kategorii insiderów na podstawie art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. d ObrInstrFinU, a posiadanych przez nich informacji poufnych nie należy uznawać za uzyskane ze źródła wewnętrznego, lecz przekazane za pośrednictwem innej osoby⁴⁷.

W mojej ocenie, stanowisko to jest częściowo słuszne, jednak wymaga uściślenia. Należy się bowiem zgodzić z tezą, że doradcy zaliczeni zostali do kategorii odrębnej od insiderów wskazanych w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU. Jednakże twierdzenie, że doradcy, o których mowa w art. 66 ust. 1

⁴⁴ Na przykład usługi typu *investor relations*.

⁴⁵ M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 366.

⁴⁶ Zob. M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 308.

⁴⁷ Ibidem. Odmienne M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 108.

pkt 1 OfertaPublU, nie powinni zostać zakwalifikowani do osób pozostających z emitentem w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze w rozumieniu art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, skoro wprost zostali wskazani w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. d ObrInstrFinU, budzi wątpliwości.

Do grona insiderów pierwotnych zalicza się również osoby, które weszły w posiadanie informacji poufnych z racji zatrudnienia, wykonywania zawodu, jak również stosunku zlecenia lub innego stosunku prawnego o podobnym charakterze. Stosunkami prawnymi o podobnym charakterze są umowy, w których świadczenie insidera polega na usługach, czyli wykonywaniu dla emitenta czynności związanych z typowym dostępem do informacji poufnych⁴⁸. Ponadto, z uwagi na fakt, że katalog insiderów pierwotnych nie ma charakteru zamkniętego, na co wskazuje użyty w art. 156 ust. 1 pkt 1 ObrInstrFinU zwrot „w szczególności”, należy przyjąć, że pojęcia „zatrudnienie” oraz „wykonywanie zawodu” nie odnoszą się wyłącznie do struktur emitenta, lecz obejmują każdy inny rodzaj zawodu czy zatrudnienia, z którego wynika dostęp do informacji poufnych. W konsekwencji insiderami pierwotnymi w rozumieniu art. 156 ust. 1 pkt 1 ObrInstrFinU mogą być również osoby zatrudnione lub pełniące funkcje w instytucjach, urzędach lub organach państwowych, które w związku ze swoim zatrudnieniem mają dostęp do informacji poufnych dotyczących, nawet w pośredni sposób, określonej grupy emitentów⁴⁹. Stąd też do kategorii insiderów pierwotnych można zaliczyć urzędników organów administracji, zwłaszcza sprawujących nadzór nad rynkiem finansowym, tj. członków Komisji oraz pracowników jej urzędu, pracowników i osoby pełniące funkcje w organach Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, spółek prowadzących giełdę i innych podmiotów organizujących publiczny obrót, osoby zatrudnione w prokuraturze, sądach, ministerstwach czy organach administracji skarbowej⁵⁰. Osoby te mogą uczynić użytek z informacji poufnych, do których mają dostęp, jedynie w sposób zgodny z wykonywanym zawodem czy stosunkiem zatrudnienia, a nie w celu osiągnięcia prywatnej korzyści⁵¹.

Prima facie tak szeroka kategoryzacja pojęcia insidera pierwotnego jest dość dyskusyjna. O ile nie ulega wątpliwości, że status ten posiadają osoby zatrudnione u emitenta lub wykonujące zawód w ramach jego struktury organizacyjnej, o tyle objęcie zakresem podmiotowym insiderów pierwotnych, pod-

⁴⁸ Na przykład umowy o świadczenie usług przez osoby o określonych kwalifikacjach zawodowych, jak biegli rewidenci, którzy dokonują czynności rewizji finansowej, tj. m.in. badania i przeglądania sprawozdań finansowych, czy np. adwokaci, radcy prawni, doradcy podatkowi, doradcy ekonomiczni, którzy na podstawie umowy zlecenia czy umowy o dzieło przygotowują dla emitenta opinie, biznesplany, badania rynku itp., a w związku z wykonywanymi czynnościami uzyskują dostęp do informacji poufnych dotyczących emitenta.

⁴⁹ Na przykład będą to informacje dotyczące całej branży, w której działa dany emitent.

⁵⁰ Por. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 366—367.

⁵¹ Por. K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 7.

miotów zupełnie niezależnych od emitenta, może wydawać się nieuzasadnione. Jednak, w mojej ocenie, osoby takie, jak pracownicy Urzędu Komisji, sądów, prokuratury czy inne wcześniej wymienione, należą do kategorii insiderów pierwotnych. Po pierwsze, z uwagi na wskazane już wcześniej ich normatywne umocowanie. Po drugie, ze względu na fakt, że osoby te niejako „mają prawo” dostępu do informacji poufnych, tzn. sam ustawodawca przewiduje, że również podmioty występujące poza strukturą emitenta będą normatywnie uprawnione do tego, aby legalnie wejść w posiadanie tych informacji, np. w wyniku realizacji ustawowych uprawnień przysługujących Komisji na podstawie art. 66 OfertaPublU.

Jako argument *a contratio*, według mnie niesłusznie, przyjmuje się, że pracownik KNF, który wszedł w posiadanie informacji poufnej, uzyskując ją w wyniku realizacji ustawowych uprawnień przysługujących mu na podstawie art. 66 OfertaPublU, *de facto* uzyskał taką informację od podmiotu związanego ze spółką, np. członka zarządu, a więc od insidera pierwotnego, a zatem pracownika KNF można uznać za insidera wtórnego⁵².

Poza tym, zgodnie z art. 156 ust. 3 ObrInstrFinU, w przypadku uzyskania informacji poufnej przez osobę prawną lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej zakaz, o którym mowa w art. 156 ust. 1 ObrInstrFinU, dotyczy również osób fizycznych, uczestniczących w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w imieniu lub na rzecz tej osoby prawnej lub jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej. Dotyczy to przede wszystkim członków organów zarządzających i nadzorczych osób prawnych, a w przypadku spółek osobowych — wspólników, którzy prowadzą sprawy spółki i ją reprezentują. Ustawodawca kładzie nacisk na faktyczne uczestniczenie określonych osób w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, bez względu na ich prawną kwalifikację⁵³.

2.2. Insiderzy wtórni (tzw. *secondary insiders*)

2.2.1. Podmioty posiadające informację w wyniku popełnienia przestępstwa (tzw. *criminal insiders*)

Normatywnie, zgodnie z art. 156 ust. 1 pkt 2 ObrInstrFinU, wyodrębniona została kategoria podmiotów, które posiadają informację poufną w wyniku po-

⁵² Podobnie A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 52.

⁵³ K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 8.

pełnienia przestępstwa, tzw. *criminal insiders*⁵⁴. W doktrynie pojawia się stanowisko, zgodnie z którym podmioty te zalicza się do insiderów pierwotnych, gdyż uzyskują informacje poufne niejako bezpośrednio „u źródła”, tj. bezpośrednio od emitenta⁵⁵. Zdaniem części doktryny, podmioty takie „wdzierają się” na pozycję insidera pierwotnego, dzięki czemu posiadane przez nich informacje poufne mogą cechować się wysokim poziomem prawdopodobieństwa⁵⁶.

Jednak nawet jeżeli podmioty te uzyskały informacje poufne bezpośrednio od emitenta, czyli w rzeczywistości od członka zarządu, pełnomocnika czy pracownika spółki, a zatem od insidera pierwotnego, lub posiadają je w wyniku popełnienia przestępstwa polegającego na włamaniu się do siedziby emitenta lub jego systemu informatycznego, to tym samym nie uzyskują statusu insiderów pierwotnych. W moim przekonaniu bowiem, jak już wcześniej wskazano, *insider* pierwotny niejako „ma prawo” do posiadania informacji poufnych. Dlatego też osoby posiadające informację poufną w wyniku popełnienia przestępstwa powinny stanowić odrębną od insiderów pierwotnych grupę podmiotów również z uwagi na fakt, że tych drugich wyróżnia przede wszystkim szczególna więź łącząca ich z emitentem, oparta w zasadzie na stałych, sformalizowanych relacjach, lub też umocowanie ustawowe do posiadania tego rodzaju informacji. Natomiast uzyskanie informacji poufnych w wyniku przestępstwa może mieć, a w głównej mierze będzie miało, charakter przypadkowy i incydentalny.

W literaturze przedmiotu pojawia się także stanowisko, zgodnie z którym tę kategorię podmiotów plasuje się poza zbiorem insiderów pierwotnych czy wtórnych⁵⁷. W mojej ocenie, tzw. *criminal insiders* nie stanowią kategorii odrębnej od insiderów pierwotnych czy wtórnych⁵⁸. Uważam, że podział insiderów na pierwotnych albo wtórnych jest dychotomiczny i logiczny, mimo że ustawodawca nie ułatwił przedstawicielom doktryny wypracowania jednolitego stanowiska w tym względzie.

Warto przy tym zwrócić uwagę na dyspozycję normy zawartej w art. 156 ust. 1 pkt 2 ObrInstrFinU. Przepis mówi o osobach, które posiadają informację poufną w wyniku popełnienia przestępstwa, zatem wykładnia językowa nie prowadzi do wniosku, aby samo uzyskanie informacji poufnej nastąpiło w wyniku popełnienia przestępstwa. Wobec tego należy się zgodzić z poglądem, że o kwalifikacji osoby jako posiadacza informacji poufnych nie decyduje popełnienie czynu zabronionego określonego typu, ale wystąpienie skutku, jakim jest

⁵⁴ Na przykład osoba, która wykrada z siedziby spółki dokumenty zawierające informacje poufne, czy też osoba, która zapoznaje się z nieprzeznaczoną dla niej korespondencją, jeżeli zostały spełnione przesłanki z art. 267 KK, przez kradzież dokumentu, czy zaznajamiania się z poufną dokumentacją podczas włamania.

⁵⁵ Tak K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 7.

⁵⁶ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 108.

⁵⁷ Tak A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 52.

⁵⁸ Podobnie A. CHŁOPECKI, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Prawo rynku...*, s. 285.

bezprawne wejście w posiadanie informacji poufnych⁵⁹. Przepęstwem, którego popełnienie umożliwia wejście w posiadanie informacji poufnej, jest przede wszystkim czyn określony w art. 267 Kodeksu karnego⁶⁰, czyli uzyskanie bez uprawnień dostępu do informacji przez otwarcie zamkniętego pisma, podłączenie się do sieci telekomunikacyjnej lub przełamanie albo omińnięcie elektronicznego, magnetycznego, informatycznego lub innego jej zabezpieczenia⁶¹. Bezprawne wejście w posiadanie informacji poufnych może być efektem popełnienia przęstw określonych w rozdziale XXXV KK, czyli przęstw przeciwko mieniu. Uzyskanie informacji poufnych może także stanowić skutek popełnienia przęstwa wymuszenia z art. 282 KK⁶² lub łapownictwa z art. 228 KK⁶³.

2.2.2. Podmioty uzyskujące informacje w inny sposób

W rozumieniu art. 156 ust. 1 pkt 3 ObrInstrFinU, za insiderów wtórnych należy uznać osoby, które posiadają informację poufną pozyskaną w sposób inny niż określony w art. 156 ust. 1 pkt. 1 i 2 ObrInstrFinU, jeżeli wiedziały lub przy dołożeniu należytej staranności mogły się dowiedzieć, że jest to informacja poufna. Część przedstawicieli doktryny za insiderów wtórnych uznaje wyłącznie podmioty z art. 156 ust. 1 pkt 3 ObrInstrFinU, pomijając tym samym tzw. *criminal insiders*⁶⁴.

Należy zgodzić się z poglądem, że wymieniona kategoria ma charakter generalny i odnosi się do każdej osoby zdolnej do ponoszenia odpowiedzialności prawnej danego rodzaju, jeżeli ta znalazła się w posiadaniu informacji poufnej w sposób inny niż insiderzy pierwotni⁶⁵ oraz tzw. *criminal insiders*. Uzyskanie

⁵⁹ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1496.

⁶⁰ Ustawa z 6 czerwca 1997 r. — Kodeks karny (Dz.U. 1997.88.553 z późn. zm.), [dalej: KK].

⁶¹ Przykładem takiego insidera będzie odbiorca listu, faksu czy wiadomości e-mail, które nie były do niego adresowane, jednak ten pokusił się o zapoznanie się z ich treścią.

⁶² Zgodnie z którym, kto w celu osiągnięcia korzyści majątkowej przemocą, groźbą zamachu na życie lub zdrowie, albo gwałtownego zamachu na mienie, doprowadza inną osobę do rozporządzenia mieniem własnym lub cudzym albo do zaprzestania działalności gospodarczej, podlega karze pozbawienia wolności od roku do lat 10.

⁶³ Gdzie zgodnie z § 1, kto, w związku z pełnieniem funkcji publicznej, przyjmuje korzyść majątkową lub osobistą, albo jej obietnicę, podlega karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 8.

⁶⁴ Tak też A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 52; K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 7; M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1496.

⁶⁵ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 114, który jednak zalicza do kategorii insiderów pierwotnych również tzw. *criminal insiders*.

statusu insidera wtórnego uwarunkowane jest elementem obiektywnym, którym jest posiadanie wiedzy, oraz elementem subiektywnym w postaci świadomości znaczenia posiadanej informacji⁶⁶. Elementem koniecznym uznania osoby za insidera wtórnego jest jego świadomość, że posiada informację poufną. Decydujące znaczenie mają tu obiektywne mierniki należytej staranności dotyczące każdej osoby, która znalazła się w sytuacji umożliwiającej jej wejście w posiadanie informacji. Podstawą określenia takich mierników są wzorce wynikające z przepisów prawa, praktyk zawodowych czy określone zwyczaje związane z pewnymi typami czynności, w których może dojść do pozyskania informacji poufnych. I tak też osoby, które uzyskują jedynie rekomendację dokonania określonej transakcji, nie zostaną zaliczone do kręgu insiderów wtórnych, jeżeli nie wiedziały lub przy dołożeniu należytej staranności nie mogły się dowiedzieć, że rekomendacja opiera się na informacji poufnej⁶⁷.

Insiderzy wtórni najczęściej znajdują się poza strukturą organizacyjną emitenta i są przypadkowymi oraz jednorazowymi dysponentami informacji poufnych, dlatego też muszą polegać na rzetelności osób, które przyczyniły się do pozyskania przez nich informacji, czy zakładać prawdziwość dokumentów, z którymi się zetknęli. W zasadzie są oni pozbawieni możliwości weryfikacji posiadanej wiedzy, a często również oceny znaczenia posiadanych informacji. Ponadto, biorąc pod uwagę znikomą znajomość przepisów prawa przez społeczeństwo, mogą powstawać sytuacje, w których grupa osób należąca do kategorii insiderów wtórnych nie będzie miała świadomości co do niezgodnego z prawem wykorzystania lub ujawnienia informacji poufnych⁶⁸.

Należy zatem zgodzić się z tezą, że art. 156 ust. 1 pkt 3 ObrInstrFinU niejako „domyka” zakres podmiotowy insiderów i przesądza o powszechnym charakterze zakazów przewidzianych w art. 156 ObrInstrFinU, zgodnie z którym każda osoba, niezależnie od wykonywanego zawodu czy sprawowanej funkcji, zobowiązana jest do powstrzymywania się od wykorzystywania, ujawniania czy udzielania rekomendacji, i to niezależnie od tego, w jaki sposób weszła w posiadanie informacji poufnej. W tym też znaczeniu, z punktu widzenia doktrynalnego, kategoria insiderów wtórnych określonych w art. 156 ust. 1 pkt 3 ObrInstrFinU dotyczy osób, które uzyskują dostęp do informacji poufnej z drugiej ręki, tj. najczęściej za pośrednictwem insiderów pierwotnych⁶⁹. Bez znaczenia pozostaje, czy odbyło się to za zgodą, czy też wiedzą tych ostatnich⁷⁰. Przy czym dla zakwalifikowania danej osoby jako insidera wtórnego indyferentna prawnie pozostaje okoliczność, czy informacja została pozyskana od insidera pierwotnego,

⁶⁶ Tak A. CHŁOPECKI, *Informacja poufna...*, s. 386.

⁶⁷ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1496—1497.

⁶⁸ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 105.

⁶⁹ Tak A. CHŁOPECKI, w: *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 215; K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 7.

⁷⁰ Por. M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 1003.

czy od jakiegokolwiek innej osoby posiadającej informację⁷¹. *Insider* wtórny może uzyskać informację poufną w sposób przypadkowy, bądź od insidera pierwotnego, bądź też od innego insidera wtórnego, którego można nazwać insiderem wtórnym „pierwszego stopnia”⁷².

W związku z różnymi formami i możliwościami uzyskania statusu insidera wtórnego, moim zdaniem, zasadne jest wprowadzenie podkategorii wyodrębnionych ze względu na kryterium sposobu uzyskania informacji poufnej.

2.2.2.1. Osoby powiadomione (tzw. *tippees*)

Podkategorię insiderów wtórnych (osób powiadomionych, nazwanych w j. ang. *tippees*⁷³) stanowią osoby, które otrzymały informacje poufne od osób trzecich. Angielskie słowo *tip* oznacza informację użyteczną, podpowiedź pomagającą zrobić coś właściwie. Jego znaczenie bliskie jest znaczeniu słów *porada* czy *wskazówka*. Chodzi o przekazywanie informacji poufnych osobie nieuprawnionej, w celu umożliwienia korzystnego jej wykorzystania. W literaturze przedmiotu na określenie tego zjawiska używa się pojęcia tzw. *tippingu*, zgodnie z którym zarówno osoba przekazująca, jak i odbiorca świadomi są poufnego charakteru oraz wagi danej informacji, a zatem znają kontekst jej ujawnienia. Ponadto wskazuje się, że pojęcie *tippingu* jest znacznie węższe od pojęcia *ujawnienie informacji poufnej*, mimo że restrykcyjna wykładnia przepisów może prowadzić do podobnych rezultatów⁷⁴.

Kategoria osób powiadomionych nazwanych *tippees* obejmuje swym zakresem osoby, którym została przekazana informacja poufna, przy założeniu, że osoby te wiedziały, że przekazujący naruszył zakaz ujawniania informacji poufnych i mają świadomość charakteru przekazanej informacji przed jej ujawnieniem czy wykorzystaniem. Tak zwana *tippee* z reguły uzyska informację poufną z pierwszej ręki, tj. od insidera pierwotnego⁷⁵.

⁷¹ Zob. K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 7.

⁷² *Ibidem*.

⁷³ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 115.

⁷⁴ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne na rynku kapitałowym — obowiązki, procedury, sankcje*, HUK 2008, nr 1, s. 92.

⁷⁵ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 115.

2.2.2.2. Przypadkowi insiderzy (tzw. *accidental insiders*)

Przypadkowi insiderzy (tzw. *accidental insiders*) to grupa osób, które zetknęły się z informacją w sposób przypadkowy. Określenie *accidental* trafnie obrazuje rolę przypadku, który zdecydował, że pewna osoba znalazła się w gronie szeroko pojętych insiderów⁷⁶. Nie nawiązali oni świadomego kontaktu z osobą, która przekazała im informację, a samo jej pozyskanie nastąpiło w sposób przypadkowy, niejako mimochodem⁷⁷.

Przypadkowymi insiderami mogą się stać osoby zupełnie postronne, które nie posiadają żadnej znajomości rynku kapitałowego, np.: kierowca członka zarządu spółki, stewardesa, osoby siedzące przy sąsiednim stoliku w restauracji, które przez przypadek usłyszały rozmowę zawierającą poufne informacje. Takim przypadkowym zdarzeniem może być: podsłuchiwanie rozmowy w windzie czy w jakimkolwiek innym miejscu, podsłuchiwanie rozmowy telefonicznej czy też znalezienie w koszu poufnych dokumentów. W przypadku tej kategorii insiderów trudności może przysparzać udowodnienie, że osoba ta wiedziała, że posiadana przez nią informacja ma charakter poufny. Wydaje się, że samo dokonanie transakcji, która odbiega od dotychczasowej aktywności, nie jest wystarczające, by automatycznie przypisać jej świadomość posiadania informacji poufnej⁷⁸.

2.2.2.3. Zręczni inwestorzy (tzw. *astute investors*)

Trzecia wyróżniana w literaturze przedmiotu podkategoria insiderów wtórnych to tzw. zręczni inwestorzy (ang. *astute investors*)⁷⁹. Do grona tych podmiotów zalicza się osoby, które dysponują znacznym doświadczeniem oraz obszerną wiedzą i na podstawie skromnego zasobu danych z bardzo dużym prawdopodobieństwem mogą określić zaistnienie lub możliwość zaistnienia określonego zdarzenia⁸⁰. Wskazuje się, że w tym przypadku można mówić o wytworzeniu informacji poufnej przez zręcznego inwestora w drodze przetworzenia innych danych i informacji, zarówno dostępnych publicznie⁸¹, jak i niespełniających

⁷⁶ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 109.

⁷⁷ Ibidem, s. 116.

⁷⁸ Szerzej na temat odpowiedzialności zob. rozdział czwarty niniejszej pracy.

⁷⁹ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 116.

⁸⁰ Słowo *astute* w języku angielskim jest przymiotnikiem używanym do opisu osoby spostrzegawczej oraz zdolnej do trafnej oceny okoliczności.

⁸¹ Jak przekazane do publicznej wiadomości raporty czy analizy.

przesłanek precyzji plotek bądź pogłosek⁸². Uzasadnienia tej koncepcji poszukuje się w efekcie synergii, charakteryzującym informację jako wynik procesu myślowego, w którym łącznie rozpatrywane dwie niezależne informacje dają większy efekt od sumy efektów, jakie można uzyskać, analizując te same informacje oddzielnie⁸³. Wskazuje się przy tym, że granica pomiędzy informacjami wynikającymi z analizy fundamentalnej a informacją poufną wytworzoną przez zręcznego inwestora może być bardzo płynna, a dwie niezwiązane z sobą informacje łącznie mogą umożliwić stwierdzenie faktu o istotnym wpływie na cenę instrumentów finansowych⁸⁴. Zdaniem części doktryny, kategoria ta powinna zostać wyłączona z zakresu pojęcia *insider*⁸⁵, choć interpretacja przepisów prowadzi do odmiennego wniosku. Wskazuje się, że działalność tzw. zręcznych inwestorów przyczynia się do zwiększenia efektywności rynku kapitałowego, jednocześnie nie naruszając zasady równego dostępu inwestorów do informacji. Nie chodzi bowiem w tym przypadku o ilość dostępnych informacji, ale o użytek, jaki niektórzy potrafią z nich zrobić⁸⁶.

Rozważania takie prowadzą do wniosku, że *astute insider* uzyskuje ten status dopiero w momencie wytworzenia przez siebie informacji poufnej, abstrahując od kwestii świadomości samego emitenta o powstałej informacji poufnej, o której *de facto* i *de iure* wiedzy mieć nie musi. W tej sytuacji mamy do czynienia z wytwarzaniem informacji poufnej przez inwestora, być może dopiero potencjalnego akcjonariusza, niezwiązanego ze spółką żadnym stosunkiem prawnym klub faktycznym. Dyskusyjne może być samo zakwalifikowanie takiej informacji, jeśli przyjąć, że jest to niejako nowa informacja, do informacji poufnych.

Moim zdaniem, w pierwszej kolejności należy odnieść się do informacji jako takiej i przybliżyć koncepcję efektu synergii, jaki przejawia informacja. Jak wskazuje B. Stefanowicz, informacja ma cechę synergii, tj. wzmacnia efekt, jaki uzyskuje się w procesie jednoczesnego wykorzystania dwóch lub więcej informacji jednostkowych. Efekt ten powstaje dzięki obserwowaniu wybranego obiektu nie z jednej strony, lecz z dwóch lub większej liczby stron. Cecha synergii sprzyja pełniejszemu, głębszemu i szerszemu poznaniu świata oraz ułatwia podjęcie pewniejszych decyzji nawet przy mniejszych zasobach informacyjnych, dzięki łącznemu rozpatrywaniu pozyskanych informacji⁸⁷.

⁸² M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 116.

⁸³ Tak też B. STEFANOWICZ, *Informacja*, Warszawa 2004, s. 31.

⁸⁴ J. WELCH, M. PANNIER, E. BARRACHINO, J. BERND, P. LEDEBOER, *Comparative Implementation Of EU Directives — Insider Dealing and Market Abuse*, *The British Institute of International and Comparative Law*, CityResearch Series no. 8, dec. 2005, s. 74.

⁸⁵ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 116—117.

⁸⁶ Ibidem.

⁸⁷ Zob. B. STEFANOWICZ, *Informacja...*, s. 31; IDEM, *Informacja. Wiedza. Mądrość*. „Biblioteka Wiadomości Statystycznych”, T. 66, Warszawa 2013, s. 21.

Odebrana przez użytkownika informacja jest przez niego łączona ze znanymi mu wcześniej informacjami. Powoduje to, że kształtuje się w nim nowy obraz, uzależniony od odebranej nowej informacji oraz od uprzednio posiadanej już informacji w danej sprawie. W rezultacie obraz obiektu, jaki po odebraniu tej samej informacji powstanie u dwóch różnych odbiorców, mających odmienne poglądy i przekonania oraz rozmaite inne informacje, może różnić się bardziej niż to wynika bezpośrednio z dostarczonej nowej informacji. Sprzyjać to będzie potęgowaniu różnic w poglądach różnych osób na temat tych samych faktów, zdarzeń, zjawisk i procesów pod wpływem tych samych odebranych informacji⁸⁸.

Zdaniem B. Stefanowicza, ukazuje to wzajemną więź między trzema głównymi składnikami: znajomością faktów, doświadczeniem oraz kontekstem, który ukierunkowuje ich wykorzystanie. Wzajemna relacja przyczynia się do synergicznego współdziałania każdego ze składników, a więc wzbogaca wiedzę o dodatkowy potencjał użytkowy. To nie same fakty (dane) czy nawet informacje decydują o zachowaniu jednostki, ale jej doświadczenia, jak fakty te należy interpretować w określonej sytuacji (w danym kontekście), i jakie wnioski formułować⁸⁹.

Na gruncie przytoczonych rozważań, odnosząc koncepcję synergii do zagadnień będących przedmiotem niniejszego rozdziału, pojawia się zasadnicze pytanie, czy obraz (treść) powstały po zsumowaniu kilku informacji stanowi nowo powstałą informację poufną, czy jedynie wzmacnia efekt, jaki uzyskuje się wobec jednoczesnego wykorzystania poszczególnych informacji. Gdyby przyjąć tezę o wytworzeniu nowej informacji poufnej, to biorąc pod uwagę każdego tzw. zręcznego inwestora z osobna, owe wytwarzane informacje poufne byłyby różne, jak różne dla każdego z nich są doświadczenia, jak należy interpretować informacje jednostkowe i jakie wnioski formułować. Poza tym, taka ewentualna nowo powstała informacja poufna nie może opierać się na informacjach jednostkowych, które zostały już przekazane do publicznej wiadomości, wtedy bowiem nie można jej przypisać jednej z podstawowych cech informacji poufnej, jaką jest jej niejawność. Teoretycznie można sobie wyobrazić sytuację, w której inwestor posiadający informację poufną uzyskuje dodatkowe informacje, które pomogą mu stworzyć nowy obraz posiadanej uprzednio informacji poufnej lub też ewentualnie wykreować nową. Jednakże taki inwestor nie zostanie zakwalifikowany do omawianej w tym miejscu kategorii tzw. zręcznych inwestorów, posiada już bowiem status insidera z tytułu posiadanej uprzednio informacji poufnej.

Nawet gdyby opowiedzieć się za możliwością ewentualnego wytworzenia czy wykreowania informacji poufnej przez tzw. zręcznego inwestora, to kwe-

⁸⁸ Zob. B. STEFANOWICZ, *Informacja...*, s. 21–22.

⁸⁹ Ibidem, s. 68.

stia precyzyjności takiej informacji oraz jej prawdziwości budzi już poważne wątpliwości. Stąd też wyodrębnienie podkategorii tzw. zręcznych inwestorów jest wysoce kontrowersyjne oraz nie do końca wskazane, m.in. również z uwagi na brak definicji legalnej informacji jako takiej. Takie rozumowanie mogłoby prowadzić do osiągnięcia nieskończonej liczby insiderów wtórnych, a w konsekwencji do nałożenia na nich sankcji w przypadku ewentualnego wykorzystania czy ujawnienia wytworzonej przez nich samych informacji.

3. Zakres przedmiotowy

3.1. Wykorzystywanie informacji poufnej

3.1.1. Charakter zachowań podlegających zakazowi

Zgodnie z art. 156 ust. 4 ObrInstrFinU, wykorzystywaniem informacji poufnej jest nabywanie lub zbywanie, na rachunek własny lub osoby trzeciej, instrumentów finansowych na podstawie informacji poufnej będącej w posiadaniu tej osoby albo dokonywanie, na rachunek własny lub osoby trzeciej, innej czynności prawnej powodującej lub mogącej powodować rozporządzenie takimi instrumentami finansowymi.

Ratio legis regulacji dotyczących zakazu wykorzystywania informacji poufnych stanowi dążenie do zagwarantowania uczestnikom obrotu instrumentami finansowymi powszechnego i równego dostępu do informacji, która obiektywnie może w sposób istotny wpłynąć na cenę instrumentu finansowego. Natomiast celem zagwarantowania inwestorom powszechnego i równego dostępu do informacji poufnej jest stworzenie takich samych warunków przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, z zachowaniem reguł uczciwego obrotu i konkurencji⁹⁰.

Warunkiem *sine qua non* naruszenia zakazu jest dokonanie transakcji na podstawie informacji poufnej. Ustawodawca wskazuje na konieczność wystąpienia związku pomiędzy taką informacją a nabyciem lub zbyciem instrumentów finansowych, tj. gdy stanowi ona wyłączną bądź co najmniej główną przyczynę działania insidera nakierowanego na osiągnięcie korzyści majątkowej dla siebie lub dla innej osoby. Wobec tego nie stanowi wykorzystania informacji poufnych działanie, którego także dopuściłby się dany podmiot, gdyby nie dysponował

⁹⁰ Por. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte w prawie rynku kapitałowego a opcje menedżerskie*, PPH 2007, nr 5, s. 20.

informacją poufną⁹¹. Wykorzystywaniem informacji poufnych będą wszelkie działania, których podstawę stanowiła znajomość tej informacji⁹². Zamieszczenie wśród znamion zakazanego zachowania zwrotu „na podstawie informacji” wskazuje na subiektywny element działania⁹³. Jednakże weryfikacja elementu subiektywnego może być problematyczna z uwagi na znaczne trudności dowodowe⁹⁴.

Jeżeli *insider* posiadał informację poufną w czasie dokonywania transakcji objętych zakazem, jednak nie była ona głównym motywem jego działania, to takie zachowanie nie może zostać zakwalifikowane jako wykorzystywanie informacji. O tym, czy informacje poufne stanowiły podstawę dokonania transakcji wnioskujemy z odpowiedzi na pytanie, czy określone działania miałyby miejsce, mimo niewystąpienia zdarzenia lub okoliczności będących przedmiotem informacji poufnej. Pozytywny wynik tak przeprowadzonego testu wyklucza zaistnienie sytuacji, w której doszło do wykorzystania informacji poufnej, w szczególności gdy decyzja o nabyciu lub zbyciu instrumentów finansowych (określająca parametry zlecenia — przede wszystkim wolumen i cenę) zapadła zanim dana osoba weszła w posiadanie informacji⁹⁵.

W przypadku insiderów pierwotnych oraz *criminal insiders* zakaz wykorzystania informacji poufnych powstaje w momencie samego wejścia w ich posiadanie, natomiast w przypadku osób, które uzyskały takie informacje w inny sposób, ustawodawca wprowadza dodatkową przesłankę w postaci okoliczności, że osoby te wiedziały lub przy dołożeniu należytej staranności mogły się dowiedzieć, że jest to informacja poufna.

W stosunku do insiderów pierwotnych *sensu stricto* wymienionych *explicite* w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU ustawodawca domniemywa posiadanie wiedzy o tym, że dana informacja stanowi informację poufną, ponadto przewiduje zaostrzone sankcje karne⁹⁶. Domniemanie wykorzystania informacji poufnych zostało ustanowione art. 159 ObrInstrFinU, który reguluje zakaz dokonywania transakcji w okresach zamkniętych⁹⁷. Taki kształt regulacji, mimo że daleko idący, w mojej ocenie, w wyraźny sposób podkreśla szczególną rolę

⁹¹ K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 8.

⁹² W. WRÓBEL, w: G. Bogdan, K. BUCHAŁA, Z. ĆWIAKALSKI, M. DĄBROWSKA-KARDAS, P. KARDAS, J. MAJEWSKI, M. RODZYŃKIEWICZ, M. SZEWCZYK, W. WRÓBEL, A. ZOLL, *Kodeks karny. Część szczególna. Komentarz*, T. 2, art. 117—277, Kraków 1999, s. 980; zob. też wyrok NSA z 17 października 2014 r., II GSK 1359/13, Legalis nr 1219067.

⁹³ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1497.

⁹⁴ Por. M. PACHUCKI, *Informacja poufna po nowelizacji ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2005, nr 5, s. 11; D. OPALSKA, *Zakaz stosowania informacji wewnętrznych w działalności inwestycyjnej*, *Glosa do wyroku TS z 23.12.2009 r., C 45/08*, „Glosa” 2011, nr 3, s. 44.

⁹⁵ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 73.

⁹⁶ Por. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 52.

⁹⁷ Tak M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte...*, s. 18.

insiderów pierwotnych wymienionych w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, a także *per se* przesądza o ich wyjątkowej więzi z emitentem.

Wykorzystywanie informacji poufnych zawsze jest realizowane przez dokonywanie czynności prawnej, nie może ograniczać się do działań czysto faktycznych. Czynności prawne mające za przedmiot instrument finansowy mogą być dokonywane na rachunek własny lub osoby trzeciej, w charakterze zastępcy pośredniego — we własnym imieniu, lecz na cudzy rachunek, np. w przypadku realizacji zobowiązań wynikających z umowy zlecenia lub umowy komisji⁹⁸.

Zachowania objęte zakazem nie dotyczą tych, które polegają na wykorzystaniu informacji przy powstrzymaniu się od dokonania nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, zatem mogą polegać wyłącznie na działaniu⁹⁹. Zaniechanie dokonania transakcji nie stanowi w tym przypadku naruszenia przepisów ustawy, chociaż prowadziłyby do osiągnięcia zysku w przypadku powstrzymania się pod wpływem pozytywnej informacji od zbycia instrumentów finansowych, czy też uniknięcia straty w efekcie rezygnacji z transakcji nabycia ze względu na uzyskanie informacji negatywnej¹⁰⁰. Ponieważ zaniechanie dokonania transakcji to proces decyzyjny, który nie zostaje uzewnętrzniony, nie jest możliwe wykazanie, że powstrzymanie się od określonego działania jest efektem wykorzystania informacji. Szczególnie trudne byłoby wykazanie związku przyczynowego między posiadaniem informacji a zaniechaniem dokonania transakcji¹⁰¹. Nawet w przypadku, gdy zachowanie insidera wskazuje, że odstąpił on od nabycia lub zbycia instrumentu finansowego na podstawie posiadanej informacji poufnej¹⁰², nie można przyjąć naruszenia zakazu wykorzystania takiej informacji¹⁰³, mimo że teoretycznie wykorzystanie takiej informacji mogłoby polegać na zaniechaniu dokonania zamierzonej transakcji kupna lub sprzedaży instrumentu finansowego.

W praktyce ocena działań podejmowanych przez członków organów lub akcjonariuszy emitenta może być trudna. Pojawia się pytanie, czy członek zarządu, który jest jednocześnie akcjonariuszem i obejmuje nowe akcje w wykonaniu przysługującego mu prawa poboru, narusza zakaz wykorzystania informacji poufnych. Wydaje się, że w tym przypadku wykonanie prawa poboru co do zasady nie będzie stanowiło takiego wykorzystania, gdyż *insider* ten korzysta z uprawnienia przysługującego wszystkim akcjonariuszom, chyba że wystąpią

⁹⁸ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 70.

⁹⁹ Zob. R. KUCIŃSKI, *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2004, s. 91.

¹⁰⁰ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 70; odmiennie T. KRAWCZYK, *Normatywne ujęcie problematyki przestępczości „insider trading” w polskim prawie karnym*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2000, nr 61, s. 22.

¹⁰¹ Tak K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 9.

¹⁰² Na przykład w sytuacji, gdy *insider* odwołuje udzielone wcześniej zlecenie nabycia lub zbycia instrumentu finansowego.

¹⁰³ Zob. K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 9.

szczególne okoliczności uzasadniające przyjęcie, że posiadanie informacji poufnej było główną przyczyną jego działania¹⁰⁴. Podobnie należałoby ocenić sytuację, w której wykonywane jest prawo z obligacji zamiennych czy obligacji z prawem pierwszeństwa. Uprawnienie posiadane już wcześniej, później jest tylko realizowane. Co prawda dochodzi do nabycia instrumentów finansowych, ale nie w wyniku transakcji, zatem nawet gdyby decyzja uprawnionego była oparta na treści posiadanej informacji poufnej, to okoliczności realizacji prawa pozostają neutralne dla rynku¹⁰⁵.

Za wykorzystanie informacji poufnej nie powinno być również uważane działanie insidera, który postępuje odmiennie od prognozowanych zmian kursu, np. dokonując zbycia instrumentów finansowych, podczas gdy upublicznienie informacji poufnej spowodowałoby wzrost ceny tych instrumentów¹⁰⁶.

Obowiązująca regulacja w tym zakresie stanowi efekt implementacji art. 2 ust. 1 dyrektywy *Market Abuse*, którego redakcja wprowadza istotne wątpliwości interpretacyjne, dotyczące powiązania wykorzystania informacji z zachowaniem adresata a ich źródłem. Mianowicie w tekście dyrektywy użyte zostało sformułowanie *stosowanie (using)*, natomiast wcześniejsza regulacja zawarta w art. 2 ust. 1 dyrektywy Rady 89/592/EEC z 13.11.1989 r. w sprawie harmonizacji przepisów dotyczących wykorzystywania informacji poufnych¹⁰⁷ posługiwała się zwrotem *wykorzystywanie (taking advantage)*¹⁰⁸. Generalnie określenia te prowadzą do podobnych konsekwencji, zawsze dotyczą bowiem

¹⁰⁴ Ibidem.

¹⁰⁵ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 74.

¹⁰⁶ Zob. Opinia rzecznika generalnego J. Kokott, wyrok TS w sprawie C-45/08 *Spector Photo Group i Van Raemdonck*, pkt 66.

¹⁰⁷ Dz.Urz. WE L 334 z 18.11.1989 r., s. 30.

¹⁰⁸ Wątpliwości związane z interpretacją terminu „stosowanie informacji” stały się podstawą do wydania przez TS orzeczenia w sprawie C-45/08 *Spector Photo Group* (Zb.Orz. 2009, I-12073), w myśl którego okoliczność, że osoba, która posiada informacje poufne, nabywa lub zbywa na rachunek własny, lub na rzecz osoby trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio instrumenty finansowe, których dotyczy informacja, oznacza, że osoba ta „stosuje te informacje” w rozumieniu art. 2 ust. 1 dyrektywy *Market Abuse*, z zastrzeżeniem przestrzegania prawa do obrony, a w szczególności prawa do obalenia tego domniemania. Stanowisko przyjęte przez TS w orzeczeniu *Spector Photo Group* traktuje tzw. stosowanie informacji jako element działania dysponenta informacji poufnych. Sama okoliczność, że osoba znajdująca się w posiadaniu informacji poufnych dokonuje transakcji daje podstawę do twierdzenia, że informacja stanowiła integralny element jej procesu decyzyjnego. Oceny zachowania insidera dla ustalenia, czy „stosuje” on informacje w niedozwolony sposób należy, zdaniem TS, dokonywać w świetle celu dyrektywy, którym jest ochrona integralności rynków finansowych i wzmacnianie zaufania inwestorów opartego na równości informacyjnej stron transakcji. Tylko zachowanie polegające na stosowaniu informacji sprzecznych z tym celem stanowi, zdaniem TS, naruszenie zakazu stosowania informacji poufnych. W przeciwnym razie konieczne byłoby wykazanie adresatowi, że doszło do bezprawnego wykorzystania uprzywilejowania informacyjnego, a zatem dokonania transakcji w zamiarze osiągnięcia korzyści lub zmniejszenia strat.

sytuacji, w której głównym powodem działania jest posiadana informacja poufna¹⁰⁹. Zgodnie art. 2 ust. 1 dyrektywy *Market Abuse* w polskiej wersji językowej, zakazane jest wykorzystywanie informacji poufnych przez nabywanie lub zbywanie, albo próbę nabycia lub zbycia. Zatem polska regulacja odbiega pod tym względem od norm unijnych, nie obejmuje bowiem usiłowania¹¹⁰.

3.1.2. Przypadki wykorzystywania informacji poufnej

W literaturze wskazuje się na dopuszczalność zróżnicowanych sposobów rozporządzania akcjami¹¹¹. Czynnością prawną objętą zakazem będzie np. zawarcie umowy dotyczącej pozyskania i dostarczenia w terminie papierów wartościowych niezbędnych do dokonania rozrachunku w związku z transakcją krótkiej sprzedaży¹¹², której strony ponoszą ryzyko zmiany kursów¹¹³.

Zabronione jest rozporządzanie instrumentami finansowymi w jakikolwiek sposób, nie tylko przez ich przenoszenie, ale również przez obciążenie dokonane pod jakimkolwiek tytułem, czy to o charakterze darmym, czy też odpłatnie, osobiście czy przez pełnomocnika. Zakazane jest dokonywanie jakiejkolwiek czynności o charakterze zobowiązującym, jeżeli jej skutkiem może być rozporządzanie instrumentami finansowymi¹¹⁴. Zwolennicy przeciwnego poglądu wskazują, że mimo iż skutkiem takiej czynności jest rozporządzenie instrumentami finansowymi, wykorzystanie informacji poufnej nie prowadzi do osiągnięcia korzyści majątkowej przez osiągnięcie zysku lub uniknięcie straty¹¹⁵.

Moim zdaniem, czynności prawnych pod tytułem darmym nie należy wykluczać z zakresu przedmiotowego wykorzystywania informacji poufnych, gdyż sam ustawodawca wprowadza możliwość dokonania przez insidera innej czyn-

¹⁰⁹ Zob. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 52.

¹¹⁰ Ibidem.

¹¹¹ Tak A. SZUMAŃSKI, *Źródła prawa, wartość i znaczenie gospodarcze akcji*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19: *Prawo papierów wartościowych*, Red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006, s. 293—294.

¹¹² Celem transakcji krótkiej sprzedaży jest uzyskanie dochodu ze sprzedaży pożyczonych instrumentów finansowych, pożyczający bowiem oczekuje, że ich cena w chwili, gdy będzie je nabywał w celu oddania ich pożyczkodawcy, będzie niższa; tak R. CZERNIAWSKI, *Akcjonariusz*, Warszawa 2010, s. 445.

¹¹³ Por. K. ZACHARZEWSKI, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2010, s. 159.

¹¹⁴ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 70; odmiennie M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1500, który jednak kwalifikuje czynności prawne nieodpłatne jako zakazane na gruncie art. 159 ust. 1 ObrInstrFinU; zob. szerzej pkt 4.1.3 niniejszego rozdziału.

¹¹⁵ Za H.D. ASSMANN, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, § 14, n.b. 18.

ności prawnej powodującej lub mogącej powodować rozporządzenie instrumentami finansowymi, a nadto nie uzależnia wykorzystywania informacji poufnej od uzyskania korzyści majątkowej w postaci osiągnięcia zysku lub uniknięcia straty. Nawet gdyby założyć wymóg osiągnięcia korzyści, to w przypadku czynności prawnej o charakterze nieodpłatnym nie można wykluczyć w przyszłości ewentualnej korzyści osobistej¹¹⁶.

Wykładnia celowościowa przedmiotowej regulacji prowadzi do wniosku, że do rodzajów czynności objętych zakazem wykorzystywania informacji poufnych zaliczyć należy ustanowienie zastawu na instrumentach finansowych, którego skutkiem może być rozporządzenie instrumentami finansowymi. Obciążanie zastawem akcji spółki publicznej powoduje ustanowienie przez firmę inwestycyjną na rachunku zastawcy blokady tych akcji. Zastaw na instrumentach finansowych poddany jest szczególnej regulacji w rozporządzeniu w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych¹¹⁷. Instrumenty finansowe znajdujące się w publicznym obrocie mogą być przedmiotem zastawu ustanowionego na podstawie art. 327 i nast. Kodeksu cywilnego¹¹⁸, jak również zastawu rejestrowego ustanowionego na podstawie art. 22 ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów¹¹⁹. Zgodnie z art. 23 ZastRejU, wartość przejętych instrumentów finansowych ustala się po kursie notowań z końca dnia przejęcia. Stąd też zastawca może osiągnąć korzyść w związku z wykorzystaniem informacji poufnych, jeżeli zastawem rejestrowym zabezpieczona została wierzytelność wobec insidera posiadającego informacje poufne, których upublicznienie spowoduje spadek ceny instrumentów finansowych, na których ustanowiony jest zastaw. Zaspokojenie zastawnika z instrumentów finansowych, po upublicznieniu informacji poufnych i zmianie ich ceny, przynosi korzyść dysponentowi informacji. Ustanowienie zastawu na instrumentach finansowych może stanowić celowe działanie inwestycyjne, jeżeli czynność rozporządzająca podejmowana jest z zamiarem niezaspokojenia zastawcy przez dysponenta informacji poufnych z wierzytelności zabezpieczonej zastawem na instrumentach finansowych oraz doprowadzi do zbycia tych instrumentów¹²⁰.

W myśl art. 329 § 1 KC, umowa o ustanowienie zastawu powinna być zawarta na piśmie z datą pewną, zatem osoba będąca w posiadaniu informacji po-

¹¹⁶ Na temat wymogu osiągnięcia korzyści zob. szerzej uwagi poniżej.

¹¹⁷ Rozporządzenie Ministra Finansów z 24 września 2012 r. (Dz.U. 2012.1078 z późn. zm.), [dalej: PostFinwestR].

¹¹⁸ Ustawa z 23 kwietnia 1964 r. (Dz.U. 2014.121 z późn. zm.), [dalej: Kodeks cywilny lub KC].

¹¹⁹ Ustawa z 6 grudnia 1996 r. (Dz.U. 2009.67.569 z późn. zm.), [dalej: ZastRejU].

¹²⁰ Zob. M. MICHALSKI, *Zastaw na papierach wartościowych w obrocie tradycyjnym oraz na papierach dopuszczonych do publicznego obrotu*, Pr.Sp. 2000, nr 1, s. 12; P. SOKAL, *Zastaw zwykły i rejestrowy na akcjach*, Warszawa 2011.

ufnych mogłaby wykazać, że ustanowienie zastawu nastąpiło przed uzyskaniem takich informacji. Zgodnie z art. 3 ust. 1 ZastRejU, umowa zastawnicza przy zastawie rejestrowym powinna być zawarta na piśmie pod rygorem nieważności, a także wymaga wpisu do rejestru zastawów, który ma charakter konstytutywny¹²¹, co ułatwia wykazanie, że zastaw nie został ustanowiony na podstawie posiadanej informacji poufnej.

3.1.3. Wykorzystywanie informacji poufnej a osiągnięcie korzyści

Poddając analizie przypadki wykorzystywania informacji poufnej, należy zastanowić się nad ewentualną koniecznością osiągnięcia korzyści lub co najmniej działania w celu jej osiągnięcia, jako warunku naruszenia zakazu. Stanowisko doktryny nie jest w tym względzie jednolite.

Według jednego z poglądów, mimo że sama definicja ustawowa nie przewiduje takiego wymogu, trudno w sensie semantycznym wyobrazić sobie pojęcie wykorzystywania bez elementu korzyści czy to jako skutku, czy też przyczyny działania. Można nawet powiedzieć, że intuicja każe nam uznać korzyść za konstytutywny element jakiegokolwiek postaci wykorzystywania informacji¹²². Do naruszenia zakazu dochodzi w sytuacji wykorzystania przewagi informacyjnej w zakresie informacji niepodanych do publicznej wiadomości w celu osiągnięcia korzyści lub zmniejszenia strat za pomocą dokonania transakcji¹²³.

Zgodnie z innym poglądem, wykorzystywanie informacji poufnych dotyczy nabywania lub zbywania instrumentów finansowych albo dokonywania innej czynności prawnej, powodującej lub mogącej powodować rozporządzenie takimi instrumentami finansowymi, i to niezależnie od tego, czy wiąże się z osiągnięciem jakiegokolwiek korzyści majątkowej, czy osobistej¹²⁴.

Osiągnięcie korzyści może nastąpić na kilka sposobów. Jednym z nich jest sytuacja, w której *insider* w związku z wejściem w posiadanie informacji poufnej nabywa instrumenty finansowe, zanim informacja ta trafi do pozostałych uczestników rynku, a kolejno zbywa je w momencie, gdy przyswojenie infor-

¹²¹ Zob. J. GOŁACZYŃSKI, w: *Zastaw rejestrowy i rejestr zastawów. Komentarz*. Red. J. GOŁACZYŃSKI, M. LEŚNIAK. Warszawa 2009, s. 32—40; A. POREDA, w: *Zastaw rejestrowy i rejestr zastawów. Komentarz*, Red. R. DYBKA, K. GLIWIŃSKI, A. POREDA. Warszawa 2016, s. 26—42.

¹²² Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 75.

¹²³ Tak R. CZERNIAWSKI, w: M. WIERZBOWSKI, R. CZERNIAWSKI, *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 510.

¹²⁴ Tak A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 53.

macji przez rynek spowoduje wzrost ich ceny. Różnica pomiędzy ceną nabycia a zbycia to zysk, który stanowi korzyść insidera. Taka operacja jest możliwa tylko w przypadku tzw. dobrych wieści, czyli informacji pozytywnie wpływających na wartość instrumentów finansowych. Poza opisanym przypadkiem, każdy sposób uzyskania korzyści w związku z posiadaniem tzw. dobrych wieści może polegać na spekulacji związanej ze spodziewanym wzrostem ceny. Osiągnięcie zysku najczęściej będzie wynikiem zbycia uprzednio nabytych lub posiadanych instrumentów finansowych. W takim przypadku stwierdzenie uzyskania korzyści będzie możliwe dzięki wykazaniu samego faktu nabycia instrumentów finansowych oraz późniejszego wzrostu ich wartości¹²⁵.

Za osiągnięcie korzyści powinna również zostać uznana sytuacja, w której nie poniesiono straty w wyniku wykorzystania tzw. złych wieści, czyli informacji wpływających negatywnie na wartość instrumentów finansowych, przez zbycie posiadanych instrumentów, zanim o niekorzystnych informacjach dowiedzieli się pozostali uczestnicy obrotu¹²⁶.

Z tego też względu nabycie lub zbycie instrumentów finansowych powinno zostać uznane za wykorzystywanie informacji poufnej, jeżeli dokonywane jest zarówno w celu osiągnięcia zysku, jak i uniknięcia straty, które zawierają się w zakresie pojęcia „osiągnięcie korzyści”.

Mając na uwadze konstrukcję niniejszej pracy, a przede wszystkim fakt, że szczegółowe uwagi dotyczące odpowiedzialności za naruszenie zakazu wykorzystywania informacji poufnych zawarte zostały w dalszej jej części¹²⁷, w tym miejscu sygnalizuję jedynie samo zagadnienie uzyskania ewentualnej korzyści.

Istotną kwestię stanowi bowiem rozstrzygnięcie, czy dla przypisania odpowiedzialności za naruszenie zakazu wykorzystywania informacji poufnych decydująca jest korzyść osiągnięta w wyniku dokonania określonej transakcji, czy też wystarczająca jest sama intencja inwestora, nawet w przypadku gdy okoliczności rynkowe udaremniły jego plany. Można wyobrazić sobie sytuację, w której pozytywne informacje poufne stanowiące podstawę decyzji inwestycyjnej zostają zrównoważone przez negatywny wpływ innych okoliczności. W tym przypadku inwestor nie osiągnął zysku albo mógł ponieść stratę, ale nie w związku z brakiem zamiaru uzyskania korzyści, a w wyniku oddziaływania niezależnych od niego okoliczności. W takim przypadku zasadne wydaje

¹²⁵ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 75.

¹²⁶ Podobnie ibidem, s. 75—76, gdzie M. Górecki zwraca uwagę na potencjalną destruktywność wykorzystywania informacji poufnych stanowiących „złe wieści” dla rynku kapitałowego i gospodarki rynkowej. Wskazuje on na fakt, że wygenerowanie zdarzenia będącego przedmiotem informacji poufnej typu „zła wieść” jest dużo łatwiejsze niż uzyskanie pozytywnych efektów zarządzania, a skoro możliwe jest osiąganie zysków na podstawie informacji niekorzystnych dla sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa, to powstają negatywne bodźce dla osób zarządzających i nadzorujących spółki.

¹²⁷ Zob. rozdział czwarty.

się uznanie intencji inwestora za podstawowy wyznacznik tego, czy doszło do wykorzystania informacji poufnych¹²⁸. Zatem jeżeli głównym celem inwestora było osiągnięcie jak najkorzystniejszej sytuacji majątkowej, rozumianej jako zysk, lub co najmniej uniknięcie bądź ograniczenie grożących strat, to powinien on w przypadku zaistnienia pozostałych przesłanek ponieść odpowiedzialność z tytułu naruszenia zakazu wykorzystywania informacji poufnych¹²⁹.

W przypadku osób dokonujących transakcji na rachunek osób trzecich dla realizacji przesłanki osiągnięcia korzyści wystarczające wydaje się uzyskanie wynagrodzenia za wykonaną usługę. Przez takie wynagrodzenie należy rozumieć wszelkiego rodzaju korzyści majątkowe i osobiste otrzymane w zamian za wykonanie odpowiednich zleceń¹³⁰.

3.1.4. Zasięg obowiązywania zakazu wykorzystywania informacji poufnej

Terytorialny i przedmiotowy zakres zastosowania zakazu wykorzystywania informacji poufnej wyznacza art. 156 ust. 4 ObrInstrFinU, zgodnie z którym wykorzystywanie informacji poufnej może mieć miejsce wtedy, gdy dotyczy instrumentów finansowych, które:

- 1) są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub któregośkolwiek z innych państw członkowskich, lub są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku, niezależnie od tego, czy transakcja, której przedmiotem jest dany instrument, jest dokonywana na tym rynku, albo
- 2) nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub innego państwa członkowskiego, a ich cena lub wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny instrumentu finansowego określonego w pkt. 1;
- 3) są wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu organizowanego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub są przedmiotem ubiegania się o wprowadzenie do takiego systemu, niezależnie od tego, czy transakcja, której przedmiotem jest dany instrument, jest dokonywana w tym alternatywnym systemie obrotu, albo
- 4) nie są wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu organizowanego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a ich cena lub wartość zależy bez-

¹²⁸ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 76.

¹²⁹ Tak M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 999.

¹³⁰ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 76.

pośrednio lub pośrednio od ceny instrumentu finansowego określonego w pkt. 3.

Regulacja art. 156 ust. 4 ObrInstrFinU wyznacza terytorialny zakres zastosowania zakazu wykorzystania informacji poufnych oraz miejsce dokonania transakcji. Jednocześnie zakres stosowania przedmiotowego zakazu poddany został osobnej regulacji zawartej w art. 161a ObrInstrFinU, która omówiona zostanie w dalszej części pracy¹³¹. Jednak w celu zachowania systematyki oraz porządku prowadzonego wywodu, moim zdaniem, już w tym miejscu należy poczynić stosowne uwagi, które poniekąd stanowią integralną część samej definicji wykorzystywania informacji poufnych. Szczegółowe uwagi na temat wzajemnej relacji obu przepisów zostaną poczynione w dalszej części niniejszej pracy.

Zakaz wykorzystywania informacji poufnych obejmuje instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym oraz wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, a także instrumenty, które ubiegają się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym albo o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu. Zakaz obejmuje wszystkie transakcje, zarówno te, których przedmiotem są instrumenty finansowe, których miejscem dokonania jest rynek regulowany albo alternatywny system obrotu, jak i te, które mają miejsce poza rynkiem regulowanym albo alternatywnym systemem obrotu. Z uwagi na przenikanie się rynków w ramach EOG zakazem objęte zostały również transakcje instrumentami dopuszczonymi lub ubiegającymi się o dopuszczenie do obrotu na rynkach regulowanych państw członkowskich EOG, niezależnie od tego, czy transakcja, której przedmiotem jest dany instrument, jest dokonywana na tym rynku. Dzięki temu zakazy dotyczące wykorzystywania informacji poufnych obejmą również transakcje w ramach grup kapitałowych, w przypadku gdy jednostki zależne mają siedziby w różnych państwach członkowskich¹³².

Przedmiotem regulacji objęte zostały również instrumenty, które nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, jak również te, które nie są wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub innego państwa członkowskiego, ale ich cena lub wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny instrumentu finansowego dopuszczonego do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonego do alternatywnego systemu obrotu. Regulacja taka ma na celu zapobieganie możliwości obejścia zakazu za pomocą nabywania lub zbywania instrumentów pochodnych, jeżeli informacja poufna dotyczy ich instrumentu bazowego¹³³.

¹³¹ Zob. pkt 5 niniejszego rozdziału.

¹³² Za H.D. ASSMANN, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, § 12, n.b. 10.

¹³³ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1501.

3.1.5. Wyłączenia spod zakazu wykorzystania informacji poufnej

W świetle art. 156 ust. 7 ObrInstrFinU, wykorzystywania informacji poufnej nie stanowi zawieranie transakcji służących realizacji ustawowych zadań w zakresie polityki pieniężnej lub dewizowej państwa albo zarządzania długiem publicznym, zawieranych przez osoby uprawnione do reprezentowania właściwych organów państwowych, w tym Narodowego Banku Polskiego, a także przez Europejski System Banków Centralnych. Transakcje, które stanowią instrumenty polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego oraz Europejskiego Systemu Banków Centralnych, obejmują operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych, dewiz przez bank centralny¹³⁴.

Naruszenia zakazu wykorzystywania informacji poufnych nie stanowią również transakcje nabywania instrumentów finansowych w celu stabilizacji ich ceny w obrocie na rynku regulowanym w trybie, terminie i na warunkach określonych w przepisach, o których mowa w art. 39 ust. 3 pkt 1 ObrInstrFinU¹³⁵. Wymagają one podania do publicznej wiadomości informacji o możliwości podjęcia stabilizacji oraz o okresie jej rozpoczęcia i zakończenia.

Z podobnych przyczyn nie dojdzie do wykorzystywania informacji przy nabywaniu akcji własnych przez spółkę publiczną lub podmiot działający na jej rachunek w trybie, terminie i na warunkach określonych w przepisach, o których mowa w art. 39 ust. 3 pkt 1 ObrInstrFinU. W takim przypadku emitent podaje do publicznej wiadomości informacje dotyczące celu odkupu, maksymalnego wynagrodzenia, maksymalnej liczby akcji, które mają być nabyte, oraz okresu programu odkupu¹³⁶.

Ustawodawca spod zakazu wyłącza również transakcje stanowiące wykonanie umowy zobowiązującej do zbycia lub nabycia instrumentów finanso-

¹³⁴ Krytyczne stanowisko wobec ustanowienia dla państwa oraz jego organów pewnego rodzaju immunitetu, upoważniającego do niestosowania się do zasad przewidzianych dla ogółu, o ile operacja rynkowa ma na celu realizację polityki pieniężnej, dewizowej lub obsługę długu publicznego, prezentuje M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 77–78.

¹³⁵ Czyli w trybie, terminie i na warunkach określonych w przepisach rozporządzenia Komisji (WE) nr 2273/2003 z 22 grudnia 2003 r. wykonującego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych (Dz.Urz. WE L 336 z 23.12.2003 r.).

¹³⁶ Zob. A. DULINIEC, *Operacje wykupu przez spółkę własnych akcji*, W: *Zarządzanie finansami. Cele — organizacja — narzędzia*, T. 2, Red. D. ZARZECKI, Warszawa 2001, s. 375–380; A. OPALSKI, *Umorzenie akcji spółki publicznej — zagadnienia wybrane*, „Monitor Prawa Handlowego” 2011, T. 2, s. 10 i nast.; M. MICHALSKI, *Umorzenie definitywne akcji w świetle przepisów kodeksu handlowego oraz ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Pr.Sp. 1999, nr 10, s. 7 i nast.

wych, zawartej na piśmie z datą pewną¹³⁷ przed uzyskaniem informacji poufnej. Uzasadnieniem dla tego typu wyłączenia jest brak przewagi informacyjnej w chwili zawierania takiej umowy, a także brak możliwości jej wykorzystania przez zawieranie fikcyjnych umów zobowiązaniowych lub antydatowanych¹³⁸. Rozwiązanie takie stanowi minimalny wymóg, który pozwala zagwarantować, że umowa rzeczywiście została zawarta wcześniej. W praktyce obrotu umowy z datą pewną są rzadko spotykane¹³⁹. Przedmiotowe wyłączenie spod zakazu wykorzystywania ustawodawca wiąże również z momentem uzyskania informacji poufnej. Biorąc pod uwagę trudności dowodowe w ustaleniu, kiedy dana osoba weszła w posiadanie informacji poufnej, a przede wszystkim kiedy w ogóle powstała określona informacja poufna, samo zawarcie umowy na piśmie z datą pewną nie gwarantuje, że została ona zawarta po uzyskaniu takiej informacji.

Nie stanowi wykorzystywania informacji poufnej zawieranie transakcji lub nabywanie instrumentów finansowych przez podmiot rozliczający, jeżeli następuje to w bezpośrednim związku z dokonywaniem rozliczenia transakcji. W tym przypadku ma miejsce tzw. nowacja rozliczeniowa¹⁴⁰, w której podmiot rozliczający staje się nabywcą dla każdego sprzedawcy i sprzedawcą dla każdego nabywcy¹⁴¹. Transakcja ma bezpośredni związek z rozliczeniem, jeżeli zobowiązanie, które wynika z pierwotnej transakcji między uczestnikami rynku, wygasa i zastąpione zostaje zobowiązaniem podmiotu pośredniczącego, opartym na innej podstawie prawnej. W tym przypadku osiągnięcie przez insidera korzyści, której z drugiej strony odpowiada poniesienie straty przez innego inwestora, wynika z uprzedniej transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a nie z transakcji dokonanej wtórnie przez podmiot pośredniczący w rozliczeniu¹⁴².

Warto zwrócić uwagę na jeszcze jeden wyjątek od zakazu wykorzystywania informacji poufnych, którego nie przewiduje ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, jednak doktryna wskazuje na jego zaakceptowanie na gruncie prawa polskiego w rezultacie interpretacji uwzględniającej regulacje unijne¹⁴³. I tak

¹³⁷ J. STRZEBINCYK, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, Red. E. GNIEWEK, P. MACHNIKOWSKI, Warszawa 2016, s. 225—226.

¹³⁸ K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 10.

¹³⁹ Por. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 54.

¹⁴⁰ Zob. B. JAGODZIŃSKI, *Nowacja rozliczeniowa transakcji pochodnych*. „Monitor Prawa Bankowego” 2013, nr 10, s. 91; J.M. SZEWCZYK, *Nowacja rozliczeniowa transakcji derywatywnych*, PPH 2014, nr 1, s. 53 i nast..

¹⁴¹ Zob. art. 2 ust. 1 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. UE L 2012.201.1 ze zm.), [dalej: rozporządzenie EMIR].

¹⁴² Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, 2014, s. 1251.

¹⁴³ K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 10.

też, zgodnie z pkt. 29 Preambuły dyrektywy *Market Abuse*, posiadanie dostępu do informacji wewnętrznych (poufnych) odnoszących się do innej spółki i wykorzystywanie ich w kontekście publicznej oferty przejęcia w celu uzyskania kontroli nad tą spółką lub połączenia się z tą spółką nie powinno samo w sobie być uznawane za stanowiące wykorzystywanie informacji poufnych. Regulacja ta dotyczy informacji odnoszących się do sytuacji majątkowej i prawnej spółki, uzyskanych np. w toku kontroli *due diligence*, która poprzedza ogłoszenie wezwania nabycia lub zamiany akcji, mającego na celu przejęcie kontroli nad spółką lub połączenie się z nią¹⁴⁴.

Celem ogłoszenia wezwania jest zmniejszenie wpływu transakcji nabycia na wahania cen rynkowych podczas skupowania znacznej ilości akcji, a jego przeprowadzenie związane jest z przestrzeganiem określonych reguł ustalania ceny¹⁴⁵. Cena zostaje określona odrębnie dla każdego z rodzajów akcji i nie może być niższa od średnich cen rynkowych ustalonych w odpowiednich okresach¹⁴⁶. Celem ustalenia poziomu ceny minimalnej jest zagwarantowanie akcjonariuszom porównywalnych warunków sprzedaży lub zamiany oraz wykluczenie możliwości wykorzystania uprzywilejowania informacyjnego w związku z ogłoszeniem wezwania przez niektórych akcjonariuszy¹⁴⁷.

Mimo że polska regulacja nie zawiera przepisu, który w wyraźny sposób dopuszczałby w tym przypadku wyjątek od zakazu wykorzystywania informacji poufnych, w doktrynie postuluje się jego wprowadzenie, zgodnie z zastosowaniem wykładni pronunijnej. Nabycie akcji spółki w wyniku publicznego wezwania złożonego w celu przejęcia kontroli nie będzie naruszać przedmiotowego zakazu nawet w sytuacji, gdy w ramach negocjacji służących przygotowaniu takiego wezwania podmiot wzywający uprzednio uzyskał dostęp do informacji poufnych¹⁴⁸. Jednak nabywanie instrumentów finansowych innych niż określone w treści wezwania, na podstawie informacji uzyskanych w związku z planowanym publicznym wezwaniem, może stanowić wykorzystanie informacji poufnej¹⁴⁹.

Samo połączenie spółki nie jest spowodowane uzyskaniem dostępu do informacji poufnej, gdyż najpierw podejmowana jest decyzja o połączeniu, a *due*

¹⁴⁴ Ibidem; M. ROMANOWSKI, *Nabywanie akcji w trybie publicznego wezwania*, PPH 1999, nr 11, s. 4; G. DOMAŃSKI, M. GOSZCZYK, *Nabycie akcji spółki publicznej — obowiązek ogłaszania wezwań*, PPH 2007, nr 4, s. 4.

¹⁴⁵ Por. M. DYŁ, *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19..., s. 790.

¹⁴⁶ Zob. A. FAMIŃSKI, w: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Red. M. MICHAŁSKI, Warszawa 2014, s. 479 i nast.

¹⁴⁷ Zob. G. DOMAŃSKI, w: A. CHŁOPECKI, G. DOMAŃSKI, R. JURGA, M. MICHAŁSKI, L. SOBOLEWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 1052.

¹⁴⁸ K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 10.

¹⁴⁹ Za Ch. PAWLIK, in: *Kölner Kommentar zum WpHG*, Eds. H. HIRTE, T.M.J. MÖLLERS, Köln—Berlin—München 2007, § 14, n.b. 34.

dilligence stanowi jej skutek i jest jednym z etapów procesu zmierzającego do połączenia. Co do zasady, badanie *due dilligence* nie powinno prowadzić do uzyskania informacji poufnych, emitent bowiem jest zobowiązany do ich niezwłocznego upubliczniania. Jednakże w wyniku przeprowadzonego badania potencjalny nabywca spółki może uzyskać dostęp do tego rodzaju informacji i nie może ich ujawnić osobie trzeciej, jak również wykorzystywać w innym celu niż połączenie. Natomiast w gestii spółki, która objęta jest badaniem, leży odpowiednie zabezpieczenie przed bezprawnym ujawnieniem informacji. W tym kontekście ważną rolę odgrywa stosowanie klauzul umownych zapewniających ochronę informacji, a także przestrzeganie zasady, że dostęp do informacji powinna mieć tak mała, jak to tylko możliwe, grupa osób¹⁵⁰.

3.2. Ujawnianie informacji poufnej

3.2.1. Istota i charakter zakazu

Zgodnie z art. 156 ust. 5 ObrInstrFinU, ujawnieniem informacji poufnej jest przekazywanie, umożliwianie lub ułatwianie wejścia w posiadanie przez osobę nieuprawnioną informacji poufnej dotyczącej: jednego lub kilku emitentów lub wystawców instrumentów finansowych, o których mowa w ust. 4 pkt 1 ObrInstrFinU; jednego lub kilku instrumentów finansowych określonych w ust. 4 pkt 1 ObrInstrFinU; nabywania albo zbywania instrumentów finansowych określonych w ust. 4 pkt 1 ObrInstrFinU.

Ratio legis zakazu ujawniania informacji poufnej jest stworzenie gwarancji równości informacyjnej uczestników rynku i zapobieganie narastaniu asymetrii informacyjnej w wyniku nieuzasadnionego rozszerzania kręgu dysponentów informacji poufnych. Regulacja pełni funkcję prewencyjną, gdyż przeciwdziała rozprzestrzenianiu się informacji i pozwala ograniczyć jej dostępność do niewielkiego kręgu osób uprawnionych do jej posiadania. Im większa liczba osób ma wiedzę o informacji, tym większe istnieje ryzyko dokonania transakcji z jej wykorzystaniem ze szkodą dla pozostałych inwestorów.

Zachowania stanowiące naruszenie zakazu ujawnienia informacji poufnej zostały szeroko ujęte przez ustawodawcę i mogą mieć zarówno postać działa-

¹⁵⁰ W tym też celu zawierane są umowy o zachowanie poufności (ang. *non-disclosure agreement* — NDA, lub *confidential disclosure agreement* — CDA). Na ten temat zob. szerzej S. KUBSIK, *Przedkontraktowa odpowiedzialność odszkodowawcza z tytułu nieuczciwych negocjacji*, Warszawa 2015, s. 188.

nia, jak i zaniechania¹⁵¹. Ułatwienie bądź umożliwienie wejścia w posiadanie informacji poufnych przez osobę nieuprawnioną może nastąpić wobec niedochowania ciążących na danej osobie obowiązków¹⁵². Wątpliwości interpretacyjnych może przysporzyć ustalenie, kiedy dana osoba nie będzie uprawniona do posiadania określonej informacji. Ujawnienie informacji poufnej nie będzie miało miejsca w przypadku przekazania jej osobie, której wcześniej była już ona dostępna¹⁵³.

Ujawnienie polegać może w szczególności na nienależytym zabezpieczeniu informacji poufnych, np. w wyniku pozostawienia dokumentów bez zabezpieczenia w sejfie czy niezabezpieczenia hasłem dostępu informacji utrwalonych na nośnikach magnetycznych lub optycznych¹⁵⁴. Ujawnieniem będzie każde zachowanie zmierzające do przekazania osobie nieuprawnionej informacji objętej tajemnicą — czy to werbalna wypowiedź, rozmowa, wiadomość pozostawiona na poczcie głosowej, sporządzenie listu, notatki, czy też inna forma komunikacji, np. niewerbalnej, jak gest bądź znak¹⁵⁵.

Ujawnieniem jest każde zachowanie, które niejako otwiera innej osobie dostęp do informacji poufnych, i to niezależnie od tego, czy dana osoba wykorzysta tę możliwość i rzeczywiście się z nimi zapozna¹⁵⁶. Za ujawnienie informacji nie jest uznawana sytuacja, w której informacja została przekazana osobie, której była już ona dostępna, tzn. osoba ta miała możliwość zapoznania się z nią; nie można bowiem uczynić jawnym czegoś, co utraciło walor poufności¹⁵⁷.

3.2.2. Przypadki ujawniania informacji poufnej

Niedozwolone ujawnienie polegać może na przekazywaniu informacji, czyli na jej zakomunikowaniu, osobie trzeciej, bez względu na to, czy osoba ta odebrała ją jako informację poufną. Rodzaj oraz sposób przekazania informacji,

¹⁵¹ Tak R. CZERNIAWSKI, *Akcjonariusz...*, s. 362.

¹⁵² Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 89—90.

¹⁵³ Zob. J. MAJEWSKI, *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrecji w obrocie papierami wartościowymi*, „Prawo Papierów Wartościowych” [dalej: PPW] 2001, nr 9, s. 29.

¹⁵⁴ M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 1000.

¹⁵⁵ Tak T. KRAWCZYK, *Normatywne ujęcie problematyki przestępczości „insider trading”...*, s. 21; por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 105; R. KUCIŃSKI, *Przestępstwa giełdowe...*, s. 101.

¹⁵⁶ Na przykład pozostawienie niezabezpieczonych dokumentów w miejscu, do którego dostęp mają osoby postronne, czy też przez podanie hasła dostępu do elektronicznych baz danych, które stanowią informacje poufne, bądź też umyślne niezabezpieczenie tych informacji, aby umożliwić do nich dostęp osobom trzecim.

¹⁵⁷ Zob. A. ROMANOWSKA, *Informacje poufne w świetle...*, s. 53.

a także jej nośnik nie mają znaczenia dla ustalenia faktu naruszenia zakazu¹⁵⁸. Informacja może zostać przekazana w formie ustnej lub pisemnej, bądź też przez każde inne wystarczająco określone zachowanie, które prowadzi do udzielenia wiedzy innej osobie zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio, np. przez inną osobę osobie nieuprawnionej¹⁵⁹.

Umożliwienie lub ułatwienie może polegać na działaniu bądź zaniechaniu, w wyniku którego osoba nieuprawniona wchodzi w posiadanie informacji poufnych. Może to nastąpić w sposób bezpośredni lub wymagać od osoby nieuprawnionej podjęcia dodatkowego działania. Umożliwienie tym różni się od przekazania, że *insider* nie przekazuje w sposób czynny informacji, ale czyni ją dostępną, stwarzając okoliczności, które pozwalają innym na zapoznanie się z jej treścią. Zatem stwarza osobie nieuprawnionej odpowiednie warunki do pozyskania informacji¹⁶⁰. Z kolei ułatwienie to uproszczenie dostępu do informacji, pomoc w jej uzyskaniu¹⁶¹. Granica pomiędzy umożliwieniem a ułatwieniem wejścia w posiadanie informacji poufnych jest trudna do sprecyzowania. Również osoba nieuprawniona nie zawsze będzie świadoma, że informacja, do której umożliwiono jej dostęp, stanowi informację poufną¹⁶².

W celach poglądowych, dokonując przybliżenia zakresu pojęciowego ujawnienia, można posłużyć się interpretacją tego terminu na gruncie prawa karnego. I tak ujawnieniem nazywa się: zdradę tajemnicy, wyjawienie tajemnicy, udzielenie komuś wiadomości stanowiącej tajemnicę, zakomunikowanie wiadomości, jej rozpowszechnianie, rozgłoszenie, udostępnienie komuś, opublikowanie¹⁶³. Doktryna prawa karnego wskazuje też, że w pojęciu ujawnienia mieszczą się różne sposoby działania sprawcy, takie jak: wypowiedź ustna, udostępnienie pisma zawierającego tajemnicę, okazanie dokumentu lub przedmiotu, nawet bez wydania go z rąk, czy zamieszczenie w środkach przekazu, takich jak telefon czy faks. Ujawnienie informacji może nastąpić również z zastosowaniem komputera, np. przez nadanie jej pocztą elektroniczną¹⁶⁴.

Odnosząc się do zakresu pojęcia „posiadanie informacji poufnej”, warto zastanowić się, czy możliwa jest sytuacja naruszenia zakazu ujawniania przez osobę, która sama nie zapoznała się z treścią informacji, a tylko przekazuje ją innej osobie, np. przez udostępnienie hasła dostępu do elektronicznej bazy danych czy

¹⁵⁸ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 90.

¹⁵⁹ Ibidem.

¹⁶⁰ Na przykład umożliwiając udział w rozmowie na temat informacji poufnych czy udostępniając hasło dostępu do baz danych.

¹⁶¹ Na przykład pozostawienie bez zabezpieczenia dokumentów zawierających w treści informacje poufne; por. M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 1000.

¹⁶² Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1503.

¹⁶³ Zob. B. KUNICKA-MICHALSKA, *Przestępstwa przeciwko ochronie informacji i wymiarowi sprawiedliwości*, Warszawa 2000, s. 426.

¹⁶⁴ Por. S. HOC, w: *Kodeks karny. Komentarz*, Red. R.A. STEFAŃSKI, Warszawa 2015, s. 1664.

przekazanie fizycznego nośnika informacji¹⁶⁵. Zdaniem części doktryny, posiadanie informacji nie odnosi się do fizycznych nośników, lecz do stanu wiedzy danego podmiotu¹⁶⁶. Zagadnienie to jest jednak złożone i należy je analizować w co najmniej dwóch aspektach. Po pierwsze, *insider* może posiadać informacje poufne na materialnym nośniku i jednocześnie wiedzieć, jaka jest jego zawartość. Wówczas zna treść informacji poufnej i wie, że została ona utrwalona na fizycznym nośniku, a także zdaje sobie sprawę z faktu jej ewentualnego ujawnienia. Po drugie, *insider* może taki nośnik posiadać, ale nie mieć wiedzy o tym, co się na nim znajduje. Zatem tylko *insider* pierwotny lub tzw. *criminal insider* mógłby taki nośnik posiadać, ale nie wiedzieć, co się na nim znajduje, jednocześnie zaś można by było powiedzieć, że posiada informacje poufne. Wynika to z faktu, że przesłanka wiedzy stanowi cechę konstytutywną zakwalifikowania danego podmiotu jako insidera wtórnego niebędącego tzw. *criminal insider*, o czym była już mowa¹⁶⁷. Można więc wyobrazić sobie sytuację, w której akcjonariusz spółki, jako *insider* pierwotny, posiada przenośną pamięć USB zawierającą poufne informacje, jednak nie ma wiedzy o tym, że takie informacje *de facto* i *de iure* posiada. Stąd też, mając na względzie szczególny charakter więzi, jaka łączy go ze spółką, zasadne wydaje się postulowanie powściągliwości w przekazywaniu innym podmiotom jakichkolwiek materiałów dotyczących spółki, właśnie z uwagi na możliwość ujawnienia informacji poufnej.

Warto zwrócić uwagę na szczególną rolę zagadnienia zakazu ujawniania informacji poufnej w kontekście prawa prasowego¹⁶⁸ i konstytucyjnej wolności słowa. Zagadnienie to można rozpatrywać w co najmniej dwóch aspektach. Pierwszym z nich jest stan faktyczny powstały w wyniku realizacji dyspozycji art. 4 ust. 1 PrPrasU, zgodnie z którym przedsiębiorcy i podmioty niezaliczone do sektora finansów publicznych oraz nie działające w celu osiągnięcia zysku są obowiązane do udzielenia prasie informacji o swojej działalności, o ile na podstawie odrębnych przepisów informacja nie jest objęta tajemnicą lub nie narusza prawa do prywatności.

W przypadku spółki publicznej w jej imieniu jako przedsiębiorcy z reguły będą wypowiadać się członkowie zarządu, którym na mocy art. 11 ust. 1 PrPrasU dziennikarz może zadawać pytania dotyczące działalności spółki. W takim wypadku członek zarządu może odmówić odpowiedzi na pytanie, jeżeli informacja będzie objęta tajemnicą, tzn. np. będzie to informacja poufna. Z tego też względu tak istotne jest zidentyfikowanie przez podmioty reprezentujące

¹⁶⁵ Na przykład w postaci płyty CD czy przenośnej pamięci USB.

¹⁶⁶ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 91.

¹⁶⁷ *Insider* wtórny, który nie posiada informacji poufnej w wyniku popełnienia przestępstwa, musi wiedzieć (lub przy dołożeniu należytej staranności powinien móc się dowiedzieć), że jest to informacja poufna, aby w ogóle za insidera zostać uznanym, a w konsekwencji, aby mogła mu zostać przypisana odpowiedzialność.

¹⁶⁸ Ustawa z 26 stycznia 1984 r. (Dz.U. 1984.5.24 z późn. zm.), [dalej: PrPrasU].

spółkę danej informacji jako poufnej. Gdy bowiem członek zarządu udzielający wywiadu nie wie, że dana informacja jest poufna, odpowiadając na pytanie może ją ujawnić, chociażby nieświadomie. W konsekwencji zaś może dojść do ujawnienia informacji poufnej również przez media, co będzie stanowiło naruszenie zakazu ujawniania informacji poufnych. Wynika to z faktu, że dziennikarz, który uzyskał ową informację od organu zarządzającego i wiedział lub przy dołożeniu należytej staranności mógł się dowiedzieć, że jest to informacja poufna, staje się insiderem wtórnym i obowiązany jest do nieujawniania uzyskanej informacji. Mimo że część doktryny wskazuje, że ujawnienie informacji poufnej przez samych przedstawicieli środowiska mediów generalnie nie powinno mieć miejsca, zadaniem prasy jest rozpowszechnianie informacji, co nie sprzeciwia się zasadzie równego dostępu inwestorów do informacji¹⁶⁹. Stanowisko takie nie do końca znajduje uzasadnienie, gdyż celem zakazu ujawniania informacji poufnych nie jest ograniczanie zakresu informacji, które są dostępne dla ogółu uczestników rynku, lecz eliminowanie asymetrii informacyjnej stawiającej konkretne podmioty na uprzywilejowanej pozycji. Nie można przyjąć, że ujawnienie informacji poufnej przez media korzystnie wpłynie na realizację zasady równego dostępu inwestorów do informacji, do tego celu bowiem służą ustawowo wyznaczone kanały dystrybucji tych informacji dostępne dla ogółu uczestników rynku, a nie np. dla wybranych czytelników konkretnego czasopiśma o lokalnym zasięgu.

Odrębnym zagadnieniem jest realizacja obowiązków informacyjnych w zakresie informacji poufnych z udziałem mediów, np. w sytuacji ogłoszenia wyroku sądowego na jawnej rozprawie¹⁷⁰ — w postępowaniu sądowym, którego stroną jest emitent — na której obecni mogą być przedstawiciele mediów. W przypadku ogłoszenia wyroku istnieje ryzyko przekroczenia przez emitenta terminu upublicznienia takiej informacji przy założeniu, że zapadłe rozstrzygnięcie będzie spełniało kryteria informacji poufnej, a w większości przypadków będzie stanowiło podstawę do sporządzenia raportu bieżącego. W praktyce może się bowiem zdarzyć, że przedstawiciele prasy obecni na sali rozpraw dokonają upublicznienia informacji o zapadłym rozstrzygnięciu wcześniej niż uczyni to sam emitent. Sytuacja taka jest o tyle niepożądana, że nie zależy od emitenta, którego zamiarem jest prawidłowe wykonanie obowiązku informacyjnego, tj. niezwłocznie, nie później niż w ciągu 24 godzin, jednak z powodów czysto faktycznych w rzeczywistości nie może tego dokonać przed przekazaniem takiej informacji przez media¹⁷¹.

¹⁶⁹ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 92.

¹⁷⁰ Zgodnie z art. 326 § 2 ustawy z 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. 2014.101 z późn. zm.), [dalej: KPC], ogłoszenie wyroku następuje na posiedzeniu jawnym, a nieobecność stron nie wstrzymuje ogłoszenia.

¹⁷¹ Sytuacja taka może mieć miejsce w przypadku, gdy rozprawa odbyła się w sądzie, którego siedziba znajduje się w dużej odległości od siedziby spółki. Członkowie zarządu po powro-

Poza tym należy podkreślić, że naruszenie zakazu ujawniania informacji nastąpi w sytuacji, gdy informacja zostaje przekazana osobie nieuprawnionej. Osobą nieuprawnioną jest osoba, której nie przysługuje prawo udziału w obiegu informacji poufnej z uwagi na fakt, że nie wykonuje czynności, których zakres uzasadniałby dostęp do wiedzy na temat tych informacji. Za osobę nieuprawnioną można także uznać osobę, której nie łączy z emitentem żaden stosunek prawny funkcjonalnie uzasadniający ujawnienie informacji poufnej, jak również w przypadku, gdy nie wykonuje ona czynności, których zakres wymaga uzyskania dostępu do informacji poufnych¹⁷².

Zakaz ujawniania informacji poufnych ma charakter względny, regulacja art. 156 ust. 6 ObrInstrFinU dopuszcza bowiem przekazywanie informacji określonym osobom w pewnych okolicznościach. Wyjątek pod tym względem stanowi ujawnienie informacji w ramach normalnego trybu wykonywania czynności przez osoby posiadające te informacje. *Ratio legis* regulacji stanowi umożliwienie przepływu informacji, koniecznego do podejmowania czynności w ramach procesów organizacyjno-decyzyjnych w sferze emitenta, przy jednoczesnym ograniczeniu liczby osób mogących wejść w posiadanie informacji w wyniku nieuprawnionych działań, a tym samym zwiększyć ryzyko jej wykorzystania. Dopuszcza się przekazywanie informacji przez zarząd radzie nadzorczej spółki bądź wykonywanie przez radę nadzorczą czynności kontrolnych w trybie art. 382 § 4 KSH. Decydujący jest fakt, czy znajomość informacji poufnej stanowi element konieczny prawidłowego wykonywania powierzonych czynności, a także efektywnej realizacji działań w ramach wewnętrznych procesów organizacyjnych. W tym zakresie szczególną rolę odgrywają środki organizacyjne oraz wewnętrzne procedury dostępu do tych informacji, tzw. chińskie mury¹⁷³. Wobec tego ocena dopuszczalności ujawniania informacji w toku zwykłego trybu wykonywania czynności powinna uwzględniać również istnienie wewnętrznych barier przepływu informacji, wynikających nie tyle z obowiązujących przepisów, ile z organizacji przedsiębiorstwa emitenta.

Przekazanie informacji jest uprawnione jedynie w przypadku, w którym istnieje ścisły związek pomiędzy ujawnieniem danej informacji a wykonywaniem przez osobę czynności zatrudnienia, zawodu lub obowiązków służbo-

cie z rozprawy zlecili sporządzenie oraz formalnie zatwierdzili przygotowany raport. Jednakże obowiązek ten został wykonany np. w ciągu 7 godzin od zakończenia rozprawy, a już wcześniej media obecne na rozprawie przekazały tę informację do publicznej wiadomości. Z pewnością emitent w tym przypadku wykonał obowiązek informacyjny w ciągu 24 godzin, jak się wydaje, wykonał go niezwłocznie, w rzeczywistości bowiem członkowie zarządu nie mogli wcześniej złożyć podpisu pod sporządzonym raportem. Jednak w ujęciu materialnym informacja poufna została już wcześniej upubliczniona.

¹⁷² Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1504.

¹⁷³ Tak A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*” — *obowiązki emitentów oraz insiderów*, PPH 2007, nr 4, s. 15; na temat tzw. chińskich murów zob. szerzej rozdział trzeci niniejszej pracy.

wych, ujawnienie takiej informacji zaś jest konieczne do wykonywania tych czynności¹⁷⁴.

Ochronie przed ujawnieniem powinien podlegać także obieg informacji między podmiotami grupy kapitałowej¹⁷⁵. Występujące zależności kapitałowe oraz podległość scentralizowanemu kierownictwu wymagają skutecznego przepływu informacji, który w ramach struktury powiązanej kapitałowo uznać można za dopuszczalny tylko wówczas, gdy przekazanie informacji należy do normalnego trybu wykonywania czynności w ramach obowiązków związanych z realizacją interesów grupy¹⁷⁶.

Udzielenie akcjonariuszowi informacji na walnym zgromadzeniu w wyniku realizacji przez niego ustawowych uprawnień wynikających z art. 428 KSH stanowić może naruszenie zakazu ujawniania informacji. Prawo do informacji jest jednym z korporacyjnych praw akcjonariusza, jakie przysługuje mu indywidualnie oraz niezależnie od ilości posiadanych akcji. W literaturze przyjmuje się, że art. 428 KSH stanowi normę ogólną, mającą na celu zapewnianie akcjonariuszom dostępu do istotnych informacji o spółce¹⁷⁷. Przekazanie akcjonariuszowi informacji poufnej na walnym zgromadzeniu, w trybie art. 428 KSH, należy zakwalifikować jako zachowanie objęte przedmiotowym zakazem. Za takim stanowiskiem przemawia fakt, że zarząd nie ma możliwości zagwarantowania, że akcjonariusze obecni na walnym zgromadzeniu zachowają poufność danej informacji do momentu podania jej do publicznej wiadomości¹⁷⁸. Prawo akcjonariusza do informacji nie może mieć pierwszeństwa przed normami, które chronią ogólny interes wszystkich uczestników rynku kapitałowego¹⁷⁹. Dokonywanie selekcji w przekazywaniu informacji akcjonariuszom stanowi naruszenie zakazu ich ujawniania w rozumieniu art. 156 ust. 2 pkt 1 ObrInStrFinU. W przypadku gdy zarząd nie ma możliwości jednoczesnego podania informacji do publicznej wiadomości, lub gdy za niepodawaniem informacji do publicznej wiadomości przemawia interes spółki, zarząd może odmówić udzielenia informacji akcjonariuszowi w trybie art. 428 KSH¹⁸⁰.

¹⁷⁴ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1504.

¹⁷⁵ W związku z zakresem podmiotowym obowiązku, do którego należą również osoby zatrudnione lub pełniące funkcje, w podmiocie zależnym lub dominującym wobec emitenta, o których mowa w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInStrFinU.

¹⁷⁶ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1504.

¹⁷⁷ Tak A. CHŁOPECKI, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, PPW 2001, nr 9, s. 5; zob. też A. KIDYBA, *Kodeks spółek handlowych*, T. 2, *Komentarz do art. 301–633 KSH*, Warszawa 2005, s. 824 i nast.; A. SZUMAŃSKI, w: S. SOŁTYSIŃSKI, A. SZAJKOWSKI, A. SZUMAŃSKI, J. SZWAJA, A. HERBERT, M. MATA CZYŃSKI, I. MIKA, T. SÓJKA, M. TARSKA, M. WYRWIŃSKI, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do artykułów 301–490*, T. 3, Warszawa 2013, s. 1537 i nast.

¹⁷⁸ K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. I, s. 11.

¹⁷⁹ Tak A. CHŁOPECKI, *Obowiązki informacyjne...*, s. 5.

¹⁸⁰ Zob. R. LEWANDOWSKI, *Obowiązek zachowania tajemnicy zarządu spółki akcyjnej i prawa akcjonariusza do informacji odnośnie do badania „due diligence”*, PPH 2004, nr 7, s. 32;

3.2.3. Zasięg obowiązywania zakazu ujawnienia informacji poufnej

Regulacja art. 156 ust. 5 ObrInstrFinU wyznacza terytorialny zakres zastosowania zakazu ujawnienia informacji poufnych oraz miejsce dokonania transakcji. I tak też ujawnienie obejmuje informacje dotyczące instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub jakiegokolwiek innego państwa członkowskiego, lub będącego przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku, nabywania albo zbywania takich instrumentów, lub też dotyczące jednego lub kilku emitentów, lub wystawców instrumentów finansowych.

Podobnie jak w przypadku wykorzystywania, zakres stosowania przedmiotowego zakazu dodatkowo poddany został osobnej regulacji zawartej w art. 161a ObrInstrFinU. Jednak z uwagi na fakt, że powyższe stanowi poniekąd integralną część samej definicji ujawnienia informacji poufnych, moim zdaniem, konieczne jest zasygnalizowanie tej kwestii już w tym miejscu. Na temat wzajemnej relacji obu przepisów szczegółowe uwagi zostaną poczynione w dalszej części niniejszej pracy.

3.2.4. Wyłączenia spod zakazu ujawniania informacji

W myśl art. 156 ust. 6 ObrInstrFinU, zakazu ujawniania informacji poufnej nie narusza przekazywanie takiej informacji przez osoby, o których mowa w art. 156 ust. 1 ObrInstrFinU, jeżeli należy to do normalnego trybu wykonywania przez nie czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, a jednocześnie jest zapewnione, że osoby, którym informacja została w tym trybie przekazana, zachowają poufność tej informacji: w trybie i na warunkach określonych w art. 25 ust. 1 i 1a ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym¹⁸¹; na podstawie art. 160 ust. 3 i 4 ObrInstrFinU, art. 24 NadzRKapU i art. 66 OfertaPublU; przez Komisję lub jej upoważnionego przedstawiciela Generalnemu Inspektorowi Informacji Finansowej w zakresie i na zasadach określonych w odrębnych przepisach; w związku z dokonywaniem czynności, o których mowa w art. 156 ust. 7 pkt. 1—3 ObrInstrFinU; przez emitenta na rzecz spółki prowadzącej rynek regulowany, w związku ze złożeniem przez emitenta wniosku o zawieszenie obrotu określonymi papierami wartościowymi lub instrumentami finansowymi.

A. OPALSKI, w: *Kodeks spółek handlowych*, T. 3 B: *Spółka akcyjna. Komentarz art. 393—490*, Red. A. OPALSKI, Warszawa 2016, s. 795—816.

¹⁸¹ Ustawa z 29 lipca 2005 r. (Dz.U. 2014.1537 z późn. zm.), [dalej: NadzRKapU].

Do zakresu przedmiotowego ujawniania informacji nie zalicza się przekazywania ich podmiotom zewnętrznym w sytuacji, gdy należy to do normalnego trybu wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków insiderów. Wskazuje się, że dozwolone jest przekazanie informacji osobom spoza struktury organizacyjnej emitenta, czyli np.: adwokatom, notariuszom, doradcom podatkowym, biegłym rewidentom oraz innym osobom świadczącym tego typu usługi, jeżeli następuje ono w ramach czynności wiążących się z wykonywaniem obowiązków wynikających ze stosunku prawnego, jaki łączy ich z emitentem¹⁸². Należy zastrzec, że takie przekazanie jest możliwe, jeżeli osoby, którym informacja została przekazana, zachowają poufność, co może wynikać bezpośrednio ze specyfiki wykonywanego zawodu lub z treści stosunku prawnego, który łączy tę osobę z emitentem.

Naruszenia zakazu ujawniania nie stanowi przekazanie przez Komisję do publicznej wiadomości informacji poufnej w trybie i na warunkach określonych w art. 25 ust. 1 NadzRKapU, tj.: informacji o przypadkach naruszenia przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, ustawy o ofercie publicznej, ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o giełdach towarowych¹⁸³; informacji o środkach prawnych podjętych w celu przeciwdziałania naruszeniu przepisów wyżej wymienionych ustaw, w tym o zastosowanych sankcjach oraz złożeniu zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, jak również o wszczęciu lub wyniku postępowania administracyjnego lub cywilnego; informacji o zaistnieniu okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji, o której mowa w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, lub popełnieniu przestępstwa, lub wykroczenia, o których mowa w wymienionych ustawach; chyba że ujawnienie takich informacji narazi rynek kapitałowy na poważne niebezpieczeństwo lub spowoduje poniesienie przez osoby, których informacje te dotyczą, niewspółmiernej szkody. W świetle art. 25 ust. 1a NadzRKapU, nie będzie ujawnieniem przekazanie do publicznej wiadomości przez Komisję, w drodze uchwały, informacji o zastosowaniu sankcji za naruszenie obowiązków, o których mowa w art. 4 i art. 7—11¹⁸⁴ rozporządzenia 648/2012¹⁸⁵, chyba

¹⁸² Por. A. MICHÓR, *Odpowiedzialność administracyjna notariuszy jako insiderów pierwotnych w obrocie instrumentami finansowymi*, „Rejent” 2007, nr 11, s. 66.

¹⁸³ Ustawa z 26 października 2000 r. (Dz.U. 2014.197 z późn. zm.), [dalej: GiełdyTowU].

¹⁸⁴ Dotyczących: obowiązku rozliczania instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym; obowiązków zgłaszania i ograniczania ryzyka instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, dostępu do CCP, dostępu do systemu obrotu, kontrahentów niefinansowych, technik ograniczania ryzyka kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, nierozliczanych przez CCP.

¹⁸⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji z 4 lipca 2012 r. (Dz.Urz. UE L nr 201, s. 1).

że ujawnienie takich informacji zagroziłoby poważnie rynkom finansowym lub zaszkodziłoby w niewspółmierny sposób zainteresowanym stronom. Przekazane informacje nie mogą zawierać danych osobowych. Przytoczne uprawnienia informacyjne Komisji uznawane są za element wykonywania funkcji nadzorczych, a także instrument realizacji zasady przejrzystości obrotu¹⁸⁶.

Również zgodnie z art. 156 ust. 6 pkt 3 ObrInstrFinU, przekazywanie informacji w następstwie realizacji obowiązków informacyjnych w zakresie dokonywania transakcji menedżerskich, o których mowa w art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU, a także przekazywanie przez emitenta informacji o tych zdarzeniach spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości w trybie realizacji ustawowych obowiązków informacyjnych zostało wyłączone spod zakresu przedmiotowego bezprawnego ujawniania informacji.

Kolejnym wyjątkiem jest sytuacja, w której nastąpiło uzyskanie dostępu do informacji poufnych na podstawie art. 24 NadzRKapU, w związku z wykonywaniem ustawowych zadań w zakresie nadzoru Komisji, przez Przewodniczącą Komisji, upoważnionych przedstawicieli Komisji oraz pracowników Urzędu Komisji.

Ponadto, o czym była już mowa, w myśl art. 66 OfertaPublU, emitent lub sprzedający może przekazywać informacje poufne przed wykonaniem obowiązków, o których mowa m.in. w art. 56—61 OfertaPublU: osobom lub podmiotom świadczącym na rzecz emitenta usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego, jak również tym, z którymi prowadzi negocjacje; osobom lub podmiotom uprawnionym do otrzymania tych informacji w przypadkach określonych we właściwych przepisach prawa polskiego lub obcego; spółce prowadzącej rynek regulowany w zakresie, w jakim jest to niezbędne do zawieszenia obrotu papierami wartościowymi, prawami pochodnymi lub innymi instrumentami z nimi powiązanymi w przypadku, o którym mowa w art. 20 ust. 2 ObrInstrFinU¹⁸⁷, i nie będzie to stanowiło ujawnienia tych informacji¹⁸⁸.

¹⁸⁶ Zob. T. NIEBORAK, w: *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, Red. T. NIEBORAK, T. SÓJKA, Warszawa 2011, s. 153; IDEM, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Red. T. SÓJKA, Warszawa 2015, s. 1507—1508.

¹⁸⁷ W przypadku, gdy obrót określonymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi jest dokonywany w okolicznościach wskazujących na możliwość zagrożenia prawidłowego funkcjonowania rynku regulowanego lub bezpieczeństwa obrotu na tym rynku, albo naruszenia interesów inwestorów, na żądanie Komisji spółka prowadząca rynek regulowany zawiesza obrót tymi papierami lub instrumentami na okres nie dłuższy niż miesiąc.

¹⁸⁸ Przepis art. 66 ust. 1 OfertaPublU wprowadza również możliwość przekazywania przez emitenta lub sprzedającego informacji określonych w art. 45—52 i art. 54 OfertaPublU przed wykonaniem obowiązków w nich przewidzianych wyłącznie podmiotom wskazanym powyżej. Będą to przede wszystkim informacje związane z udostępnianiem informacji o papierach wartościowych w związku z ofertą publiczną, subskrypcją lub sprzedażą na podstawie tej oferty lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym

Zgodnie z art. 156 ust. 6 pkt 4 ObrInstrFinU, ujawnienia informacji nie stanowi także przekazanie ich przez Komisją lub jej upoważnionego przedstawiciela Generalnemu Inspektorowi Informacji Finansowej w zakresie i na zasadach określonych w odrębnych przepisach. Komisja jako jednostka współpracująca z tym organem jest zobowiązana do powiadamiania Generalnego Inspektora o zdarzeniach mających związek z przestępstwem prania brudnych pieniędzy¹⁸⁹.

Ujawnienia informacji poufnej nie stanowi też przekazanie przez emitenta informacji spółce prowadzącej rynek regulowany, w związku ze złożeniem wniosku o zawieszenie obrotu określonymi instrumentami finansowymi. W świetle powyższego nie jest zakazane ujawnianie informacji poufnych innym osobom, jeżeli jest to konieczne do prawidłowego wykonywania przez nie czynności w ramach ich zatrudnienia, zawodu czy obowiązków wynikających z umowy, jeżeli osoby te zostaną zobowiązane do zachowania poufności¹⁹⁰.

Pozostałe przypadki wyłączone spod zakazu ujawniania informacji obejmują dokonywanie czynności związanych z zawieraniem transakcji w przypadkach określonych w art. 156 ust. 7 pkt. 1—3 ObrInstrFinU, które zostały omówione wcześniej, ustawodawca bowiem odsyła w tym zakresie do wyłączenia spod zakazu wykorzystywania informacji poufnej¹⁹¹.

oraz obowiązków równoczesnego przekazywania Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości również informacji bieżących i okresowych.

¹⁸⁹ Na podstawie przepisów ustawy z 16 listopada 2000 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (Dz.U. 2014.455 z późn. zm.).

¹⁹⁰ Na przykład można wskazać sytuację, w której członek zarządu przekazuje informację poufną podległemu sobie pracownikowi spółki, któremu powierza wykonanie danego zadania pozostającego w związku z tą informacją; por. M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 1001. Dozwolone jest również ujawnienie takiej informacji adwokatowi, radcy prawnemu czy doradcy podatkowemu, jeżeli będzie pozostawało w funkcjonalnym związku z wykonywaniem zadań, jakie wynikają ze stosunków prawnych łączących ich ze spółką. Tak też K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 11.

¹⁹¹ Na ten temat zob. szerzej pkt 3.1.5 niniejszego rozdziału.

3.3. Udzielanie rekomendacji lub nakłanianie do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych

3.3.1. Udzielanie rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych

Zakaz udzielania rekomendacji określony w treści art. 156 ust. 2 pkt 2 ObrInstrFinU powiązany jest z zakazem ujawniania informacji poufnych. *Ratio legis* regulacji jest ograniczenie możliwości wykorzystania uprzywilejowania informacyjnego dysponentów informacji oraz ich wpływ na decyzje osób trzecich. Zakazem zostały objęte zachowania polegające na rekomendowaniu lub nakłanianiu do nabycia, lub zbycia instrumentów finansowych. Inaczej niż w przypadku wykorzystywania informacji poufnych, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie zawiera definicji legalnej udzielania rekomendacji czy nakłaniania do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

Generalnie rekomendacja¹⁹² to wypowiedź, niewiążące oświadczenie, przedstawiające jego adresatowi korzyści z pewnego zachowania, które mu się zaleca¹⁹³. Rekomendacja ma postać wskazówki inwestycyjnej¹⁹⁴. Definicje rekomendacji zawiera § 3 rozporządzenia w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców¹⁹⁵, zgodnie z którym rekomendacjami są raporty, analizy lub innego rodzaju informacje, zalecające lub sugerujące, bezpośrednio lub pośrednio, określone zachowania inwestycyjne co do jednego lub kilku instrumentów finansowych, lub emitenta instrumentów finansowych, w tym opinie odnoszące się do bie-

¹⁹² Ustawodawca, zgodnie z art. 42 ust. 1 ObrInstrFinU, przewiduje określone obowiązki dla osób sporządzających rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, przeznaczone do rozpowszechniania wśród inwestorów; osoby zajmujące się rozpowszechnianiem takich rekomendacji są obowiązane do zachowania należytej staranności, zapewnienia rzetelności sporządzanych rekomendacji oraz ujawnienia słusznego interesu, a także konfliktów interesów istniejących w chwili ich sporządzania lub rozpowszechniania. Natomiast zgodnie z art. 76 ObrInstrFinU, w umowie o doradztwo inwestycyjne firma inwestycyjna zobowiązuje się do przygotowywania, zgodnie z potrzebami i sytuacją klienta, i przekazywania mu pisemnej lub ustnej rekomendacji dotyczącej: kupna, sprzedaży, subskrypcji, wymiany, wykonania lub wykupu określonych instrumentów finansowych albo powstrzymania się od zawarcia transakcji dotyczącej tych instrumentów; wykonania lub powstrzymania się od wykonania uprawnień wynikających z określonego instrumentu finansowego do zakupu, sprzedaży, subskrypcji, wymiany, wykonania lub wykupu instrumentu finansowego.

¹⁹³ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1507.

¹⁹⁴ Ibidem.

¹⁹⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów z 19 października 2005 r. (Dz.U. 2005.206.1715 z późn. zm.), [dalej: RekomInstrFinR].

zającej lub przyszłej wartości, lub ceny instrumentów finansowych, sporządzone przez: niezależnego analityka, firmę rekomendującą, instytucję kredytową lub inny podmiot, którego podstawowym przedmiotem działalności jest sporządzanie rekomendacji, lub osobę fizyczną zatrudnioną w takich podmiotach, lub będącą z takimi podmiotami w stosunku zlecenia, lub w innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, jeżeli zawierają informacje stanowiące bezpośrednie lub pośrednie zalecenia, lub sugestie podjęcia określonych działań inwestycyjnych w odniesieniu do określonych instrumentów finansowych lub emitenta instrumentów finansowych, lub sporządzane przez podmioty inne niż wymienione wcześniej, jeżeli zawierają informacje stanowiące bezpośrednie zalecenie podjęcia określonych działań inwestycyjnych, w odniesieniu do określonych instrumentów finansowych — przeznaczone do dystrybucji za pośrednictwem kanałów dystrybucji rekomendacji lub przekazywane do publicznej wiadomości. Z tego względu rekomendacje przede wszystkim muszą wskazywać bezpośrednio lub pośrednio, z odpowiednią dozą precyzji, na określone działania inwestycyjne oraz podlegać rozpowszechnieniu przez kanały dystrybucji rekomendacji lub przekazowi do publicznej wiadomości. Uzupełnieniem tak skonstruowanej definicji jest § 6 RekomInstrFinR, który określa elementy konieczne rekomendacji, takie jak: fakty, na których jest ona oparta, wyodrębnione w stosunku do samodzielnych interpretacji, ocen, opinii i innego rodzaju sądów wartościujących; źródła informacji, na których jest oparta rekomendacja, jak również wątpliwości w zakresie wiarygodności źródła informacji, o ile istnieją; przewidywania, prognozy lub projekcje cenowe co do zachowań instrumentu finansowego oraz istotne założenia przyjęte lub poczynione przy ich sporządzaniu. Obojętny z punktu widzenia ustalenia naruszenia zakazu jest fakt, czy transakcja dokonana zostanie zgodnie z kierunkiem zalecanym w rekomendacji. Przyczynę rekomendacji podjęcia określonej decyzji inwestycyjnej powinny stanowić okoliczności lub zdarzenia objęte informacją poufną. W przypadku gdy rekomendujący wyraźnie wskaże na informację poufną jako podstawę rekomendacji, dochodzi jednocześnie do naruszenia zakazu ujawniania informacji¹⁹⁶.

Za rekomendację nie można uznać sugestii podjęcia określonej decyzji inwestycyjnej, która oparta została jedynie na ogólnej pozytywnej lub negatywnej ocenie emitenta. Z normatywnego punktu widzenia nie narusza zakazu z art. 156 ust. 2 pkt 2 ObrInstrFinU rekomendacja powstrzymania się od dokonania transakcji, oparta na znajomości okoliczności lub zdarzeń, których ujawnienie spowoduje wzrost ceny lub wartości instrumentów finansowych. Dotyczy to rekomendacji o kierunku oznaczonym jako „trzymaj”. Odbiorca rekomendacji nie podejmuje decyzji inwestycyjnej w postaci czynnej transakcji. Zakazowi podlega zachowanie polegające na sporządzaniu rekomendacji w kierunku aktywnego działania inwestycyjnego.

¹⁹⁶ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1507.

Przytoczone stanowisko, mimo że zgodne z literalnym brzmieniem przepisu, z praktycznego punktu widzenia budzi wątpliwości. Rekomendacja dotyczy przecież podjęcia określonych zachowań inwestycyjnych co do jednego lub kilku instrumentów finansowych, a nie tylko decyzji o nabyciu lub zbyciu tych instrumentów. W praktyce udzielenie rekomendacji o kierunku „trzymaj” może doprowadzić do uzyskania większych profitów niż aktywne działanie inwestora. Należy się jednak zgodzić z poglądem, że w sytuacji, gdy analityk sporządza rekomendację o kierunku powstrzymania się od zbywania instrumentów finansowych, natomiast adresat dokonuje transakcji nabycia większej ilości takich instrumentów, skutki zachowania adresata rekomendacji nie mogą być przypisywane autorowi rekomendacji, nie występuje związek nabycia z treścią rekomendacji¹⁹⁷.

Osobne zagadnienie stanowi okoliczność, czy rekomendujący ma wiedzę, że posiada informację poufną. Analiza tego przypadku przede wszystkim wymaga podkreślenia, że udzielenie rekomendacji w rozumieniu art. 156 ust. 2 pkt 2 ObrInstrFinU w swym zakresie podmiotowym dotyczy wszystkich insiderów (zarówno pierwotnych, jaki i wtórnych), przez odwołanie do całości art. 156 ust. 1 ObrInstrFinU. Zatem zakaz udzielania rekomendacji nie ogranicza się jedynie do podmiotów profesjonalnie trudniących się sporządzaniem rekomendacji, ale dotyczy również, a raczej przede wszystkim, osób fizycznych mających związek z emitentem, np. na podstawie stosunku pracy, udziału w kapitale zakładowym czy pełnienia w organach spółki określonej funkcji. W przypadku tych osób udzielenie rekomendacji to przekazanie informacji stanowiących bezpośrednio lub pośrednio zalecenia bądź sugestie podjęcia określonych działań inwestycyjnych, i jako takie nie musi posiadać formalnego charakteru szczególnie określonego § 6 RekomInstrFinR. W tej sytuacji za rekomendację można uznać sugestię podjęcia określonej decyzji inwestycyjnej, z zastrzeżeniem, że została ona udzielona na podstawie informacji poufnej, a nie tylko, jak już sygnalizowano, zgodnie z ogólną oceną emitenta.

Tak określony zakres podmiotowy regulacji wprowadzającej zakaz udzielenia rekomendacji na podstawie informacji poufnej prowadzi do wniosku, że teoretycznie może dojść do sytuacji, w której rekomendujący nie ma wiedzy, że posiada informację poufną. Poza sporem jest fakt, że każdy człowiek w granicach określonych prawem ma możliwość swobodnego wypowiedzenia się, w tym wyrażania swoich opinii, poglądów, przekonań czy udzielania rekomendacji. W tym zakresie prawo insiderów jest jednak ograniczone regulacjami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, z uwagi bowiem na konieczność zachowania ochrony informacji poufnych nie mogą oni udzielać rekomendacji na ich podstawie.

¹⁹⁷ Ibidem.

W przypadku gdy dany podmiot nie został zaliczony do kategorii insiderów pierwotnych lub do tzw. *criminal insiders*, a zatem jest podmiotem, który posiada informację poufną pozyskaną w inny sposób, to aby mógł być uznany za insidera wtórnego konieczne jest, aby posiadał wiedzę lub przy dołożeniu należytej staranności mógł się dowiedzieć, że jest to informacja poufna. Stąd też jeżeli takiej wiedzy nie miał, to nie można zaliczyć go do kategorii insiderów wtórnych, a więc nie podlega zakazowi udzielania rekomendacji określonych w art. 156 ust. 2 ObrInstrFinU.

Odmienne sytuacja kształtuje się w odniesieniu do insiderów pierwotnych, którzy nawet wtedy, gdy nie mają wiedzy, że posiadana przez nich informacja stanowi informację poufną, to z uwagi na szczególną więź, jaka łączy ich z emitentem, powinni liczyć się z faktem, że wobec łączącego ich stosunku prawnego mogą posiadać informację poufną. Dlatego też osoby, które należą do kategorii insiderów pierwotnych oraz tzw. *criminal insiders*, objęte zostały zakazem udzielania rekomendacji również w przypadku, gdy nie mają wiedzy, że posiadana przez nich informacja stanowi informację poufną.

Omawiany w tym miejscu zakaz rekomendacji obejmuje również czynności podejmowane w ramach świadczenia usług na podstawie umowy o doradztwo inwestycyjne¹⁹⁸. Podmioty, które świadczą usługi związane z doradztwem inwestycyjnym, nie są zobowiązane ani uprawnione do przekazywania klientom informacji poufnych w ramach zawartych umów. Celem zakazu udzielania rekomendacji jest zapobieganie niedozwolonemu wykorzystywaniu przewagi informacyjnej i nieuzasadnionemu uzyskiwaniu korzyści ze szkodą dla pozostałych uczestników rynku. Realizacja tego celu nie może wypierać indywidualnych obowiązków informacyjnych, których źródłem mogą być umowne stosunki zobowiązaniowe, sprzeciwia się bowiem zasadzie równości informacyjnej uczestników rynku¹⁹⁹.

Podmiot, który świadczy usługi doradcze, a jest w posiadaniu informacji poufnych, uzyskał je bowiem np. od inwestora składającego zlecenie, ma również wynikający z zasad etyki zawodowej obowiązek powstrzymania się od udzielania rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których dotyczą te informacje; w przeciwnym razie realizacja świadczonej usługi wiązałaby się ze sprzecznym z prawem wykorzystaniem informacji²⁰⁰.

¹⁹⁸ Zgodnie z art. 76 ObrInstrFinU, przez umowę o doradztwo inwestycyjne firma inwestycyjna zobowiązuje się do przygotowywania, zgodnie z potrzebami i sytuacją klienta, i przekazywania mu pisemnej lub ustnej rekomendacji dotyczącej zawarcia transakcji na określonych instrumentach finansowych albo powstrzymania się od jej zawarcia.

¹⁹⁹ Za H.D. ASSMANN, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, § 14, n.b. 109.

²⁰⁰ Zob. § 24 Zasad etyki zawodowej maklerów i doradców, <http://www.zmid.org.pl>.

3.3.2. Nakłanianie do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych

Nakłanianiem innej osoby na podstawie informacji poufnej do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których dotyczy ta informacja, jest każde zachowanie podejmowane zgodnie z posiadaną informacją poufną, którego celem jest wpłynięcie na wolę innej osoby i spowodowanie przez nią podjęcia określonej decyzji inwestycyjnej. Dla ustalenia, czy doszło do naruszenia zakazu, bez znaczenia pozostaje rodzaj czynności podjętych w celu dokonania nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których informacja dotyczy, jak również wystąpienie skutku nakłaniania w postaci dokonania transakcji. Czynności te mają faktyczny charakter i prowadzą do dokonania transakcji²⁰¹.

Tutaj w pełni aktualne pozostają uwagi zasygnalizowane wcześniej, a dotyczące nienaruszenia przedmiotowego zakazu w przypadku nakłaniania do podjęcia decyzji inwestycyjnej o kierunku oznaczonym jako „trzymaj”²⁰².

3.3.3. Wyłączenia spod zakazu udzielania rekomendacji lub nakłaniania

W myśl art. 156 ust. 8 ObrInstrFinU, zakazu udzielania rekomendacji lub nakłaniania innej osoby na podstawie informacji poufnej do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których dotyczy ta informacja, nie narusza przekazywanie informacji w związku z dokonywaniem czynności, o których mowa w art. 156 ust. 7 pkt. 1–3 ObrInstrFinU, które zostały omówione wcześniej. Ustawodawca odsyła w tym zakresie (podobnie jak w przypadku zakazu ujawnienia) do wyłączenia spod zakazu wykorzystywania informacji poufnej²⁰³.

²⁰¹ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 88.

²⁰² Zob. szerzej pkt 3.3.1 niniejszego rozdziału.

²⁰³ Na ten temat zob. szerzej pkt 3.1.5 niniejszego rozdziału.

4. Zakres temporalny

4.1. Okresy zamknięte

4.1.1. Istota okresów zamkniętych

Ratio legis regulacji okresów zamkniętych polega na zagwarantowaniu inwestorom takich samych warunków przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych z zachowaniem reguł uczciwego obrotu i konkurencji²⁰⁴. Ograniczenia czasowe w dokonywaniu transakcji to instrumenty prawne służące eliminowaniu możliwości dokonywania transakcji przez osoby, które pełnią określone funkcje w organach emitenta lub zajmują stanowiska kierownicze²⁰⁵. Ograniczenie takie uregulowane zostało w art. 159 ObrInstrFinU i polega na określeniu przedziałów czasowych (tzw. okien transakcyjnych), w których dopuszczalne jest dokonywanie transakcji przez określonych insiderów pierwotnych. Istotą regulacji jest kwalifikowane zapobieganie wykorzystywaniu informacji poufnych przez niektórych insiderów pierwotnych. Zakaz dokonywania transakcji nabywania lub zbywania instrumentów finansowych przez określone podmioty poza wyznaczonym okresem pozwala wyłączyć możliwość bezprawnego wykorzystania przez nie informacji uzyskanych po zamknięciu okresu dotychczasowego, a przed rozpoczęciem nowego. W okresie obowiązywania zakazu istnieje wysokie ryzyko wykorzystania informacji poufnych, które wynika ze szczególnego nasilenia asymetrii informacyjnej między insiderami a pozostałymi uczestnikami obrotu. Osoby, które mają dostęp do informacji zawartych w raportach przed podaniem ich do publicznej wiadomości, podlegają bardzo silnej pokusie wykorzystania posiadanej przewagi informacyjnej²⁰⁶.

Ustawodawca wprowadza rozwiązanie przekraczające zwykły obowiązek informacyjny z art. 160 ObrInstrFinU i ustanawia dodatkowy zakaz dokonywa-

²⁰⁴ Zob. pkt 24 Preambuły dyrektywy *Market Abuse*. Regulacje unijne nie przewidują bezwzględnego obowiązku wprowadzania zakazów dokonywania transakcji przez osoby pełniące funkcje menedżerskie w strukturze emitenta, a jedynie odwołują się do konstrukcji tzw. *trading window*.

²⁰⁵ Istnieją również konstrukcje całkowitych zakazów dokonywania określonych transakcji (*no trade rule*) przez członków władz emitenta. Przepisy takie obowiązują w USA, gdzie art. 16c *Securities Exchange Act* wyłącza możliwość dokonywania transakcji spekulacyjnych. Znane są również regulacje nakładające obowiązek wydania korzyści uzyskanych wskutek dokonania przez osobę z kadry kierowniczej transakcji z wykorzystaniem informacji poufnych dotyczących instrumentów finansowych emitenta (tzw. *no profit rule*), który reguluje art. 16(b) amerykańskiej *Securities Exchange Act*.

²⁰⁶ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 95.

nia transakcji. Konstrukcja obowiązku odpowiada koncepcji listy restrykcyjnej związanej z istnieniem przedziałów czasowych, w których na określone podmioty został nałożony zakaz dokonywania transakcji²⁰⁷. Wykładnia językowa art. 159 ust. 1 ObrInstrFinU może prowadzić do wniosku, że przepis ten zakazuje wszelkiego zbywania lub nabywania instrumentów finansowych w okresach zamkniętych, redakcja tego artykułu bowiem nie uzależnia sformułowanego w nim zakazu od posiadania czy wykorzystywania informacji poufnych przez insiderów pierwotnych²⁰⁸. Jednakże tak rygorystyczna wykładnia nie wydaje się słuszna, gdyż definicja legalna okresu zamkniętego odwołuje się wprost do wejścia w posiadanie przez osobę fizyczną wymienioną w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU informacji poufnej dotyczącej emitenta lub instrumentów finansowych spełniających warunki określone w art. 156 ust. 4 ObrInstrFinU. Z tego też względu ustawodawca w sposób jednoznaczny wiąże okres zamknięty z informacją poufną. Konstrukcja okresu zamkniętego obejmującego czas od wejścia w posiadanie informacji poufnych przez określonych insiderów pierwotnych do ich upublicznienia eliminuje konieczność ustalania elementów subiektywnych wykorzystania informacji²⁰⁹.

4.1.2. Rodzaje okresów zamkniętych

Zgodnie z art. 159 ust. 2 ObrInstrFinU, okresem zamkniętym jest okres od wejścia w posiadanie przez osobę fizyczną wymienioną w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU informacji poufnej dotyczącej emitenta lub instrumentów finansowych (o których mowa w art. 159 ust. 1 ObrInstrFinU, spełniających warunki określone w art. 156 ust. 4 ObrInstrFinU) do przekazania tej informacji do publicznej wiadomości. W przypadku raportu rocznego okres zamknięty wynosi dwa miesiące przed przekazaniem go do publicznej wiadomości lub okres pomiędzy końcem roku obrotowego a przekazaniem tego raportu do publicznej wiadomości, gdyby okres ten był krótszy od pierwszego ze wskazanych, chyba że osoba fizyczna wymieniona w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU nie posiadała dostępu do danych finansowych, na podstawie których sporządzany został dany raport. W przypadku raportu półrocznego jest to miesiąc przed przekazaniem raportu do publicznej wiadomości lub okres pomiędzy

²⁰⁷ Por. U. BANASZCZAK-SOROKA, P. ZAWADZKA, *Ochrona rynku kapitałowego przed manipulacją w zjednoczonej Europie*, W: *Integracja gospodarcza — od wolnego handlu do unii walutowej. Materiały konferencji międzynarodowej*, Red. J. KUNDERA, Wrocław 2008, s. 395.

²⁰⁸ Por. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte...*, s. 20.

²⁰⁹ Ibidem, s. 21—25 — M. Romanowski na temat wątpliwości, jakie budzi art. 159 ObrInstrFinU na gruncie jego zgodności z Konstytucją RP.

dniem zakończenia danego półrocza a przekazaniem tego raportu do publicznej wiadomości, gdyby okres ten był krótszy od pierwszego ze wskazanych, chyba że osoba fizyczna wymieniona w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU nie posiadała dostępu do danych finansowych, na podstawie których sporządzany jest dany raport. Natomiast w przypadku raportu kwartalnego okres zamknięty wynosi dwa tygodnie przed przekazaniem raportu do publicznej wiadomości lub okres pomiędzy dniem zakończenia danego kwartału a przekazaniem tego raportu do publicznej wiadomości, gdyby okres ten był krótszy od pierwszego ze wskazanych, chyba że osoba fizyczna wymieniona w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU nie posiadała dostępu do danych finansowych, na podstawie których sporządzany jest dany raport.

Na gruncie powyższego można wyróżnić dwa rodzaje okresów zamkniętych. Pierwszy związany jest z wejściem w posiadanie informacji poufnej, a drugi — z publikacją raportów okresowych. Pierwszy obejmuje czas od wejścia insidera pierwotnego w posiadanie informacji poufnej dotyczącej emitenta lub instrumentów finansowych do momentu przekazania jej do publicznej wiadomości. Sens regulacji budzi wątpliwości, w zasadzie bowiem stanowi powtórzenie art. 156 ObrInstrFinU, który ustanawia generalny zakaz wykorzystywania informacji poufnych niezależnie od ram czasowych. Różnicą wydaje się brak możliwości powoływania się w czasie trwania okresu zamkniętego na ustawowe wyłączenia zakazu wykorzystywania informacji poufnych, a także brak konieczności udowodniania przesłanki osiągnięcia korzyści w przypadku stosowania sankcji za naruszenie prawa²¹⁰. Dokonanie transakcji w okresie zamkniętym wbrew zakazowi stanowi delikt administracyjny i nie wymaga istnienia pozostałych przesłanek wykorzystywania informacji poufnej²¹¹. Okresy zamknięte ustanowione zostały w celu zwiększenia prewencyjnego oddziaływania zakazów wobec grupy osób będących posiadaczami określonych instrumentów finansowych emitenta, a jednocześnie mających przewagę informacyjną. Zakaz nabywania lub zbywania instrumentów finansowych wynika z przyjęcia domniemania potencjalnego wykorzystania informacji poufnych przez insiderów pierwotnych określonych w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU²¹². Ustawodawca dąży do wyeliminowania choćby potencjalnego ryzyka wykorzystania przez insidera pierwotnego informacji poufnej w okresie zamkniętym, przyjmując, że potencjalne działanie inwestycyjne członków kadry menedżerskiej emitenta stanowi rezultat procesu decyzyjnego popartego informacją poufną²¹³.

Drugi rodzaj okresów zamkniętych wyznaczony został przez odwołanie do okresowych obowiązków informacyjnych emitentów, niezależnie od połączenia

²¹⁰ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 96.

²¹¹ Por. A. MICHÓR, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009, s. 115.

²¹² Tak M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte...*, s. 18.

²¹³ *Ibidem*.

ich z definicją informacji poufnej. W przypadku tych obowiązków uprzywilejowanie informacyjne określonego podmiotu związane jest z posiadaniem przez niego danych stanowiących treść informacji okresowych, a więc dotyczących przede wszystkim sytuacji gospodarczej, majątkowej oraz prawnej emitenta, perspektyw jego rozwoju, wyników finansowych oraz wszystkich działań emitenta, które mogą mieć wpływ na działania inwestora w przedmiocie posiadania przez niego instrumentów finansowych emitenta.

Należy zwrócić uwagę, że mimo iż ustawodawca w przepisach art. 159 ust. 2 pkt. 2—4 ObrInstrFinU, definiując okresy zamknięte, nie posługuje się definicją legalną informacji poufnej, wskazane tam okresy dotyczą informacji cenotwórczych, będących przedmiotem raportów rocznych, półrocznych i kwartalnych²¹⁴.

W wyniku realizacji okresowych obowiązków informacyjnych publikowane są informacje, które inwestorzy mogą brać pod uwagę, analizując opłacalność i ryzyko konkretnej inwestycji. Jak już była o tym mowa, przed publikacją raportów okresowych dane te charakteryzują się dużą możliwością oddziaływania na cenę instrumentów finansowych i mogłyby stanowić informacje poufne w rozumieniu art. 154 ObrInstrFinU²¹⁵. Dotyczy to w szczególności skonsolidowanych raportów okresowych, przedstawiających pełne dane na temat sytuacji emitenta. W przypadku okresów zamkniętych wskazanych w art. 159 ust. 2 pkt. 2—4 ObrInstrFinU, ustawodawca wprowadza swoistego rodzaju kwalifikowane domniemanie posiadania oraz potencjalnego wykorzystywania informacji poufnych²¹⁶.

Warto również zwrócić uwagę na poruszany w literaturze problem tzw. permanentnych okresów zamkniętych²¹⁷. Mianowicie, posiadanie informacji poufnej, w przypadku gdy nie zostaje ona przekazana do publicznej wiadomości z uwagi na słuszny interes emitenta, na mocy art. 57 OfertaPublU²¹⁸ może spowodować zaistnienie tzw. permanentnego okresu zamkniętego, który teoretycznie mógłby trwać nawet kilka lat, np. w związku z długoletnimi umowami strategicznymi²¹⁹. Jednakże w mojej ocenie sytuacja taka nie powinna mieć miejsca, gdyż na gruncie rozważań poczynionych w poprzednim rozdziale niniejszej pracy należy podkreślić, że nawet w przypadku wieloletnich negocjacji umów strategicznych zalecane jest realizowanie obowiązku informacyjnego w zakresie informacji poufnych co do każdego z etapów toczących się negocjacji.

²¹⁴ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 95.

²¹⁵ Ibidem.

²¹⁶ Por. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte...*, s. 21.

²¹⁷ Tak M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 97.

²¹⁸ Szerzej na ten temat zob. rozdział 3, pkt 7.2 niniejszej pracy.

²¹⁹ M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 97.

4.1.3. Przedmiot zakazu

Zgodnie z art. 159 ust. 1 ObrInstrFinU, insiderzy pierwotni *sensu stricto*, o których mowa w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, nie mogą w czasie trwania okresu zamkniętego nabywać lub zbywać na rachunek własny lub osoby trzeciej akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji emitenta oraz innych instrumentów finansowych z nimi powiązanych albo dokonywać, na rachunek własny lub osoby trzeciej, innych czynności prawnych powodujących lub mogących powodować rozporządzenie takimi instrumentami finansowymi. Ponadto, zgodnie z art. 159 ust. 1 a ObrInstrFinU, podmioty te nie mogą w czasie trwania okresu zamkniętego, działając jako organ osoby prawnej, podejmować czynności, których celem jest doprowadzenie do nabycia lub zbycia przez tę osobę prawną, na rachunek własny lub osoby trzeciej, akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji emitenta oraz innych instrumentów finansowych z nimi powiązanych, albo podejmować czynności powodujących lub mogących powodować rozporządzenie takimi instrumentami finansowymi przez tę osobę prawną na rachunek własny lub osoby trzeciej. Regulacja ta wyraża powinność powstrzymania się w ustalonych okresach od podejmowania określonych działań. Obowiązkiem tym zostały objęte transakcje, których przedmiotem są akcje emitenta, dotyczące ich prawa pochodne oraz inne instrumenty powiązane z akcjami lub tymi prawami pochodnymi. Wątpliwości może budzić fakt nieuwzględnienia instrumentów dłużnych, na których wartość również mają wpływ informacje zawarte w raportach okresowych²²⁰.

Mając na względzie ryzyko obejścia zakazu, jego zakresem zostały objęte czynności prawne, które powodują lub mogą powodować rozporządzenie instrumentami finansowymi, zatem dotyczy ono również rozporządzeń nieodpłatnych, mimo że transakcja dokonana na podstawie umowy darowizny nie jest zachowaniem nakierowanym bezpośrednio na osiągnięcie korzyści. *Ratio legis* zakazu stanowi także zapobieganie sytuacjom obchodzenia przepisów przez dokonywanie czynności prawnych nieodpłatnych²²¹.

Na uwagę zasługuje również omówienie sytuacji, w której dokonano transakcji o kierunku odwrotnym niż sugerowałaby treść posiadanej informacji poufnej, tzn. transakcji niejako „na przekór”, np. gdyby informacja ta była na tyle pozytywna, że w przypadku jej upublicznienia spowodowałaby wzrost kursu, natomiast transakcja insidera polegałaby na sprzedaży instrumentów finansowych. Przypadek ten sprowadza się do odpowiedzi na pytanie, czy dokonanie tego typu transakcji stanowi naruszenie przedmiotowego zakazu. Wykładnia literalna regulacji art. 159 ust. 1 ObrInstrfinU prowadzi do wniosku, że również

²²⁰ Ibidem, s. 96.

²²¹ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1518.

takie działanie jest zakazane. Jednak z punktu widzenia insidera, brak możliwości dokonania transakcji, nawet „na przekór” treści informacji poufnej, w rezultacie prowadzi do ograniczenia płynności jego aktywów, czyniąc te składniki majątku na długi czas niemożliwymi do spożytkowania, co w konsekwencji ogranicza ich wartość²²².

4.1.4. Podmioty objęte zakazem

Zakazem dokonywania określonego typu transakcji zostały objęte podmioty wymienione w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, czyli osoby, których pozycja w strukturze emitenta uzasadnia możliwość dostępu do informacji poufnych, tj. członkowie zarządu, rady nadzorczej, prokurenci lub pełnomocnicy emitenta bądź wystawcy, jego pracownicy, biegli rewidenci albo inne osoby pozostające z tym emitentem lub wystawcą w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze. Zakres podmiotowy obowiązku obejmuje zatem osoby w szczególności uprzywilejowane informacyjnie, w odniesieniu do których istnieje potencjalnie wysokie ryzyko wykorzystania przewagi informacyjnej kosztem pozostałych uczestników obrotu.

Zakres podmiotowy został tak określony, aby w możliwie największym stopniu zmniejszyć ryzyko nielegalnego wykorzystania informacji poufnych. Zakaz dokonywania transakcji w okresach zamkniętych nie dotyczy osób blisko związanych z adresatem obowiązku, o których mowa w art. 160 ObrInstrFinU, który reguluje odrębny obowiązek notyfikacyjny transakcji menedżerskich²²³. Objęcie zakazem dokonywania transakcji w okresach zamkniętych również osób blisko związanych z bezpośrednimi adresatami zakazu mogłoby zostać uznane za rozwiązanie zbyt daleko idące. Jednakże pozostawienie poza zakresem podmiotowym obowiązku osób blisko związanych może stwarzać próby obejścia zakazu przez dokonanie transakcji za ich pośrednictwem²²⁴.

²²² Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 98.

²²³ Na ten temat zob. szerzej rozdział trzeci niniejszej pracy.

²²⁴ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1519.

4.1.5. Wyłączenia spod zakazu dokonywania transakcji w okresach zamkniętych

Na wstępie należy zaznaczyć, że zostaną tu omówione instytucje dotyczące wszystkich okresów zamkniętych, a nie tylko odnoszących się do informacji poufnych, z uwagi na możliwość przenikania się zakresu pojęciowego informacji bieżących i poufnych.

Zgodnie z art. 159 ust. 1b ObrInstrFinU, zakazów dokonywania transakcji w okresach zamkniętych nie stosuje się do czynności dokonywanych:

- 1) przez podmiot prowadzący działalność maklerską, któremu osoba, o której mowa w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, zleciła zarządzanie portfelem instrumentów finansowych w sposób wyłączający ingerencję tej osoby w podejmowane na jej rachunek decyzje inwestycyjne, albo
- 2) w wykonaniu umowy zobowiązującej do zbycia lub nabycia akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji emitenta oraz innych instrumentów finansowych z nimi powiązanych zawartej na piśmie z datą pewną przed rozpoczęciem biegu danego okresu zamkniętego, albo
- 3) w wyniku złożenia przez osobę, o której mowa w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, zapisu w odpowiedzi na ogłoszone wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, zgodnie z przepisami ustawy o ofercie publicznej, albo
- 4) w związku z obowiązkiem ogłoszenia przez osobę, o której mowa w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, zgodnie z przepisami ustawy o ofercie publicznej, albo
- 5) w związku z wykonaniem przez dotychczasowego akcjonariusza emitenta prawa poboru, albo
- 6) w związku z ofertą skierowaną do pracowników lub osób wchodzących w skład statutowych organów emitenta, pod warunkiem że informacja na temat takiej oferty była publicznie dostępna przed rozpoczęciem biegu danego okresu zamkniętego.

Regulacja ta wprowadza wyjątki od ogólnego zakazu dokonywania transakcji w okresach zamkniętych. Są to sytuacje, w których okoliczności zewnętrzne pozwalają wykluczyć możliwość bezprawnego wykorzystywania przez dysponentów informacji przewagi informacyjnej nad pozostałymi inwestorami, ze względu na brak udziału informacji jako czynnika podejmowania decyzji inwestycyjnej.

Zakaz nie dotyczy transakcji dokonywanych na podstawie umowy o zarządzanie portfelem, w którego skład wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, na mocy której firma inwestycyjna zobowiązuje się do podejmowania i realizacji decyzji inwestycyjnych na rachunek klienta, w ramach pozostawionych przez zleceniodawcę do dyspozycji zarządzającego środ-

ków pieniężnych lub instrumentów finansowych²²⁵. Treścią stosunku prawnego, który łączy firmę inwestycyjną z klientem, może być uprawnienie klienta do określenia w ustalonych granicach strategii oraz celów inwestycyjnych. Umowa taka może także przewidywać, że klient nie będzie podejmował żadnych czynności faktycznych lub prawnych w zakresie portfela instrumentów finansowych, z wyjątkiem dokonywania wpłat na rachunki inwestycyjne, a także zasięgania informacji o jego wartości. Stanowi to tzw. ślepy portfel, w którym klient nie posiada wiedzy o przeprowadzanych transakcjach, a jedynie uzyskuje informacje o wyniku inwestycyjnym²²⁶. Zatem nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych dokonywane jest przez podmiot, który zarządza portfelem, w sposób wyłączający możliwość wykorzystania informacji poufnej przez adresata zakazu²²⁷.

Zakaz dokonywania transakcji w okresach zamkniętych nie obowiązuje w sytuacji wykonania umowy zobowiązującej do zbycia lub nabycia akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji oraz innych instrumentów finansowych z nimi powiązanych, zawartej przy zachowaniu formy pisemnej z datą pewną przed rozpoczęciem biegu okresu zamkniętego²²⁸. Forma pisemna z urzędowym poświadczeniem daty, która staje się datą pewną, wskazuje na dokonanie określonej czynności jeszcze przed rozpoczęciem biegu okresu zamkniętego²²⁹. Z tego też względu możliwość nabycia lub zbycia instrumentów finansowych wobec bezprawnego wykorzystania informacji poufnych zostaje w zasadzie wyeliminowana. Jednocześnie regulacja ta ma na celu zapobieganie sytuacjom obchodzenia zakazu nabywania lub zbywania instrumentów finansowych przez zawieranie fikcyjnych antydatowanych umów²³⁰.

Spod zakresu obowiązywania zakazu dokonywania transakcji w okresie zamkniętym wyłączone zostały czynności podejmowane w wyniku złożenia zapisu w odpowiedzi na ogłoszone wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji oraz czynności związane z obowiązkiem ogłoszenia wezwania na nabycie akcji spółki publicznej w trybie art. 72 i nast. OfertaPublU. Osoba zamierzająca dokonać zapisu na sprzedaż lub zamianę akcji w odpowiedzi na wezwanie składa dyspozycję blokady w podmiocie prowadzącym dla niej rachunek, z terminem ważności do dnia rozliczenia transakcji wraz ze zleceniem

²²⁵ Zob. art. 75 ust. 1 ObrInstrFinU.

²²⁶ A. CHŁOPECKI, *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19..., s. 973; A. ZWOLIŃSKA, *Rekomendacje i doradztwo inwestycyjne w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PUG 2000, nr 5, s. 17—21.

²²⁷ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1521.

²²⁸ Wyłączenie takie znajdzie zastosowanie, np. w przypadku zawarcia umowy o ustanowienie zastawu na akcjach, na mocy art. 329 § 1 KC.

²²⁹ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1521; pamiętając o sygnalizowanych już wcześniej uwagach dotyczących momentu powstania informacji poufnej.

²³⁰ Tak K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 1, s. 10.

ich sprzedaży na rzecz wzywającego z datą ważności do dnia nabycia akcji objętych zapisami złożonymi w ramach wezwania oraz nieodwołalne zlecenie sprzedaży. Czynności towarzyszące sprzedaży lub zamianie akcji w odpowiedzi na wezwania ograniczają możliwość wykorzystania uprzywilejowania informacyjnego przez adresata zakazu.

Podobnie w przypadku obowiązku ogłoszenia wezwania przez insidera, wymiana informacji związanej z procesem składania publicznego wezwania oraz przygotowanie oferty następuje zgodnie z określonym harmonogramem toku działania. Jednym z elementów treści wezwania jest cena, po której będą nabywane objęte wezwaniem akcje. Cena ta jest określana odrębnie dla każdego z rodzajów akcji i nie może być niższa od średnich cen rynkowych ustalonych w odpowiednich okresach²³¹. Celem ustalenia poziomu ceny minimalnej jest zagwarantowanie akcjonariuszom podobnych warunków sprzedaży lub zamiany, a także wykluczenie możliwości wykorzystania przewagi informacyjnej przez insiderów w związku z planowanym ogłoszeniem wezwania przez niektórych akcjonariuszy²³².

Z podobnych względów z zakresu przedmiotowego zakazu dokonywania transakcji wyłączone zostały instrumenty finansowe (akcje, warranty subskrypcyjne, obligacje zamienne) nabywane w ramach programów pracowniczych (motywacyjnych), tzw. opcji menedżerskich, tym bardziej jeżeli upublicznienie oferty nabycia nastąpiło przed rozpoczęciem biegu okresu zamkniętego²³³. Zarówno programy pracownicze, jak i menedżerskie stanowią formę wynagradzania określonych osób związanych z emitentem przyczyniających się do rozwoju i wzrostu wyników finansowych spółki. W ramach realizacji programów motywacyjnych oferta nabycia nie jest adresowana do ogółu inwestorów, ale do ściśle określonej grupy osób będących pracownikami lub członkami organów zarządzających lub nadzorczych emitenta²³⁴. Nabycie akcji następuje po cenie niższej od ceny rynkowej, a realizacja programu przebiega na podstawie warunków przekazanych do publicznej wiadomości, zatem ma charakter jawny²³⁵. Przyznanie pracownikom, członkom zarządu lub rady nadzorczej praw do objęcia akcji w ramach programów motywacyjnych uzależnione jest od uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy, wobec czego jeżeli informacja na temat oferty była publicznie dostępna jeszcze przed rozpoczęciem biegu danego okresu zamkniętego, to nie może pozostawać w związku z wykorzystaniem informacji poufnych²³⁶. Natomiast cena emisyjna w tym przypadku jest ustalona wcześ-

²³¹ Zob. A. FAMIRSKI, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 473—482.

²³² Tak G. DOMAŃSKI, w: *Prawo o publicznym...*, s. 1052.

²³³ Por. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte...*, s. 18.

²³⁴ Zob. szerzej S. SOLTYSIŃSKI, T. SÓJKA, w: *Kodeks spółek handlowych...*, s. 1727 i nast.; M. RODZYŃKIEWICZ, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2005, s. 988 i nast.; A. KIDYBA, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 923 i nast.

²³⁵ Por. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte...*, s. 23.

²³⁶ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1522.

niej, w sposób ścisły, zatem trudno doszukiwać się tu związku przyczynowego między posiadaniem informacji poufnej a wykonaniem praw z warrantów subskrypcyjnych oferowanych w ramach programu menedżerskiego²³⁷.

Sama natura tzw. opcji menedżerskich powoduje, że nie występuje nawet potencjalne ryzyko wykorzystania przewagi informacyjnej. Interesy uczestników rynku kapitałowego nie mogą zostać naruszone, gdyż instrumenty finansowe oferowane w ramach programów motywacyjnych nie są przedmiotem „swobodnej gry rynkowej”, w której każdy uczestnik rynku może wziąć udział, i to na takich samych warunkach. Poza tym pozostali uczestnicy rynku mają wiedzę o realizowanych programach motywacyjnych i uwzględniają to w podejmowanych decyzjach inwestycyjnych²³⁸.

Kolejnym wyłączeniem spod zakazu dokonywania transakcji jest podejmowanie czynności w związku z wykonaniem przez dotychczasowego akcjonariusza prawa poboru. Działanie takie stanowi nabycie akcji w ramach subskrypcji zamkniętej w związku z podwyższeniem kapitału zakładowego spółki, które również zależy od uprzedniego podjęcia uchwały²³⁹. Prawo poboru jest prawem warunkowym, tzw. ekspektatywą, uzależnionym od podjęcia przez walne zgromadzenie akcjonariuszy uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego²⁴⁰. Cena emisyjna oferowanych przez spółkę akcji powinna być równa dla wszystkich subskrybentów, a ich przydział następuje proporcjonalnie do liczby zgłoszeń. Cena emisyjna nie może zostać obniżona, nawet gdyby nie doszło do objęcia akcji w terminie, a same akcje przydzielane są przez zarząd według uznania. Wobec tego nabywanie akcji w związku z realizacją prawa poboru wyklucza możliwość naruszenia zasady równowagi informacyjnej inwestorów w wyniku ewentualnego wykorzystania informacji poufnych. Wyjątek od zakazu dokonania transakcji dotyczy wyłącznie wykonania prawa poboru. Natomiast naruszeniem przedmiotowego zakazu będzie zbycie lub nabycie prawa poboru jako instrumentu finansowego powiązanego z akcjami. Nie stanowi naruszenia zakazu objęcie akcji nowej emisji, jeżeli następuje w wyniku zapisu dokonanego przed rozpoczęciem biegu okresu zamkniętego²⁴¹.

²³⁷ Por. I. GĘBUSIA, *Dostęp do informacji poufnej a wykonanie praw z warrantów subskrypcyjnych emitowanych w ramach programu motywacyjnego*, PPH 2012, nr 8, s. 53.

²³⁸ Por. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte...*, s. 24.

²³⁹ Sposób przeprowadzenia prawa poboru w spółce publicznej określa art. 436 KSH oraz art. 7 OfertaPublU, które regulują obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego przy wykonywaniu prawa poboru w ramach oferty publicznej. Zob. S. SOLTYSIŃSKI, T. SÓJKA, w: *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301—490*. T. 3, Red. S. SOLTYSIŃSKI, Warszawa 2013, s. 1655—1657.

²⁴⁰ Zob. M. MICHAŁSKI, w: *Spółka akcyjna*, Red. A. KIDYBA, Warszawa 2010, s. 413.

²⁴¹ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1522.

4.2. Zakaz obrotu papierami wartościowymi emitenta

4.2.1. Istota i charakter zakazu

Zgodnie z art. 67 ust. 1 OfertaPublU, podmiot dominujący wobec emitenta, podmioty działające na zlecenie tego podmiotu dominującego oraz inne podmioty wobec niego dominujące lub od niego zależne, które uzyskały informację w trybie określonym w art. 66 OfertaPublU, do czasu podania tej informacji przez emitenta lub sprzedającego do publicznej wiadomości w wykonaniu obowiązków, o których mowa w art. 45—52, art. 54 i art. 56—61 OfertaPublU, nie mogą nabywać i zbywać papierów wartościowych emitenta, którego ta informacja dotyczy²⁴². Zakaz ten odnosi się również do osób fizycznych uprawnionych do reprezentowania wyżej wymienionych podmiotów lub pozostających z nimi w stosunku pracy, zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze²⁴³.

Przedmiotowa regulacja w sposób jednoznaczny ogranicza możliwość swobodnego nabywania oraz zbywania papierów wartościowych emitenta przez podmioty, które należą do jego grupy kapitałowej w sytuacji, gdy uzyskały one dostęp do informacji na temat emitenta objętych zakresem obowiązków prospektowych lub stałych obowiązków informacyjnych w trybie art. 66 OfertaPublU. Ograniczenie w zakresie swobody nabywania i zbywania papierów wartościowych emitenta dotyczy również podmiotów działających na zlecenie podmiotu dominującego w stosunku do danego emitenta.

Wyłącza to jakkolwiek możliwość nabywania lub zbywania papierów wartościowych emitenta w okresie od chwili uzyskania dostępu do informacji w trybie art. 66 OfertaPublU aż do momentu jej upublicznienia. Uzasadnienia dla wprowadzonego zakazu można poszukiwać w fakcie, że niewątpliwie osoby uzyskujące dostęp do informacji poufnej na podstawie art. 66 ust. 1 OfertaPublU stają się insiderami, jednak nie są z tego tytułu objęte okresami zamkniętymi na podstawie art. 159 ObrInstrFinU. Przepis art. 67 OfertaPublU wprowadza zatem kolejny, odrębny od określonych w art. 159 ObrInstrFinU, *sui generis* okres zamknięty, który trwa od momentu przekazania informacji w trybie art. 66 OfertaPublU do momentu wykonania stosownego obowiązku informacyjnego²⁴⁴. Istota oraz charakter zakazu, o którym mowa w tym artykule, są zbieżne z zakazem nabywania lub zbywania instrumentów finansowych w okresie zamkniętym, o którym mowa

²⁴² W tym przypadku przepisów art. 428 § 4 KSH się nie stosuje.

²⁴³ Nie dotyczy to Krajowego Depozytu, spółki, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 2 ObrInstrFinU, oraz izby rozliczeniowej, jeżeli nabycie lub zbycie papierów wartościowych przez te podmioty następuje w bezpośrednim związku z dokonywaniem rozliczenia transakcji.

²⁴⁴ Tak też M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 310.

w art. 159 ObrInstrFinU, niemniej jednak zakresy przedmiotowe tych zakazów są różne. Zakres art. 67 OfertaPublU dotyczy nabywania i zbywania wszystkich papierów wartościowych emitenta, i to niezależnie od ich rodzaju czy też możliwości obrotu takimi papierami, a zakaz z art. 159 ObrInstrFinU dotyczy jedynie akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji emitenta oraz innych instrumentów finansowych z nimi powiązanych²⁴⁵.

Podobnie jak w przypadku okresów zamkniętych, zakaz z art. 67 OfertaPublU nie ma na celu zapobiegania kształtowaniu określonych stosunków cywilnoprawnych, a jedynie uszczelnienie zakazu wykorzystywania informacji poufnych²⁴⁶.

4.2.2. Zakres podmiotowy zakazu

Zgodnie z art. 67 ust. 1 i 2 OfertaPublU, zakazem nabywania lub zbywania papierów wartościowych emitenta, którego dotyczy informacja poufna przekazana podmiotom określonym w art. 66 OfertaPublU, objęte zostały enumeratywnie wymienione kategorie podmiotów, tj.: podmiot dominujący wobec emitenta, podmioty dominujące wobec podmiotu dominującego wobec emitenta, podmioty zależne od podmiotu dominującego wobec emitenta, które łącznie można sklasyfikować jako podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej tworzonej przez podmiot dominujący wobec emitenta, a także podmioty działające na zlecenie podmiotu dominującego wobec emitenta, osoby fizyczne uprawnione do reprezentowania wymienionych podmiotów lub pozostających z nimi w stosunku pracy, zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze.

Zakres podmiotowy zakazu, o którym mowa w art. 67 OfertaPublU, jest węższy i niejako zawiera się w art. 66 ust. 1 OfertaPublU. Z kolei podmioty wymienione w art. 66 ust. 1 OfertaPublU mieszczą się w kręgu insiderów wskazanych w art. 156 ust. 1 ObrInstrFinU.

W świetle tej regulacji, zakaz nabywania i zbywania papierów wartościowych nie obejmuje innych podmiotów, choćby zostały im przekazane informacje w trybie art. 66 OfertaPublU. Z tego też względu zakazem nie jest objęty podmiot należący do jednej z kategorii wskazanej w art. 67 OfertaPublU, który uzyskał dostęp do danej informacji poza trybem określonym w art. 66 OfertaPublU, nie będąc do tego uprawnionym na podstawie art. 66 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU czy na podstawie przepisów określonych w art. 66 ust. 1 pkt 2

²⁴⁵ Por. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...* s. 371.

²⁴⁶ Zob. D. OPALSKA, *Zakaz stosowania...*, s. 50; A. GONTAREK, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 382—383.

OfertaPublU. Treść art. 67 ust. 1 OfertaPublU wyraźnie bowiem wskazuje, że warunkiem objęcia konkretnego podmiotu zakazem nabywania i zbywania akcji jest uprzednie uzyskanie przez ten podmiot informacji właśnie w trybie określonym w art. 66 OfertaPublU²⁴⁷. Ograniczenie dokonywania transakcji dotyczy również osób fizycznych uprawnionych do reprezentowania podmiotów objętych zakazem z art. 67 OfertaPublU oraz osób, które pozostają z tymi podmiotami w stosunku pracy, zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze.

Podmiot dominujący, z uwagi na udział, jaki posiada w strukturze akcjonariatu, ma możliwość uzyskania bieżącego dostępu do sfery wewnętrznej emitenta w większym stopniu niż akcjonariusze mniejszościowi. Dlatego też z emitentem zawierane są umowy cywilnoprawne, na podstawie których podmiot dominujący lub podmioty z nim powiązane uzyskują dostęp do informacji poufnych emitenta, związanych np. ze świadczeniem różnego rodzaju usług doradczych²⁴⁸. *Ratio legis* art. 67 OfertaPublU jest wprowadzenie mechanizmu, który będzie zapobiegał wykorzystywaniu przewagi informacyjnej przez podmiot dominujący wobec emitenta lub podmioty z tym podmiotem powiązane. Cel ten realizowany jest przez wyłączenie możliwości dokonywania obrotu papierami wartościowymi przez podmioty powiązane z emitentem, które uzyskały dostęp do określonych informacji w trybie art. 66 OfertaPublU²⁴⁹.

Wydaje się, że dla podmiotów wymienionych w art. 67 OfertaPublU bardziej typowe będzie zawieranie umów na podstawie art. 66 OfertaPublU, zapewniających inwestorom większościowym większy dostęp do informacji na temat emitenta, czego głównym motywem będą właśnie mechanizmy związane z wykonywaniem nadzoru właścicielskiego²⁵⁰.

4.2.3. Wyłączenie stosowania regulacji Kodeksu spółek handlowych

Ustawa o ofercie publicznej w art. 67 ust. 1 zd. 2 OfertaPublU wyłącza zastosowanie art. 428 § 4 KSH. Regulacja art. 428 KSH dotyczy obowiązku udzielania akcjonariuszowi przez zarząd informacji dotyczących spółki, podczas obrad walnego zgromadzenia, jeżeli jest to uzasadnione dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad. Natomiast § 4 tego przepisu stanowi, że odpowiedź

²⁴⁷ Por. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 369—370; T. SÓJKA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, Red. T. SÓJKA, s. 309.

²⁴⁸ A. GONTAREK, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 377—379.

²⁴⁹ Podobnie M. Dyl, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 365—366.

²⁵⁰ Ibidem, s. 372.

należy uznać za udzieloną, jeżeli odpowiednie informacje są dostępne na stronie internetowej spółki, w miejscu wydzielonym na zadawanie pytań przez akcjonariuszy i udzielanie im odpowiedzi.

W momencie wejścia w życie ustawy o ofercie art. 428 § 4 KSH miał inny kształt niż obecnie. Początkowo, zgodnie z tym przepisem, zarząd mógł w określonym zakresie udzielić akcjonariuszowi informacji dotyczących spółki poza walnym zgromadzeniem; informacje takie, wraz z podaniem daty ich przekazania i osoby, której udzielono informacji, powinny były zostać ujawnione przez zarząd na piśmie w materiałach przedkładanych najbliższemu walnemu zgromadzeniu. Przy czym mogły one nie obejmować informacji podanych do wiadomości publicznej oraz udzielonych podczas walnego zgromadzenia. Regulacja ta w ramach nowelizacji Kodeksu spółek handlowych²⁵¹ została niejako przesunięta do art. 428 § 6 i 7 KSH. Wykorzystanie obecnego brzmienia art. 428 § 4 KSH do stosowania normy art. 67 OfertaPublU nie ma więc waloru normatywnego, czyni bowiem przedmiotowe wyłączenie sprzeczne z istotą art. 67 OfertaPublU, którego celem jest zapobieganie praktykom *insider trading*²⁵².

W obecnym stanie prawnym przedmiotowe wyłączenie powinno dotyczyć art. 428 § 6 KSH²⁵³, zgodnie z którym w przypadku zgłoszenia przez akcjonariusza poza walnym zgromadzeniem wniosku o udzielenie informacji dotyczących spółki zarząd może udzielić akcjonariuszowi informacji na piśmie, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z art. 428 § 2 KSH, tj. odmowy udzielenia informacji, jeżeli mogłoby to wyrządzić szkodę spółce, spółce z nią powiązanej albo spółce lub spółdzielni zależnej, w szczególności przez ujawnienie tajemnic technicznych, handlowych lub organizacyjnych przedsiębiorstwa²⁵⁴.

4.2.4. Wyjątek od zakazu nabywania i zbywania papierów wartościowych emitenta

Zgodnie z art. 67 ust. 3 OfertaPublU, zakazu nabywania i zbywania papierów wartościowych emitenta, którego dotyczy ujawniona, lecz nieupublicziona informacja, nie stosuje się do Krajowego Depozytu, spółki, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa

²⁵¹ Zob. ustawa z 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2009.13.69).

²⁵² Por. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 372.

²⁵³ Por. K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 400.

²⁵⁴ Zob. M. RODZYNKIEWICZ, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013, s. 917—918.

w art. 48 ust. 2 ObrInstrFinU, oraz izby rozliczeniowej — jeżeli nabycie lub zbycie papierów wartościowych przez te podmioty następuje w bezpośrednim związku z dokonywaniem rozliczenia transakcji.

Wyłączenie w tym zakresie stanowi konsekwencję wprowadzenia do systemu prawa rynku kapitałowego, na mocy ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, mechanizmu nowacji rozliczeniowej²⁵⁵. Na mocy nowacji rozliczeniowej, z chwilą przyjęcia papierów wartościowych do rozliczenia, podmiot rozliczający transakcję wstępuje w prawa i obowiązki pierwotnych stron transakcji. Mechanizm ten stanowi uzasadnienie dla wprowadzenia przedmiotowego wyjątku, gdyż zmiana stosunków prawnych w związku z dokonywanym rozliczeniem nie jest związana z możliwością uzyskania czy wykorzystania informacji jeszcze nieupublicznionej²⁵⁶.

5. Zakres terytorialny oraz miejsce transakcji

5.1. Odesłanie do manipulacji instrumentem finansowym

Zgodnie z art. 161a ust. 1 ObrInstrFinU, zakazy i wymogi, o których mowa w art. 156—160 ObrInstrFinU, w tym wynikające z przepisów wydanych na podstawie art. 160 ust. 5 ObrInstrFinU, mają zastosowanie w przypadkach określonych w art. 39 ust. 4 ObrInstrFinU, czyli odnoszą się do manipulacji instrumentem finansowym. Uzasadnienia odesłania do manipulacji instrumentem finansowym można doszukiwać się w fakcie, że zarówno przepisy dotyczące informacji poufnych, jak i przepisy dotyczące manipulacji regulują zachowania zakłócające mechanizmy prawidłowego działania rynku kapitałowego.

Na mocy art. 161a ust. 1 ObrInstrFinU, zakaz wykorzystywania informacji poufnych, zakaz ich ujawniania oraz zakaz rekomendowania lub nakłaniania do dokonania transakcji na ich podstawie, a także zakaz dokonywania określonych transakcji w okresach zamkniętych oraz nakazy prowadzenia list insiderów i obowiązek notyfikacji podejrzaných transakcji mają zastosowanie do: zachowań zaistniałych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub innego państwa członkowskiego, dotyczących instrumentów finansowych dopuszczonych lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku re-

²⁵⁵ Zob. R. Blicharz, *Institucje prawa rynku kapitałowego*, Toruń 2013, s. 54; J.M. Szewczyk, *Nowacja rozliczeniowa...*, s. 53—58; B. Jagodziński, *Nowacja rozliczeniowa...*, s. 86—96.

²⁵⁶ Zob. M. Dyl, w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie...*, s. 373.

gulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej; zachowań zaistniałych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dotyczących instrumentów finansowych dopuszczonych lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym na terytorium któregośkolwiek z innych państw członkowskich; instrumentów finansowych wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Dokonując szczegółowej analizy zakazów i wymogów, o których mowa w art. 156—160 ObrInstrFinU, należy zauważyć, że w zasadzie każdy z wymienionych przepisów w swoim brzmieniu zawiera wskazanie rynku, w ramach którego powinny znajdować się instrumenty finansowe emitenta.

I tak też obowiązki przewidziane w art. 157 i art. 158 ObrInstrFinU²⁵⁷ zostały nałożone na emitenta lub wystawcę instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub któregośkolwiek z innych państw członkowskich niezależnie od tego, czy transakcje, których przedmiotem jest dany instrument, są dokonywane na tym rynku. W świetle art. 157 ObrInstrFinU, w przypadku ujawnienia informacji poufnych, w zależności od tego, czy ujawnienie nastąpiło w sposób zamierzony, czy niezamierzony, emitent lub wystawca zobowiązany jest do równoczesnego przekazania tych informacji Komisji i spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są papiery wartościowe tego emitenta, oraz do publicznej wiadomości, w trybie określonym w art. 56 ust. 1 OfertaPublU. W myśl art. 158 ust. 1 ObrInstrFinU, emitent lub wystawca obowiązany jest do sporządzenia i prowadzenia odrębnych list osób fizycznych posiadających dostęp do określonych informacji poufnych. Z kolei regulacja art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU nakłada obowiązek informowania o tzw. transakcjach menedżerskich dotyczących akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji oraz innych instrumentów finansowych powiązanych z tymi papierami wartościowymi, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku.

Odnosząc powyższe do regulacji art. 161a ust. 1 ObrInstrFinU, należy rozważyć, czy np. obowiązek informowania o tzw. transakcjach menedżerskich dotyczy tylko akcji emitenta oraz instrumentów finansowych z nimi powiązanych, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub dopiero ubiegają się o takie dopuszczenie, zgodnie z art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU, który jednak nie wskazuje zakresu terytorialnego, czy też stosując odesłanie z art. 161a ust. 1 ObrInstrFinU, obowiązek ten dotyczy również instrumentów finansowych dopuszczonych lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jak również

²⁵⁷ Szczegółowe uwagi w tym zakresie zob. rozdział pierwszy i trzeci niniejszej pracy; tutaj zostaną poruszone jedynie zagadnienia związane z zakresem terytorialnym oraz rynkiem, na którym znajdują się określone instrumenty finansowe.

na terytorium któregośkolwiek z innych państw członkowskich; a ponadto czy odnosi się także do instrumentów finansowych wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Podobny problem dotyczy obowiązków nałożonych na emitenta w przypadku zamierzonego, bądź nie, ujawnienia informacji poufnej oraz obowiązku sporządzania list insiderów. O ile bowiem na mocy art. 157 i art. 158 ObrInstrFinU obowiązki takie zostały nałożone na emitenta lub wystawcę instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub któregośkolwiek innego państwa członkowskiego, i to niezależnie od tego, czy transakcje, których przedmiotem jest dany instrument, były dokonywane na tym rynku, o tyle regulacje te nie wspominają już o alternatywnym systemie obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, o którym mowa w art. 39 ust. 4 pkt 3 ObrInstrFinU.

Sytuacja problematyczna pojawia się w przypadku zakazów, o których mowa w art. 156 ObrInstrFinU. Jak już bowiem wcześniej wspomniano w stosunku do zakazu wykorzystywania informacji poufnych, art. 156 ust. 4 ObrIFinU przewiduje odrębną regulację dotyczącą zakresu terytorialnego i miejsca dokonania transakcji, odnosząc go do transakcji dotyczących instrumentów dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym w Rzeczypospolitej Polskiej lub w państwie członkowskim, lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie, jak również transakcji dotyczących instrumentów od nich pochodnych. Poza tym wykorzystywanie może mieć miejsce w transakcjach, których przedmiotem są instrumenty wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu organizowanego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub pochodnych takich instrumentów.

Należy zatem stwierdzić, że zakres przewidziany w art. 156 ust. 4 ObrInstrFinU jest szerszy od zakresu określonego w art. 39 ust. 4 ObrInstrFinU, gdyż rozszerza zakaz na instrumenty, które nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub innego państwa członkowskiego, lub nie są wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu organizowanego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a ich cena bądź wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny instrumentu finansowego określonego wcześniej. Niniejsze rozszerzenie dotyczy również instrumentów, które są przedmiotem ubiegania się o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu organizowanego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej niezależnie od tego, czy transakcja, której przedmiotem jest dany instrument, jest dokonywana na tym rynku. W tym przypadku określenie zakresu miejsca dokonania transakcji jest szersze od zakresu przewidzianego w normie ogólnej z art. 161a ust. 1 ObrInstrFinU, gdyż dodatkowo obejmuje zarówno instrumenty pochodne od wskazanych wcześniej, jak i instrumenty finansowe, które nie zostały wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu organizowanego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

W przypadku zakazu ujawniania informacji poufnych określonego w art. 156 ust. 5 ObrInstrFinU jego zakres obowiązywania został zawężony do informacji poufnej dotyczącej jednego lub kilku emitentów, lub wystawców instrumentów finansowych, które są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub któregośkolwiek z innych państw członkowskich, lub są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku, niezależnie od tego, czy transakcja, której przedmiotem jest dany instrument, jest dokonywana na tym rynku. Stąd też, biorąc pod uwagę tylko regulację art. 156 ust. 5 ObrInstrFinU, zakres zakazu ujawniania jest węższy od zakresu zakazu wykorzystywania informacji wskazanego w art. 156 ust. 4 ObrInstrFinU²⁵⁸.

Moim zdaniem, stanowisko to jest sprzeczne z *ratio legis* zakazu ujawniania informacji poufnej, jakim jest stworzenie gwarancji równości informacyjnej uczestników obrotu oraz zapobieganie narastaniu asymetrii informacyjnej w wyniku nieuzasadnionego rozszerzania kręgu dysponentów informacji poufnych. Wprowadzony zakaz pełni funkcję prewencyjną, gdyż przeciwdziała rozprzestrzenianiu się informacji i pozwala ograniczyć jej dostępność do niewielkiego kręgu osób uprawnionych do jej posiadania. Ustawodawca, wprowadzając zakaz ujawniania informacji poufnych, kierował się realizacją jednej z fundamentalnych zasad prawa rynku kapitałowego, jaką jest równy dostęp do informacji. Informacja jako podstawowy czynnik decydujący o zachowaniach rynkowych nie jest ograniczona tylko do jednego rodzaju rynku. Bez dostępu do informacji inwestorzy nie mogliby podejmować racjonalnych decyzji inwestycyjnych czy też ocenić sytuacji emitentów, których instrumenty finansowe zostały wprowadzone do ASO lub są przedmiotem ubiegania się o wprowadzenie, a na których to również zostały nałożone obowiązki informacyjne²⁵⁹. Zatem, w mojej ocenie, w tym aspekcie nie można umniejszać znaczenia ASO, również bowiem ten rynek ma zapewnić jak najbardziej efektywne w ujęciu ekonomicznym przeprowadzenie transakcji instrumentami finansowymi²⁶⁰.

Na poparcie tezy, że zakaz ujawniania informacji poufnych nie ma zastosowania do alternatywnego systemu obrotu można wskazywać, że ASO jako wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, w przeciwieństwie do rynku regulowanego, ze swej definicji nie musi zapewniać inwestorom powszechnego i równego dostępu do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych²⁶¹.

²⁵⁸ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1539, który jednak w sposób nieodkreślony wskazuje, że zakres zakazu ujawniania jest węższy od zakazu wykorzystywania informacji.

²⁵⁹ Zob. § 17 Regulaminu ASO oraz załącznik nr 3 i 4 do tego Regulaminu, a także § 20 Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu organizowanego przez BondSpot S.A. — oraz załącznik nr 3 do tego Regulaminu.

²⁶⁰ Por. M. WIERZBOWSKI, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 666.

²⁶¹ Zob. art. 3 pkt 2 z art. 14 ust. 1 ObrInstrFinU.

Taki kształt regulacji wydaje się niezrozumiały i budzi wątpliwości interpretacyjne. Skoro bowiem ustawodawca dla takiego nadużycia, jak manipulacje na rynku, przewiduje, że mogą one mieć miejsce na instrumentach finansowych wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu, to nie wydaje się uzasadnione wyłączenie zakazu ujawniania informacji poufnych w obszarze alternatywnego systemu obrotu. Pamiętając przy tym, że to właśnie zakazy *insider trading*, obok zakazu manipulacji na rynku, stanowią drugie z istotnych nadużyć na rynku kapitałowym.

Potwierdzają to założenia dyrektywy *Market Abuse*, która wprost wskazuje, że nadużycia na rynku polegają na wykorzystywaniu poufnych informacji i manipulacjach na rynku²⁶². Również cel przepisów wymierzonych przeciwko wykorzystywaniu poufnych informacji jest taki sam, jak cel przepisów wymierzonych przeciwko manipulacjom na rynku, tj. zapewnienie integralności rynków finansowych w krajach Unii Europejskiej i zwiększenie zaufania inwestorów do tych rynków. Z tego też względu zalecane jest wprowadzenie łącznych zasad zwalczania zarówno wykorzystywania poufnych informacji, jak i manipulacji na rynku²⁶³.

Odnosząc do zastosowania art. 161a ust. 1 ObrInstrFinU do art. 156 ust. 6 ObrInstrFinU trzeba podkreślić, że zakaz udzielania rekomendacji lub nakłaniania innej osoby na podstawie informacji poufnej do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, określony w art. 156 ust. 6 ObrInstrFinU, nie wskazuje zakresu terytorialnego czy miejsca dokonania transakcji, zatem wobec braku art. 161a ObrInstrFinU zakres ten nie byłby w ogóle określony.

Przywołane regulacje nie ułatwiają uczestnikom obrotu, a także organowi nadzoru wypełniania czy egzekwowania poszczególnych nakazów i zakazów. O ile wskazane każdorazowo w przepisach zakresy terytorialne i miejsca transakcji mieszczą się w tych przewidzianych przez art. 39 ust 4 ObrInstrFinU, do którego odsyła art. 161a ust. 1 ObrInstrFinU stanowiący przepis ogólny, o tyle taka konstrukcja regulacji wprowadza niepotrzebny zamęt interpretacyjny.

Stanowisko doktryny w tym względzie również nie jest jednolite. Jeden z poglądów przyjmuje, że regulacja zawarta w art. 161a ust. 1 ObrInstrFinU powinna być traktowana jako przepis ogólny, którego zakres obejmuje wszystkie rodzaje zachowań związanych z niedozwolonym wykorzystywaniem przewagi informacyjnej kosztem innych uczestników rynku²⁶⁴. Odmienne stanowisko odwołuje się do legislacyjnej techniki subdefiniowania, wskazując, że rzeczywiście art. 161a ObrInstrFinU określa zakres zastosowania norm o *insider trading* i w związku z tym normy te obowiązują w alternatywnym systemie obrotu, jednak z powodów *stricte* definicyjnych zbiór możliwych stanów faktycznych występujących w ASO, a będących ujawnianiem informacji poufnych, jest nie-

²⁶² Zob. art. 2 i 3 dyrektywy *Market Abuse*.

²⁶³ Zob. pkt 12 Preambuły dyrektywy *Market Abuse*.

²⁶⁴ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1539.

mal pusty²⁶⁵. Zdarzenia zachodzące w ASO, mimo że dotyczą instrumentów objętych przepisami o *insider trading*, a także mają związek z informacjami poufnymi, nie będą stanowiły w tym przypadku ujawniania informacji poufnej w rozumieniu ustawy o obrocie²⁶⁶.

Podsumowując rozważania w tym zakresie, warto podkreślić, że spośród wszystkich wymienionych zakazów zarówno najszerszy zakres terytorialny, jak i określenie miejsca dokonania transakcji przewiduje regulacja art. 156 ust. 4 ObrInstrFinU, przez objęcie również instrumentów finansowych wprowadzonych lub będących przedmiotem ubiegania się o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu oraz instrumentów od nich pochodnych.

De lege ferenda postulować należy rozważenie stworzenia w regulacji dotyczącej *insider tradingu* odwołania do jednolicie określonej grupy instrumentów finansowych oraz rynków, której dotyczyłyby obowiązki normujące zachowania dysponentów informacji poufnych²⁶⁷.

5.2. Dodatkowy reżim prawny dla papierów wartościowych

Zgodnie z art. 161a ust. 2 ObrInstrFinU, zakazy, o których mowa w art. 156 ObrInstrFinU, odnoszą się również do informacji poufnych dotyczących papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej, które mają podlegać dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzeniu do alternatywnego systemu obrotu.

Zatem zakres przedmiotowy zakazów wykorzystywania i ujawniania informacji poufnych oraz rekomendacji i nakłaniania do dokonania transakcji na ich podstawie został rozszerzony do papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej, które mają podlegać dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzeniu do alternatywnego systemu obrotu. Dzięki temu ochronie przed wykorzystywaniem uprzywilejowania informacyjnego podlega okres między ofertą publiczną a dopuszczeniem czy wprowadzeniem do obrotu, w trakcie którego mogą pojawiać się również okoliczności lub zdarzenia wpływające na cenę instrumentów finansowych²⁶⁸.

²⁶⁵ Tak J. CHŁAD, *Zakres zastosowania przepisów o „insider trading” do alternatywnego systemu obrotu*, HUK 2009, nr 1, s. 90.

²⁶⁶ Ibidem.

²⁶⁷ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1539.

²⁶⁸ W tym zakresie aktualne pozostają uwagi dotyczące rozbieżności w kwestii niejednołitego uregulowania zakresów zastosowania zakazów *insider trading*, zob. pkt 5.1 niniejszego rozdziału.

Rozdział trzeci

Obowiązki informacyjne związane z informacją poufną

1. Informacje ogólne

Obowiązki informacyjne to instytucja o fundamentalnej roli w systemie rynku kapitałowego. Ich funkcja polega na dostarczeniu uczestnikom rynku rzetelnej i wiarygodnej, bo pochodzącej z pierwszej ręki, oraz możliwie pełnej informacji dotyczącej zdarzeń i okoliczności, które mogłyby wpływać na rynkowe decyzje inwestorów. Natomiast zakazy wykorzystywania, ujawniania informacji poufnych czy udzielania rekomendacji lub nakłaniania do nabycia lub zbycia stanowią logiczne dopełnienie tak przedstawionej koncepcji. Obie instytucje służą zapewnieniu równego dostępu do informacji jako realizacji podstawowej zasady całego rynku kapitałowego. Z punktu widzenia spółki publicznej wdrożenie odpowiedniej polityki informacyjnej daje wielostronne korzyści. Z jednej strony zapewnia inwestorom konkurencyjność na rynku kapitałowym i gwarantuje jego przejrzystość, z drugiej strony zaś pozytywnie wpływa na postrzeganie samych emitentów przez potencjalnych nabywców wyemitowanych przez nich papierów wartościowych¹. Kierując się zasadą dobrowolności, emitenci chętnie przedstawialiby jedynie pozytywne informacje, dążąc do przemilczania informacji dla siebie niekorzystnych².

¹ Zob. A. ROMANOWSKA, „Insider trading” — obowiązki emitentów oraz insiderów, „Przeгляд Prawa Handlowego” [dalej: PPH] 2007, nr, s. 8.

² Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 38; 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, nr 1, s. 81.

Naruszenie przepisów regulujących obowiązki informacyjne ma znaczenie dla całego rynku kapitałowego, zarówno dla potencjalnych inwestorów giełdowych, jak i dla spółek, których akcje znajdują się w publicznym obrocie³. Emitent nie powinien upubliczniać informacji w inny sposób przed jej przekazaniem niż za pomocą oficjalnego mechanizmu⁴. Istotne jest bowiem, aby równy i powszechny dostęp do informacji poufnej zapewniony był w tym samym czasie wszystkim inwestorom (rzeczywistym lub potencjalnym) w sposób wystandaryzowany.

2. Zakres podmiotowy obowiązku przekazania informacji poufnej do publicznej wiadomości

Obowiązki informacyjne emitentów nie dotyczą wszystkich emitentów instrumentów finansowych ani też wszystkich emitentów papierów wartościowych, które znajdują się w obrocie zorganizowanym. Definicję legalną informacji poufnych określona w art. 154 ObrInstrFinU stosować należy w sposób odpowiedni do funkcji i celu przepisów rozdziału 3 OfertaPublU. Na gruncie art. 56 OfertaPublU, zawarte w definicji legalnej informacji poufnych odniesienia do instrumentów finansowych (i ich emitentów) należy traktować wąsko, wyłącznie w zakresie papierów wartościowych (i ich emitentów), a papiery te powinny być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, zdefiniowanym w art. 14 ObrInstrFinU⁵. Definicja informacji poufnych określona w art. 154 ObrInstrFinU na potrzeby art. 56 OfertaPublU nie dotyczy papierów wartościowych wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu i ich emitentów (chyba że są oni jednocześnie emitentami papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym).

Ustawa o ofercie publicznej, wprowadzając definicję legalną emitenta, nazywa go podmiotem, który emituje papiery wartościowe we własnym imieniu, wobec tego na gruncie prawa polskiego emitentami papierów wartościowych będą: spółki akcyjne oraz komandytowo-akcyjne emitujące akcje, prawa do akcji, prawa poboru, warranty subskrypcyjne⁶, emitenci obligacji⁷, Skarb Pań-

³ Por. M. BARCZAK, *Odpowiedzialność spółki publicznej za naruszenie obowiązków informacyjnych. Glosa do wyroku WSA w Warszawie z 8 czerwca 2005 r., VI SA/Wa 2015/04*, „Prawo Spółek” [dalej: Pr.Sp.] 2007, nr 10, s. 49.

⁴ Zob. pkt. 57 i 58 wytycznych CESR.

⁵ Zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Red. M. WIERZBOWSKI, L. SOBOLEWSKI, P. WAJDA, Warszawa 2012, s. 228.

⁶ Zob. art. 453 § 2 KSH.

⁷ Zgodnie z art. 2 ustawy z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2015, poz. 238), obligacje mogą emitować: 1) osoby prawne, w tym osoby prawne mające siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej; prowadzące działalność gospodarczą lub utworzone wyłącznie w celu przepro-

stwa i Narodowy Bank Polski⁸, instytucje finansowe z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego lub innego należącego do OECD⁹, banki hipoteczne¹⁰ i fundusze inwestycyjne zamknięte¹¹.

W myśl art. 2 ust. 1 ObrInFinU, instrumentami finansowymi mogą być zarówno papiery wartościowe, jak i instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi¹². Obowiązki informacyjne dotyczą emitentów instrumentów finansowych, które są papierami wartościowymi, a dodatkowo papiery te zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Wobec tego obowiązki informacyjne emitentów określone w rozdziale 3 ustawy o ofercie publicznej nie dotyczą emitentów papierów wartościowych wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu. Emitenci tacy mogą zostać zobowiązani do przekazywania określonych informacji przez podmiot organizujący alternatywny system obrotu¹³, chociaż zakres tych obowiązków może być znacznie węższy niż obowiązujący na rynku regulowanym¹⁴.

Sytuacja taka ma miejsce na gruncie Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu. Zgodnie z § 17 ust. 1 Regulaminu ASO, emitenci instrumentów finansowych wprowadzonych do tego obrotu lub będących przedmiotem ubiegania się o wprowadzenie do obrotu zobowiązani są do przekazywania Organizatorowi Alternatywnego Systemu informacji bieżących i okresowych w zakresie i na zasadach określonych odpowiednio w Załącznikach nr 3 i 4 do Regulaminu ASO, z zastrzeżeniem, że emitenci instrumentów finansowych wprowadzonych

wadzenia emisji obligacji; 2) osoby prawne upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw; 3) spółki komandytowo-akcyjne; 4) spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa; 5) gminy, powiaty oraz województwa [dalej: jednostki samorządu terytorialnego], a także związki tych jednostek oraz jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej; 6) instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski, lub przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i zawierające stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji.

⁸ Ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. 2013.885 z późn. zm.).

⁹ Przez emisję kwitów depozytowych.

¹⁰ Emitując listy zastawne; zob. ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. 2003.99.919 z późn. zm.).

¹¹ Emitując certyfikaty inwestycyjne.

¹² Na temat pojęcia instrumentów finansowych zob. szerzej A. CHŁOPECKI, *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, PPH 2004, nr 7, s. 15 i nast.; IDEM, *Publiczny obrót i instrumenty finansowe — redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005, nr 11, s. 40 i nast.

¹³ W Regulaminie Alternatywnego Systemu Obrotu, jak ma to miejsce na rynku New-Connect organizowanym przez GPW S.A. w Warszawie, zob. rozdział V *Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu* (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 14 października 2013 r.), [dalej: Regulamin ASO].

¹⁴ Zob. M. PACHUCKI, *Alternatywny System Obrotu — nowe miejsce obrotu instrumentami finansowymi*, PPH 2008, nr 1, s. 21.

do obrotu w alternatywnym systemie i notowanych równocześnie na rynku regulowanym zobowiązani są do przekazywania Organizatorowi Alternatywnego Systemu informacji bieżących i okresowych w zakresie i w terminach, w jakich zgodnie z właściwymi przepisami informacje te są przekazywane na danym rynku regulowanym¹⁵. Zgodnie z § 17a ust. 1 Regulaminu ASO, przed opublikowaniem wymienionych informacji emitent nie może ich udostępniać ani publikować w żaden inny sposób, natomiast w myśl ust. 2, zakazu tego nie narusza przekazywanie informacji innym osobom, o ile jest to niezbędne do prawidłowego funkcjonowania emitenta, a jednocześnie zostało zapewnione, że osoby, którym taka informacja została przekazana, zachowują jej poufność. W przypadku gdy informacja stanowi informację poufną, o której mowa w art. 154 ust. 1 ObrInstrFinU, jej udostępnianie odbywa się na zasadach określonych w art. 156 ust. 6 ObrInstrFinU.

Warto podkreślić, że na emitenta, którego papiery wartościowe zostały dopuszczone wyłącznie do obrotu w alternatywnym systemie obrotu, również zostały nałożone obowiązki informacyjne w zakresie informacji poufnych, jednak niejako w sposób pośredni. Mianowicie, jak już wskazano wcześniej, emitent, którego papiery wartościowe zostały dopuszczone wyłącznie do obrotu w alternatywnym systemie obrotu, nie jest podmiotem obowiązany do przekazywania informacji poufnych na gruncie ustawy o ofercie publicznej. Wobec tego w dalszej kolejności obowiązków tych należałoby poszukiwać w postanowieniach Regulaminu ASO. Jednak Regulamin nie wprowadza wprost obowiązku raportowania informacji poufnych, jedynie pośrednio można się posiłkować w tej materii § 3 pkt 1 Załącznika nr 1 do Regulaminu ASO, który mimo że dotyczy obowiązku sporządzania przez emitentów raportów bieżących, moim zdaniem, stanowi podstawę raportowania informacji poufnych. Zgodnie z tym paragrafem, emitent jest obowiązany do przekazywania w formie raportu bieżącego informacji o wszelkich okolicznościach lub zdarzeniach, które mogą mieć istotny wpływ na jego sytuację gospodarczą, majątkową lub finansową lub w ocenie emitenta mogłyby w sposób znaczący wpłynąć na cenę lub wartość notowanych instrumentów finansowych. Odwołanie się do tego rodzaju informacji, w moim przekonaniu, wypełnia przesłanki definicji informacji poufnej z art. 154 ObrInstrFinU i jako takie podlega obowiązkowi informacyjnemu. Wątpliwości dostarcza tryb takiego przekazania, art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU bowiem nie stanowi podstawy prawnej do raportowania informacji poufnych w tym przypadku, wobec czego w tym zakresie zasadne wydaje się zastosowanie trybu przewidzianego dla przekazywania informacji bieżących. Nawet bowiem w braku wskazanej wprost podstawy prawnej, w celu realizacji zasady przejrzystości, jak i równowagi informacyjnej, uzasadnione wydaje się przekazanie informacji poufnej nawet w niewłaściwym trybie, jednak jej przekazanie w ogóle.

¹⁵ Zob. § 17 ust. 3 Regulaminu ASO.

Pojęcie obowiązków informacyjnych emitentów, o których mowa w rozdziale 3 ustawy o ofercie publicznej, nie jest tożsame z pojęciem obowiązków informacyjnych spółek publicznych¹⁶. Należy zauważyć, że nie wszystkie spółki publiczne są emitentami papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, spółkami publicznymi bowiem będą również te spółki, których akcje wprowadzone zostały wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu. Ponadto nie wszyscy emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym muszą być jednocześnie spółkami publicznymi¹⁷. Dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym mogą być bowiem również inne papiery wartościowe niż akcje, podczas gdy definicja spółki publicznej odnosi się wyłącznie do akcji zdematerializowanych.

Mimo że obowiązki informacyjne emitentów dotyczą emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, który obejmuje zarówno rynek giełdowy, jak i pozagiełdowy, a wśród nich ewentualne poszczególne rynki wyodrębnione, należy zaznaczyć, że zakres poszczególnych obowiązków informacyjnych może różnić się w zależności od rodzaju rynku regulowanego. Prawodawca przewiduje inny reżim w zakresie informacji, które podlegają przekazaniu jako okresowe i bieżące dla emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych lub na rynku regulowanym innego niż Polska państwa członkowskiego, a inny dla emitentów papierów wartościowych dopuszczonych wyłącznie do obrotu na rynku giełdowym niebędącym rynkiem oficjalnych notowań giełdowych lub do obrotu na rynku pozagiełdowym¹⁸. Jednakże obowiązki informacyjne dotyczące informacji poufnych są takie same dla wszystkich emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. Bez znaczenia pozostaje zatem, czy jest to rynek giełdowy będący jednocześnie rynkiem oficjalnych notowań giełdowych, inny wyodrębniony rynek giełdowy czy rynek pozagiełdowy¹⁹.

¹⁶ Zgodnie z art. 4 pkt 20 OfertaPublU, przez spółkę publiczną rozumie się spółkę, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, z wyjątkiem spółki, której akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

¹⁷ Zob. A. LICHOSIK, *Ewolucja pojęcia spółki publicznej w prawie rynku kapitałowego*, W: *Sytuacja przedsiębiorcy na tle zmian w prawie publicznym i prywatnym w perspektywie europejskiej*, Red. J. MOJAK, A. ŻYWICKA, Lublin 2016, s. 173—185.

¹⁸ Pamiętać należy, że to przepis ustawy o ofercie nakłada na emitenta obowiązek przekazywania informacji zgodnie z postanowieniami regulaminów, o których mowa w art. 61 OfertaPublU, a regulaminy te określają jedynie zakres tego obowiązku; tak wyrok NSA z 15 stycznia 2014 r., II GSK 834/12, LEX nr 1452773.

¹⁹ Por. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 223—224.

3. Zakres przedmiotowy obowiązku przekazania informacji poufnej do publicznej wiadomości

3.1. Rodzaje informacji poufnych podlegających przekazaniu w wykonaniu obowiązku informacyjnego

Jak była już o tym mowa, informacją poufną w rozumieniu art. 154 ObrIn-strFinU jest informacja, która dotyczy zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jak i jednego lub kilku instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów. Na gruncie regulacji dotyczącej obowiązków informacyjnych emitentów zakres przedmiotowy informacji poufnej ulega znacznemu zawężeniu, ogranicza się bowiem wyłącznie do informacji dotyczących danego emitenta bezpośrednio²⁰. W ujęciu normatywnym definicja legalna informacji poufnej nie ogranicza się do informacji dotyczących emitenta bezpośrednio, również art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU nie ogranicza zakresu informacji poufnych, które podlegają przekazaniu do publicznej wiadomości przez emitenta w wykonaniu obowiązków informacyjnych. Praktyka pokazuje, że w warunkach ograniczonej konkurencyjności istotna informacja dotycząca bezpośrednio konkurenta emitenta może mieć wpływ na cenę papierów wartościowych tego emitenta i w tym zakresie może mieć charakter cenotwórczy²¹. Do kategorii informacji, które dotyczą emitenta pośrednio, zalicza się również informacje dotyczące akcjonariuszy emitenta²², uwarunkowania o charakterze regulacyjnym, w szczególności zmiany w prawie podatkowym, wymagania dotyczące zarządzania ryzykiem, a także decyzje podejmowane przez banki centralne w zakresie stóp procentowych, zmiany w składzie referencyjnych stóp procentowych lub indeksów itd.²³ Z pewnością takie zdarzenia mogą wpływać na cenę instrumentów finansowych

²⁰ Tak art. 6 ust. 1 zd. 1 dyrektywy *Market Abuse*, ponadto również wytyczne CESR wskazują, że nie istnieje podstawa prawna, aby żądać ujawniania przez emitentów informacji dotyczących ich jedynie pośrednio, art. 6 ust. 1 zd. 1 dyrektywy *Market Abuse* bowiem odnosi się wyłącznie do informacji dotyczących emitentów bezpośrednio; zob. pkt 1.16. *Market Abuse Directive Level 3 — second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market. July 2007* [dalej: wytyczne CESR (2007)].

²¹ Por. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji*, PPH 2013, nr 1, s. 10.

²² K. HAŁADYJ, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Warszawa 2008, s. 192.

²³ Zob. pkt 1.16 wytycznych CESR (2007).

emitenta, jednak w świetle art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU oraz definicji legalnej informacji poufnej z art. 154 ObrInstrFinU może powstać wątpliwość, czy emitent, wobec którego instrumentów informacja ma charakter cenotwórczy, zobowiązany jest o takich zdarzeniach raportować²⁴.

W literaturze można dostrzec rozbieżne poglądy na ten temat. Zgodnie z pierwszym z nich, brak jest podstaw, by ograniczyć obowiązek informacyjny emitenta do informacji poufnych, które dotyczą emitenta tylko bezpośrednio. Na poparcie tej tezy wskazuje się, że definicja legalna informacji poufnej odnosi się wprost do informacji dotyczących emitenta lub instrumentów finansowych w sposób bezpośredni lub pośredni. Na tej podstawie można wnioskować, że emitent odpowiada za przekazanie do publicznej wiadomości zarówno informacji, które dotyczą go bezpośrednio, jak i informacji dotyczących go pośrednio, z zastrzeżeniem, że w przypadku informacji dotyczących emitenta jedynie pośrednio obowiązek informacyjny odnosi się tylko do takich informacji, o których emitent wie bądź z zachowaniem należytej staranności powinien wiedzieć. W konsekwencji nakłada to na emitenta obowiązek dochowania należytej staranności przy monitorowaniu i analizowaniu informacji zewnętrznych generowanych przez osoby trzecie²⁵.

Zgodnie z drugim poglądem, emitent jest zobowiązany wykonywać obowiązek informacyjny przewidziany w art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU jedynie w odniesieniu do informacji poufnych, które dotyczą go bezpośrednio²⁶. W ujęciu aksjologicznym emitent powinien być zobowiązany do wykonywania obowiązków informacyjnych jedynie w zakresie, w jakim jest dysponentem informacji. Nakładanie na emitenta obowiązku monitorowania rynku w celu wypełnienia obowiązku przekazywania do publicznej wiadomości przechwyconych informacji w konsekwencji czyniłoby z niego agencję informacyjną²⁷. Brak podstaw, aby wymagać od emitenta świadczenia tego typu usług na rzecz rynku i inwestorów, gdyż prowadziłyby to do nadmiernego obciążenia emitenta kosztami wykonywania obowiązków informacyjnych, jednocześnie nie znajdując uzasadnienia aksjologicznego²⁸.

²⁴ Zob. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 9.

²⁵ Por. K. HAŁADYJ, *Odpowiedzialność odszkodowawcza...*, s. 193—194; A. GONTAREK, w: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Red. M. MICHAŁSKI, Warszawa 2014, s. 324.

²⁶ Tak też M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, PPH 2005, nr 10, s. 54; M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 81; T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 115—117; T. SÓJKA, w: M. MATA CZYŃSKI, A. SKOCZYŁAS, T. SÓJKA, A. WACŁAWIK-WEJMAN, R. ZAWŁOCKI, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 327—329.

²⁷ Zob. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 116; T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 328.

²⁸ Por. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 9.

W literaturze przedmiotu wskazuje się na konieczność dokonania wykładni funkcjonalnej art. 56 OfertaPublU, gdyż potencjalny zakres kategorii informacji poufnych wykracza daleko poza sferę, nad którą emitent sprawuje jakąkolwiek kontrolę. Wobec tego nie wydaje się rozsądne obciążenie go obowiązkami, którym prawdopodobnie nie mógłby sprostać w należyty sposób, niemająca część informacji objętych definicją legalną bowiem będzie poza zasięgiem emitenta²⁹.

Przemawia to przeciwko nakładaniu na emitentów obowiązków publikowania informacji, które dotyczą okoliczności o charakterze makroekonomicznym lub innych bezpośrednio nieodnoszących się do samego emitenta, chociażby nawet okoliczności te miały wpływ na cenę jego papierów wartościowych³⁰. Tym samym wskazuje się, że dochodzi do wyraźnego zawężenia obowiązków informacyjnych emitentów jedynie do informacji, które dotyczą ich w sposób bezpośredni, powołując się na potrzebę dokonywania funkcjonalnej oraz pro-unijnej wykładni przepisów³¹.

W wyjątkowych przypadkach informacje dotyczące emitenta lub jego instrumentów finansowych jedynie pośrednio powinny podlegać obowiązkowi raportowemu³². Naczelny Sąd Administracyjny wskazuje, że przepisy art. 56 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 OfertaPublU, wykładane łącznie z art. 154 ObrInstrFinU, stanowią podstawę do przyjęcia, że bieg terminu wykonania obowiązku przekazania informacji poufnych rozpoczyna się od zajścia zdarzeń lub okoliczności uzasadniających przekazanie tych informacji w przypadku informacji dotyczących bezpośrednio emitenta, a wobec informacji poufnych dotyczących emitenta pośrednio od powzięcia wiadomości o takich zdarzeniach lub okolicznościach. Ustawodawca nie nakłada na emitenta obowiązku pozyskiwania informacji poufnych dotyczących go pośrednio, w szczególności pozostających w dyspozycji podmiotów trzecich³³.

W doktrynie wskazuje się ponadto, że brak obowiązku informacyjnego w zakresie dotyczącym emitenta jedynie pośrednio nie oznacza, że nie może on

²⁹ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 81—82.

³⁰ Zob. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 10.

³¹ Por. M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 54; K. HAŁADYI, *Odpowiedzialność odszkodowawcza...*, s. 190—194; IDEM, *Ustawa o ofercie...*, s. 349; K. OPLUSTIL, P.M. WIÓREK, *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym, cz. 1*, Pr.Sp. 2005, nr 2, s. 4; K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym, cz. 2*, Pr.Sp. 2005, nr 3, s. 17; I. KUSKA-ŻAK, M. ŻAK, *Komentarz do ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, LEX 2006; M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 81 i nast.; T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 115 i nast.; A. ROMANOWSKA-ZIELONKA, *Opcje walutowe a obowiązki informacyjne emitentów*, PPH 2009, nr 7, s. 11.

³² Zob. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 10; M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 81.

³³ Zob. Wyrok NSA z 5 lipca 2011 r., II GSK 710/10, LEX nr 1083369.

publikować takich informacji w ramach dobrych praktyk w komunikacji z rynkiem. Powinny to być jednak informacje, co do których emitent ma pewną, wiarygodną wiedzę, a przede wszystkim jeżeli uzna je za cenotwórcze w odniesieniu do swoich instrumentów finansowych. Bezzasadne byłoby nakładanie na emitentów obowiązku monitorowania rynku w odniesieniu do informacji makroekonomicznych lub informacji dotyczących konkurentów, pod rygorem odpowiedzialności administracyjnej, cywilnej czy karnej³⁴.

Jednakże mając na względzie dotkliwe sankcje przewidziane za naruszenie obowiązków informacyjnych, a także rozbieżności w stanowiskach prezentowanych przez doktrynę, *de lege ferenda* uzasadnione wydaje się ograniczenie obowiązku informacyjnego do informacji poufnych dotyczących emitenta jedynie bezpośrednio³⁵. Z uwagi na daleko idące skutki naruszenia instytucji dotyczących informacji poufnych postuluje się maksymalną klarowność regulacji krajowej, pozwalającą uczestnikom rynku na zaufanie do jej przepisów³⁶. Stąd też ze względu na argumenty prounijnej wykładni regulacji art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU oraz argumenty celowościowe, *de lege lata* zasadne wydaje się ograniczenie obowiązku informacyjnego wyłącznie do informacji, które dotyczą danego emitenta w sposób bezpośredni³⁷.

3.2. Treść informacji poufnych podlegających przekazaniu w wykonaniu obowiązku informacyjnego

Informacja przekazywana do publicznej wiadomości nie może ograniczać się jedynie do pozytywnych dla emitenta treści, ale powinna również obejmować aspekty negatywne czy umniejszające pozytywny wydźwięk raportu³⁸. Komunikat przekazywany do publicznej wiadomości powinien zostać sporządzony w sposób zapewniający jego rzetelność, prawdziwość i kompletność, a także zawierać informacje, które odzwierciedlają specyfikę obowiązków informacyj-

³⁴ Zob. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 10.

³⁵ Tak też M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 54; K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 17; A. ROMANOWSKA, „Insider trading”..., s. 12; T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 117; T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 329; J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 11.

³⁶ Zob. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 11.

³⁷ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 117; T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 329.

³⁸ Taką okolicznością może być np. fakt zawarcia istotnej umowy pod warunkiem zawieszającym.

nych. Co do zasady, w przypadku informacji, które publikowane są na podstawie rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych, zakres publikowanych informacji powinien odpowiadać zakresowi szczegółowo określonemu w poszczególnych przepisach tego rozporządzenia, dotyczących m.in. nabycia lub zbycia aktywów o znacznej wartości, zawarcia znaczącej umowy czy złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości. Natomiast w przypadku informacji poufnych odpowiednie zredagowanie treści komunikatu wydaje się nieco trudniejsze³⁹.

Elementem informacji poufnej niewskazany *explicite* w art. 154 ObrInstrFinU, a niezbędnym na potrzeby obowiązków informacyjnych emitentów, ściśle związanym z przesłanką zakresu przedmiotowego informacji, jest wiedza emitenta, czyli jego świadomość⁴⁰ o istnieniu, wygenerowaniu takiej informacji. Emitent powinien wiedzieć o istnieniu informacji powstających w ramach jego struktury organizacyjnej, a więc dotyczących go bezpośrednio, których jest pierwotnym dysponentem. Wobec tego nałożenie na emitentów obowiązku przekazywania w trybie art. 56 OfertaPublU wyłącznie informacji dotyczących ich w sposób bezpośredni znajduje również logiczne uzasadnienie⁴¹.

Emitent, badając wstępnie przesłanki skutkujące koniecznością sporządzenia raportu, a następnie opracowując jego treść, powinien dokonać oceny wagi posiadanych informacji, wykonanej przez pryzmat przyszłego odbiorcy, czyli racjonalnego inwestora. Uzasadnienie takiej tezy wynika już z faktu, że sama definicja legalna informacji poufnej odwołuje się do pojęcia racjonalnie działającego inwestora. Inwestor taki będzie nabywał akcje emitenta w sytuacji publikacji informacji pozytywnych, istotnych dla jego funkcjonowania, w konsekwencji dla jego rynkowej wartości, natomiast będzie je zbywał po opublikowaniu informacji rozczarowujących inwestorów; przy czym nie musi to być informacja jednoznacznie negatywna, ale również taka, która nie jest tak bardzo pozytywna, jak oczekiwał tego rynek⁴².

Jak już wcześniej była o tym mowa, mimo że definicja legalna informacji poufnej rozróżnia informacje dotyczące emitenta od informacji dotyczących instrumentów finansowych, nie sposób nie dostrzec wzajemnego krzyżowania się obu tych kategorii pojęciowych. W nauce prawa przyjmuje się, że informacja dotycząca akcji określonej spółki z reguły będzie się odnosić również do samej spółki i odwrotnie⁴³. Z definicji legalnej informacji poufnej wynika, że jedna informacja rynkowa może dotyczyć kilku emitentów. Taka informacja może wskazywać na konkretnego emitenta bądź na całą kategorię emitentów. I tak ze

³⁹ Por. M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji poufnych*, PPH 2012, nr 5, s. 56.

⁴⁰ Przez świadomość emitenta należy rozumieć wiedzę osób działających w jego imieniu i na jego rzecz, a dokładnie — chodzi o personel emitenta.

⁴¹ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 234.

⁴² Por. M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji...*, s. 56.

⁴³ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 101.

względu na przedmiot działalności będą to podmioty należące do danego sektora gospodarki. Informacja, która dotyczy kilku emitentów, w pewnym zakresie odnosi się do każdego z nich. Co więcej, informacja, która spełnia pozostałe przesłanki poufności w stosunku do jednego emitenta, niekoniecznie będzie oznaczać informację poufną dla pozostałych emitentów, których dotyczy. W rozumieniu art. 56 OfertaPublU informacja rynkowa może stać się poufna dopiero w odniesieniu do konkretnego emitenta. Bez znaczenia pozostaje fakt, czy taka informacja będzie poufna również dla innych emitentów. Jeżeli dana informacja nie dotyczy bezpośrednio konkretnego emitenta, to nie podlega przekazaniu w trybie art. 56 OfertaPublU⁴⁴.

Potencjalnie negatywną przesłankę obowiązku informacyjnego stanowi uprzednie znalezienie się informacji w domenie publicznej⁴⁵. Jednak w pewnych przypadkach może być uzasadnione przekazanie informacji o faktach już znanych, ale pochodzącej od emitenta. Na ogół to emitent posiada najlepszą i bezpośrednią wiedzę o faktach ze sfery jego własnej działalności, natomiast dodatkowa informacja, która zawiera dokładne i precyzyjne dane, z pewnością przyczyniłaby się do właściwej wyceny jego papierów wartościowych. Co do zasady należy zgodzić się, że informacje powszechnie znane nie podlegają obowiązkowi publikacyjnemu. Jednak w sytuacji, gdy informacja taka nie dość dokładnie oddaje stan faktyczny, a także istotę określonych zdarzeń, emitent sam powinien podjąć kroki zmierzające do publikacji odpowiedniego komunikatu⁴⁶.

Sumując, należy podkreślić, że nie jest możliwe prawidłowe zdefiniowanie pojęcia informacji poufnej na potrzeby stałych obowiązków informacyjnych emitentów wyłącznie na podstawie literalnej treści art. 154 ObrInstrFinU, bez odwołania się do treści i celu art. 56 OfertaPublU oraz bez uwzględnienia pronijnych i funkcjonalnych reguł wykładni prawa. Szeroki zakres przedmiotowy informacji poufnej zawarty w definicji legalnej z art. 154 ObrInstrFinU na potrzeby obowiązków informacyjnych emitentów ulega wyraźnemu zawężeniu⁴⁷.

4. Działania emitenta poprzedzające wykonanie obowiązku informacyjnego

Emitent, który spodziewa się wystąpienia istotnego zdarzenia, które może wygenerować informację poufną, powinien szczególnie uważnie podchodzić do

⁴⁴ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 234.

⁴⁵ Por. M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 54.

⁴⁶ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 82.

⁴⁷ Por. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 235.

kwestii monitorowania jego okoliczności⁴⁸. Jednym z rozwiązań służących zapewnieniu równych szans uczestnikom obrotu jest złożenie wniosku do spółki prowadzącej rynek regulowany o zawieszenie notowań danymi papierami wartościowymi lub powiązanymi z nimi instrumentami pochodnymi⁴⁹. Zawieszenie nie musi obejmować całej sesji giełdowej, ale zaledwie kilkadziesiąt jej minut czy kilka godzin. Zawieszenie notowań dokonane na dłuższy okres musiałoby wiązać się z nadzwyczajną sytuacją emitenta i problemem w oszacowaniu momentu, w którym informacja może powstać⁵⁰.

W sytuacji gdy za pośrednictwem mediów rozpowszechniana jest prawdziwa informacja, która dotyczy bezpośrednio emitenta lub jego papierów wartościowych, a przy tym nie została uprzednio przekazana przez emitenta do publicznej wiadomości, mimo że ten dysponuje nią i może być ona, czy wręcz jest, cenotwórcza, emitent powinien przekazać stosowny raport zawierający tę informację, ewentualnie przedstawiając dodatkowe informacje dla pełnego i rzetelnego zobrazowania okoliczności danej sprawy. Działania tego nie można zaniechać, to emitent bowiem powinien być dla inwestorów podstawowym źródłem informacji. Z oczywistych względów informacja podana przez emitenta jest bardziej wiarygodna niż informacja o tej samej treści, która pojawiła się np. na mało znanej, niesledzonej przez inwestorów stronie internetowej. Natomiast w przypadku gdy dana informacja jest fałszywa, emitent nie jest obowiązany do przekazania raportu. Jednak dążąc do zachowania transparentności rynku, emitent prowadzący politykę informacyjną na najwyższym poziomie odnośnie do informacji szczególnie istotnych powinien przekazać stosowny raport demontujący⁵¹.

5. Tryb przekazania informacji poufnych

Na potrzeby obowiązków informacyjnych emitentów „przekazanie do publicznej wiadomości” należy rozumieć jako „przekazanie do publicznej wiadomości w trybie art. 56 OfertaPubU”. Upublicznienie przez emitenta informacji poufnej w innym trybie, mimo że wywoła stan, w którym informacja rzeczy-

⁴⁸ W przypadku informacji o ogłoszeniu upadłości, jeżeli emitent zna dokładny termin posiedzenia sądu w przedmiocie rozpatrzenia takiego wniosku, ewentualne opóźnienie w przekazaniu do publicznej wiadomości rozstrzygnięcia sądu, tj. w terminie wskazującym na dopuszczenie się zbędnej zwłoki, szczególnie w przypadku trwającego obrotu giełdowego, naraża go na odpowiedzialność administracyjną.

⁴⁹ Zob. art. 20 ust. 4a ObrInstrFinU.

⁵⁰ Zob. M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji...*, s. 57.

⁵¹ Ibidem.

wiście zostanie przekazana do publicznej wiadomości, to jednak nie będzie ona przekazana w trybie art. 56 OfertaPublU. Zatem nie jest możliwe prawidłowe wykonanie przez emitenta obowiązku informacyjnego przez upublicznienie informacji poufnej w trybie innym niż przewidziany w art. 56 OfertaPublU⁵².

Wykładnia taka wprowadza pewną fikcję prawną, nakazuje bowiem uważać za informacje poufne również informacje, które w tym czasie mogą być już publicznie dostępne. Nawet jeżeli przyjąć, że upublicznienie informacji w inny sposób niż w trybie art. 56 OfertaPublU wyłącza jej poufny charakter, to w przypadku gdy emitent nie przekaze informacji poufnej w trybie art. 56 OfertaPublU oraz w terminie w nim wskazanym, nie wypełni obowiązku informacyjnego. W okresie pomiędzy wygenerowaniem informacji poufnej a jej upublicznieniem w innym trybie niż wskazany w przepisach prawa emitent pozostaje dysponentem informacji jeszcze nieupublicznionej⁵³. Przed wykonaniem obowiązku z art. 56 OfertaPublU emitent może przekazywać informacje wyłącznie ściśle wskazanemu w art. 66 OfertaPublU kręgowi podmiotów, z zachowaniem poufności tych informacji.

Spełnienie obowiązku niezwłocznego przekazania informacji poufnych do publicznej wiadomości jest tym prostsze dla emitenta, im lepsza jest jakość obiegu informacji w strukturze organizacyjnej emitenta czy całej grupy kapitałowej. Polityka obiegu informacji poufnych powinna minimalizować ryzyko „przetrzymania” istotnej informacji w komórkach organizacyjnych emitenta lub podmiotach z grupy kapitałowej, w których informacja taka została wytworzona, bądź w której pracownicy jako pierwsi w ramach emitenta lub jego grupy powzieli o niej wiedzę⁵⁴. Emitent powinien tak zorganizować przepływ informacji w swojej strukturze wewnętrznej lub grupie kapitałowej, aby podmioty zależne przekazywały mu dotyczące ich informacje, które podlegają upublicznieniu na podstawie obowiązujących regulacji niezwłocznie po ich uzyskaniu. Brak takiej organizacji obciąża emitenta odpowiedzialnością za nienależyte wykonywanie obowiązków informacyjnych⁵⁵. Polityka obiegu informacji, a w szczególności informacji poufnych, ma wpływ nie tylko na prawidłowe wypełnianie ustawowych obowiązków publikacyjnych stawianych spółkom publicznym, ale ma też kluczowe znaczenie w przypadku podmiotów, które dążą do osiągnięcia sukcesu gospodarczego w konkurencyjnym otoczeniu⁵⁶.

Obowiązki informacyjne nie mogą utrudniać prowadzenia bieżącej działalności emitenta. Dlatego też ustawodawca przewidział, że przed wykonaniem obowiązków informacyjnych emitent lub sprzedający może przekazywać informacje poufne osobom lub podmiotom świadczącym na jego rzecz usługi do-

⁵² Zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 237.

⁵³ Ibidem.

⁵⁴ Por. M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji...*, s. 56.

⁵⁵ Wyrok WSA w Warszawie z 6 września 2007 r., VI SA/Wa 811/07, LEX nr 372743.

⁵⁶ Zob. M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji...*, s. 56.

radztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego, jak również tym, z którymi prowadzi negocjacje. Natomiast wszystkie te osoby i podmioty obowiązane są zachować poufność otrzymanych informacji.

Wskazuje się, że nie należy przypisywać braku wykonania obowiązku informacyjnego emitentowi, który opublikuje daną informację w trybie art. 56 OfertaPublU, z zachowaniem terminu w nim wskazanego, nawet mimo uprzedniego ujawnienia tej informacji w inny sposób. W takiej sytuacji można jedynie uznać, że emitent w nienależyty sposób wykonuje swoje obowiązki. Okoliczność ta powinna być jednak brana pod uwagę podczas ewentualnego ustalania odpowiedzialności emitenta na podstawie art. 96 OfertaPublU. Zdaniem części doktryny, cele regulacji zostaną osiągnięte niezależnie od tego, w jaki sposób w pierwszej kolejności rynek dowiedział się o informacji poufnej. Obowiązek przekazywania informacji w trybie art. 56 OfertaPublU ma bowiem charakter porządkowy oraz formalny. Informacje przekazane w odmienny sposób z pewnością dotrą do inwestorów i szybko zostaną uwzględnione w wycenie papierów wartościowych. Jednakże przekazywanie informacji w inny sposób mogłoby prowadzić do naruszenia zasady równego i jednoczesnego dostępu do nich wszystkich inwestorów⁵⁷. W mojej ocenie, co do zasady należy się zgodzić z tak postawioną tezą, gdyż szczególną cechą obowiązków informacyjnych dotyczących informacji poufnych jest niezwłoczne ich przekazanie do publicznej wiadomości. Ustawodawca, wprowadzając maksymalny termin, w jakim powinno to nastąpić, w jasny sposób zwraca uwagę na specyficzny charakter upublicznienia tego typu informacji. Dlatego też, moim zdaniem, o ile istotny jest sam fakt upublicznienia danej informacji poufnej, o tyle właśnie w przypadku tak wyjątkowych informacji szybkość ich przekazania ma kluczowe znaczenie.

Konkludując, należy podkreślić, że na potrzeby obowiązków informacyjnych emitentów informacje poufne mogą być uznane jako przekazane do publicznej wiadomości wyłącznie wtedy, gdy zostaną upublicznione przez oficjalnie w tym celu wyznaczony mechanizm (tzw. *officially appointed mechanism*)⁵⁸. Na gruncie polskiej regulacji za taki mechanizm należy uznać tryb przewidziany w art. 56 OfertaPublU oraz w sposób określony przepisami wykonawczymi do art. 55 NadzRKapU⁵⁹. Treść art. 56 OfertaPublU wyznacza jedyny prawidłowy tryb przekazywania do publicznej wiadomości informacji poufnych. Upublicznienie informacji również w inny sposób, unikając narażenia się na odpowiedzialność z art. 96 OfertaPublU, możliwe jest wyłącznie w przypadku uprzedniego wykonania obowiązku informacyjnego w trybie art. 56 OfertaPublU. Upublicznienie informacji w inny sposób przed przekazaniem jej w trybie art. 56 OfertaPu-

⁵⁷ Zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 238.

⁵⁸ Zob. też pkt. 57–58 wytycznych CESR.

⁵⁹ Mechanizmu, o którym mowa w wytycznych CESR *officially appointed mechanism*, nie należy utożsamiać z urzędowo ustanowionym systemem służącym do scentralizowanego gromadzenia informacji regulowanych, o którym mowa w art. 21 ust. 2 dyrektywy 2004/109/WE.

blU oznacza nieprawidłowe wykonanie obowiązku informacyjnego, natomiast upublicznienie informacji w inny sposób oraz zupełny brak przekazania tych informacji w trybie art. 56 OfertaPublU stanowi niewykonanie obowiązku informacyjnego⁶⁰.

6. Sposób przekazania informacji poufnych

Sposób przekazywania informacji poufnych w wykonywaniu obowiązków informacyjnych emitentów, tj. środki oraz warunki techniczne służące do przekazywania informacji poufnych, określone zostały w rozporządzeniu wydanym na podstawie art. 55 NadzRKapU. Obecnie obowiązuje rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd⁶¹ (obecnie Komisję Nadzoru Finansowego). W myśl art. 55 NadzRKapU, przepisy rozporządzenia w sprawie środków i warunków technicznych wskazują techniczny sposób realizacji obowiązków informacyjnych emitentów, jako obowiązków informacyjnych określonych m.in. w ustawie o ofercie publicznej, ustawie o obrocie instrumentami finansowymi⁶².

Zgodnie z § 2 ŚrTechPrzInfR, przekazanie informacji następuje za pośrednictwem teletransmisji Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI), zarządzanego przez Komisję, z zachowaniem zasad bezpiecznego przekazu oraz określonych parametrów, przez łącza z siecią Internet. Treść przekazywanej informacji powinna być potwierdzona przez odbiorcę. W myśl § 4 ŚrTechPrzInfR, w przypadku niemożliwości uzyskania połączenia z ESPI z przyczyn innych niż awaria ESPI, w szczególności uszkodzenia łącza z siecią Internet, przekazanie informacji następuje z zastosowaniem innego łącza zestawionego z siecią Internet. W przypadku awarii ESPI lub wystąpienia zdarzeń uniemożliwiających przekazanie informacji za jego pośrednictwem, informacje przekazuje się na nośniku CD-ROM. Natomiast po usunięciu awarii lub ustaniu innych przyczyn uniemożliwiających przekazanie informacji w zwykłym trybie informacje dostarczone na CD-ROM przekazuje się również za pośrednictwem ESPI. Przekazanie informacji następuje na formularzach elektronicznych ESPI, przez wpisanie jej treści w odpowiednie, przeznaczone do tego pola, z możliwością dołączenia plików o standardach informatycznych określonych szcze-

⁶⁰ Zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 238.

⁶¹ Rozporządzenie Ministra Finansów z 13 lutego 2006 r. (Dz.U. 2006.25.188 z późn. zm.), [dalej: rozporządzenie w sprawie środków i warunków technicznych lub ŚrTechPrzInfR].

⁶² Zob. art. 55 ust. 1 pkt 1 w zw. z art. 2 pkt. 2 i 3 NadzRKapU.

gółowo w rozporządzeniu. Przekazana informacja powinna zostać utrwalona w formie dokumentu podpisanego przez osoby upoważnione do reprezentowania podmiotu nadzorowanego, a w odniesieniu do opinii z badania sprawozdania finansowego i raportu z przeglądu sprawozdania finansowego — przez podmiot uprawniony oraz przez biegłego rewidenta. Dokumenty te powinny być przechowywane przez co najmniej 3 lata.

Szczegółowe zasady funkcjonowania, eksploatacji i udostępniania ESPI określa Regulamin korzystania z ESPI⁶³. Wyodrębnia on różne grupy uczestników ESPI (w tym emitentów), a także różne moduły ESPI (w tym Kancelarię Publiczną). Emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku giełdowym przekazują informacje poufne do Kancelarii Publicznej, natomiast emitenci, których papiery wartościowe notowane są na rynku pozagiełdowym, przekazują informacje poufne do Kancelarii Publicznej MTS-CeTO.

Obowiązki informacyjne emitentów wymagają przekazywania informacji poufnych Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości. W literaturze podaje się w wątpliwość celowość wskazania przez ustawodawcę konkretnej kategorii adresatów, skoro i tak będą oni mieli dostęp do danej informacji przekazanej do publicznej wiadomości⁶⁴. Jednakże utrzymanie obowiązku indywidualnego przekazywania informacji Komisji może być uzasadnione względami potrzeby prowadzenia przez nią scentralizowanego systemu gromadzenia informacji⁶⁵.

Przepis art. 58 OfertaPubIU wprowadza ustawowy obowiązek przekazywania informacji poufnych do publicznej wiadomości za pośrednictwem agencji informacyjnej wskazanej w drodze decyzji Komisji⁶⁶. W ten sposób zapewniona jest możliwość jednoczesnego dostępu podmiotów zainteresowanych do informacji publikowanych przez emitentów⁶⁷. Obowiązek taki nie istnieje w przypadku przekazywania informacji Komisji i spółce prowadzącej rynek regulowany.

⁶³ Wprowadzony zarządzeniem Przewodniczącego Komisji, dostępny na stronie internetowej Urzędu Komisji, http://www.knf.gov.pl/Images/Z_90_2012_13-07-2012_tcm75-31372.pdf.

⁶⁴ Por. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 252.

⁶⁵ *Ibidem*, s. 253.

⁶⁶ Obecnie podmioty posiadające status agencji informacyjnej w rozumieniu art. 58 ust. 1 ObrInstrFinU to: Bloomberg L.P. z siedzibą w Nowym Jorku (USA), 731 Lexington Avenue New York, NY 10022 www.bloomberg.com/polska; Cait sp. z o.o. z siedzibą w Mysłowicach, ul. Katowicka 51, 41-400 Mysłowice, www.tsg.com.pl; Grupa INTERIA.PL sp. z o.o. sp.k. z siedzibą w Krakowie, Os. Teatralne 9a, 31-946 Kraków, <http://mojeinwestycje.interia.pl>; Notoria Serwis S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Miedziana 3A/17, 00-814 Warszawa, www.notoria.pl; Polska Agencja Prasowa S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Bracka 6/8, 00-502 Warszawa, www.pap.pl; StockWatch Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, ul. Płatnicza 76/78, 01-827 Warszawa, www.stockwatch.pl; Agencja Informacyjna Info-Processing Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, ul. Ochocza 72, 04-942 Warszawa, www.infoprocessing.pl; http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/espi/index.html.

⁶⁷ Por. M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji...*, s. 57.

Uregulowanie takie znajduje swe uzasadnienie w położeniu niejako wewnątrz rynku kapitałowego zarówno Komisji, jak i spółki prowadzącej rynek regulowany⁶⁸.

W praktyce przekazywanie informacji za pośrednictwem ESPI pozwala na wypełnienie obowiązków informacyjnych emitentów przez jednoczesne przekazanie informacji poufnych zarówno Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości. Uczestnikami ESPI są zarówno emitenci, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, podmiot prowadzący giełdę, podmiot prowadzący rynek pozagiełdowy, jak i agencja informacyjna. Dzięki odpowiedniej konfiguracji ESPI emitent, przesyłając do systemu informację poufną, przekazuje ją tym samym do wszystkich prawem wymaganych adresatów.

7. Obowiązek przekazania informacji poufnej

7.1. Termin przekazania informacji poufnych

Zgodnie z art. 56 OfertaPublU, emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym jest obowiązany, z zastrzeżeniem art. 56 ust. 6 OfertaPublU, do równoczesnego przekazywania Komisji, spółce prowadzącej ten rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości: informacji poufnych w rozumieniu art. 154 ObrInstrFinU, informacji bieżących i okresowych, zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 60 ust. 2 OfertaPublU w przypadku emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi lub na rynku regulowanym innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego albo zgodnie z postanowieniami regulaminów, o których mowa w art. 61 OfertaPublU w przypadku emitentów papierów wartościowych dopuszczonych wyłącznie do obrotu na rynku giełdowym niebędącym rynkiem oficjalnych notowań giełdowych lub obrotu na rynku pozagiełdowym. Komisja gromadzi przedmiotowe informacje oraz zapewnia powszechny i stały do nich dostęp, z uwzględnieniem konieczności zagwarantowania bezpieczeństwa informacji oraz pewności źródła informacji. Informacje, o których mowa w art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, emitent jest obowiązany, z zastrzeżeniem art. 57 ust. 1 OfertaPublU, przekazać niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie, lub po powzięciu o nich wiadomości, nie później jednak niż w terminie 24 godzin,

⁶⁸ Ibidem.

oraz umieścić w sieci Internet na swojej stronie, z wyłączeniem danych osobowych osób, których te informacje dotyczą.

Emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym jest obowiązany przekazać informacje poufne niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie, lub po powzięciu o nich wiadomości, nie później jednak niż w terminie 24 godzin⁶⁹. Nie oznacza to jednak, że emitent może dowolnie wybrać moment publikacji, aby zmieścić się w ciągu wymienionych 24 godzin⁷⁰. Co do zasady emitent powinien przekazywać informacje poufne niezwłocznie, tj. bez zbędnej, nieuzasadnionej zwłoki, a zatem tak szybko, jak tylko jest to możliwe. Z uwagi na nieostry charakter określenia „niezwłocznie” pojawiają się liczne wątpliwości zarówno na gruncie prawa administracyjnego, jak i cywilnego, wobec czego ustawodawca wskazał precyzyjnie, że okres ten nie może być dłuższy niż 24 godziny⁷¹.

Termin, w którym emitent powinien przekazać informację poufną, musi być wystarczający do przeprowadzenia oceny, czy dana informacja spełnia wszystkie przesłanki uznania jej za poufną, a następnie sporządzenia treści przekazywanej informacji oraz jej faktycznego przekazania. Rozpoczęcie biegu terminów przekazania informacji poufnych następuje w chwili zajścia zdarzeń lub okoliczności, uzasadniających przekazywanie informacji poufnych, lub po powzięciu o nich wiadomości. Niektóre informacje poufne podlegające przekazaniu generowane są samoistnie w toku działalności emitenta⁷², inne natomiast powstają dopiero po powzięciu przez niego stosownych wiadomości⁷³, dlatego też bieg terminu przekazania konkretnej informacji poufnej, a co za tym idzie — spełnienia ciężącego na emitencie obowiązku, rozpoczyna się każdorazowo

⁶⁹ Warto zauważyć, że od 13 stycznia 2009 r. nie obowiązuje już wcześniej istniejąca regulacja dotycząca 20-minutowego opóźnienia w przekazywaniu informacji do publicznej wiadomości. Zob. też: wyrok WSA w Warszawie z 16 grudnia 2009 r., VI SA/Wa 1466/09, Legalis nr 828772; wyrok WSA w Warszawie z 24 stycznia 2011 r., VI SA/Wa 1511/10, Legalis nr 360515; wyrok WSA w Warszawie z 8 lutego 2012 r., VI SA/Wa 1604/11, Legalis nr 525582; wyrok WSA w Warszawie z 8 listopada 2011 r., VI SA/Wa 1736/11, Legalis nr 409150.

⁷⁰ Por. M. PACHUCKI, *Raportowanie informacji...*, s. 55.

⁷¹ Unijne regulacje posługują się terminami mniej precyzyjnymi. Dyrektywa *Market Abuse* w art. 6 ust. 1 używa sformułowania „możliwie szybko” (ang. *as soon as possible*), natomiast dyrektywa 2003/124/WE sformułowania „możliwie najszybciej” (ang. *as fast as possible*) czy „natychmiast” (ang. *promptly*). Dyrektywy kierowane do państw członkowskich w zakresie swojego prawodawstwa przyjmują rozwiązania szczegółowe, w tym również o charakterze proceduralnym, zmierzając do osiągnięcia celu dyrektywy. Rozwiązanie przyjęte przez polskiego ustawodawcę celowościowo odpowiada regulacjom unijnym, a przy tym w sposób bardziej precyzyjny określa termin realizacji obowiązku informacyjnego w zakresie przekazywania informacji poufnych.

⁷² Na przykład zdarzenia lub okoliczności, które nastąpiły w funkcjonalnie ujętym przedsiębiorstwie emitenta, obejmującym również jego podmioty zależne.

⁷³ Będą to wiadomości o zdarzeniach lub okolicznościach występujących poza przedsiębiorstwem emitenta.

wraz z wygenerowaniem przez emitenta tej informacji poufnej. W myśl art. 56 ust. 2 pkt 1 OfertaPublU, warunkiem *sine qua non* zakwalifikowania danej informacji jako informacji poufnej jest odpowiedni stopień świadomości emitenta. Definicja legalna informacji poufnej zawarta w art. 154 ObrInstrFinU traktuje emitenta jako przedmiot, a nie jako podmiot takiej informacji, podczas gdy art. 56 OfertaPublU wskazuje emitenta jako podmiot obowiązków informacyjnych⁷⁴. Nie można wymagać od emitenta, by podawał do publicznej wiadomości informacje, o których istnieniu może nie wiedzieć⁷⁵. Atrybut wiedzy czy świadomości należy odnosić do emitenta przez pryzmat wiedzy i świadomości osób działających w jego imieniu i na jego rzecz (personel emitenta)⁷⁶.

W przypadku zdarzeń lub okoliczności, które miały miejsce w przedsiębiorstwie emitenta, można przyjąć domniemanie wiedzy emitenta o ich zaistnieniu, jednakże nie można tego czynić w przypadku zdarzeń lub okoliczności, które nastąpiły poza przedsiębiorstwem emitenta. Zakładając wiedzę emitenta⁷⁷ o informacjach poufnych generowanych samoistnie w toku jego działalności, nie można odmówić mu prawa do wykazania wszelkimi możliwymi środkami dowodowymi, że o istnieniu danej informacji wiedzy nie miał⁷⁸. Postuluje się, że w razie wątpliwości należy przyjąć domniemanie braku wiedzy emitenta⁷⁹. Dokonując *post factum* oceny, czy emitent powinien był daną informację przekazać zgodnie z dyspozycją art. 56 OfertaPublU, należy wykazać, że wiedział o jej istnieniu⁸⁰.

Termin przekazania informacji poufnych jest terminem materialnym⁸¹, do którego mają zastosowanie przepisy Kodeksu cywilnego. Przepisy te nie regulują jednak sposobu obliczania terminu określonego w godzinach. Wydaje się zatem, że w tym zakresie celowe jest stosowanie analogii do sposobu obliczania terminu określonego w dniach wskazanego w art. 111 KC⁸². W przypadku gdy termin jest oznaczony w godzinach, należy przyjąć, że kończy się on wraz z upływem ostatniej godziny, natomiast przy obliczaniu terminu nie uwzględ-

⁷⁴ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 249.

⁷⁵ Por. K. HALADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 349.

⁷⁶ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 249.

⁷⁷ W rzeczywistości osób działających w jego imieniu i na jego rzecz.

⁷⁸ Na przykład podjęte działania lub powzięte konkretne zamiary załogi pracowniczej czy organizacji związkowych funkcjonujących w zakładzie emitenta, a jeszcze niezakomunikowane emitentowi jako pracodawcy, są zdarzeniami lub okolicznościami, które wystąpiły w przedsiębiorstwie emitenta, o których jednak ten nie wiedział.

⁷⁹ Por. M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 454; K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 18.

⁸⁰ Tak S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 249.

⁸¹ Zob. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 310.

⁸² Zob. A. ROMANOWSKA, „Insider trading”..., s. 11.

nia się godziny, w której termin rozpoczął swój bieg⁸³. W sytuacji, gdy koniec terminu do wykonania obowiązku publikacyjnego przypada na dzień ustawowo wolny od pracy⁸⁴, zgodnie z treścią art. 115 KC, należy uznać, że termin ten ulega przedłużeniu i upływa dnia następnego, a zatem wraz z upływem kolejnych 24 godzin⁸⁵.

Przez przekazanie informacji w ujęciu art. 56 OfPublU należy rozumieć takie przekazanie informacji przez emitenta, aby wskazane podmioty miały możliwość zapoznania się z tą informacją⁸⁶. Także w tym przypadku zastosowanie znajdują przepisy materialne, a nie proceduralne, a zatem regulacje art. 61 KC określające chwilę złożenia oświadczenia woli⁸⁷. Mimo że przekazanie informacji jest działaniem skutkowym, skutek przekazania powstaje już w momencie, gdy adresat mógł zapoznać się z treścią informacji⁸⁸. Nie jest wymagane rzeczywiste zapoznanie się z informacją, które zależy wyłącznie od woli adresata⁸⁹.

Poza tym należy zauważyć, że zgodnie z art. 56 ust. 5 OfertaPublU, emitent papierów wartościowych zobowiązany jest do przekazania w trybie art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU każdej informacji, która stanowi znaczącą zmianę informacji poufnej. Emitent nie ma obowiązku przekazywania informacji stanowiącej każdą zmianę uprzednio przekazanej informacji poufnej, lecz tylko zmianę znaczącą. W literaturze przyjmuje się, że chodzi tu o takie zmiany, które w kontekście uprzednio przekazanej informacji poufnej spełniają przesłankę cenotwórczości⁹⁰. Znacząca zmiana może mieć miejsce w przypadku, gdy istotnej zmianie ulegają fakty i okoliczności, które były uprzednio przedmiotem opublikowanej informacji poufnej, czy też wtedy, gdy poprzednio opublikowana informacja poufna w sposób istotny mijała się z prawdą⁹¹.

⁸³ Por. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 249; J. STRZEBINCYK, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, Red. E. GNIEWEK, P. MACHNIKOWSKI, Warszawa 2016, s. 269—270; K. MULARSKI, w: *Kodeks cywilny. T. 1. Komentarz. Art. 1—449¹¹*, Red. M. GUTOWSKI, Warszawa 2016, s. 727—728.

⁸⁴ Na podstawie art. 1 ustawy z 18 stycznia 1951 r. o dniach wolnych od pracy (Dz.U. 2015.90 z późn. zm.).

⁸⁵ Tak A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 12.

⁸⁶ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 114.

⁸⁷ J. GRYKIEL, w: *Kodeks cywilny. T. 1. Komentarz. Art. 1—449¹¹*, Red. M. GUTOWSKI..., s. 397—408.

⁸⁸ Zob. A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 12.

⁸⁹ Por. P. MACHNIKOWSKI, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, Red. E. GNIEWEK, P. MACHNIKOWSKI..., s. 150.

⁹⁰ Zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 255.

⁹¹ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 119.

7.2. Opóźnienie upublicznienia informacji poufnych

7.2.1. Istota instytucji opóźnienia wykonania obowiązków informacyjnych w zakresie informacji poufnych

Przewidziany w art. 56 OfertaPublU obowiązek niezwłocznego przekazywania informacji poufnych nie ma charakteru absolutnego⁹². Przepis art. 57 OfertaPublU wprowadza instytucję dopuszczalnego opóźnienia wykonania obowiązków informacyjnych w zakresie informacji poufnych. Zgodnie z przedmiotową regulacją, w przypadku gdy wykonanie obowiązku, o którym mowa w art. 56 ust. 1 OfertaPublU, mogłoby naruszyć słuszny interes emitenta papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub któregośkolwiek z państw członkowskich, niezależnie od tego, czy transakcje danym papierem wartościowym są dokonywane na tym rynku, może on w zakresie odnoszącym się do informacji, o których mowa w art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, na własną odpowiedzialność oraz w sposób zgodny z przepisami wydanymi na podstawie art. 60 ust. 1 OfertaPublU, opóźnić na czas określony wykonanie tych obowiązków, przekazując Komisji informację o opóźnieniu, wraz z podaniem przyczyn uzasadniających opóźnienie i wskazaniem terminu, w którym informacja będzie przekazana podmiotom, o których mowa w art. 56 ust. 1 OfertaPublU.

Emitent decyząc o opóźnieniu podejmuje na własną odpowiedzialność, samodzielnie dokonując weryfikacji przesłanek jego dokonania⁹³. Z kolei Komisja nie ma możliwości kontroli *ex ante*, czy dana informacja spełnia ustawowe przesłanki opóźnienia jej upublicznienia. Regulacja art. 57 OfertaPublU nie określa maksymalnego terminu opóźnienia, zatem Komisja nie może z góry kwestionować długości okresu opóźnienia. Natomiast ma możliwość kontroli opóźnienia w ramach postępowania wyjaśniającego, jednak ewentualne sankcje może nałożyć *ex post*, a więc już po upublicznieniu przez emitenta informacji poufnej⁹⁴. Opóźnienie przekazania informacji może nastąpić wyłącznie pod warunkiem, że emitent zapewni zachowanie poufności tych informacji do chwili wykonania obowiązku, oraz że nie spowoduje to wprowadzenia w błąd opinii publicznej. W przypadku takiego opóźnienia emitent jest obowiązany przekazać informację w terminie wskazanym Komisji.

⁹² Zob. K. HAŁADYJ, *Odpowiedzialność odszkodowawcza...*, s. 189; IDEM, *Ustawa o ofercie...*, s. 355.

⁹³ Zob. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 12.

⁹⁴ A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 12.

Regulacja dotycząca opóźnienia upublicznienia informacji poufnych nie wprowadza żadnego wyłączenia czy też ograniczenia obowiązków informacyjnych emitenta, a jedynie daje możliwość przesunięcia w czasie momentu wykonania przewidzianego prawem obowiązku informacyjnego w stosunku do określonych informacji⁹⁵. Instytucję opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego traktować można jako kompromis pomiędzy regułami, które wymagają od emitentów upubliczniania bardzo dużej liczby informacji, a realiami życia gospodarczego, gdzie poufność jest często warunkiem *sine qua non* efektywnego działania⁹⁶. Reguły obrotu papierami wartościowymi na rynku regulowanym muszą uwzględniać zasady konkurencji na rynkach, na których emitenci prowadzą działalność gospodarczą. Przy czym obowiązki informacyjne emitentów nie powinny obniżać ich pozycji konkurencyjnej w stosunku do przedsiębiorców, na których takie obowiązki nie ciążyą. Z jednej strony prowadziłyby to do zakłócenia konkurencji na rynku, z drugiej zaś mogłyby zniechęcać niektórych przedsiębiorców do obecności wyemitowanych przez nich papierów wartościowych na rynku regulowanym, z niewątpliwą szkodą dla samego rynku regulowanego⁹⁷.

W doktrynie wskazuje się, że opóźnienie przekazywania informacji poufnych ma charakter wyjątkowy⁹⁸, odnosi się do przypadków szczególnych i jako takie nie powinno być nadużywane, natomiast przyczyny opóźnienia nie powinny być interpretowane w sposób rozszerzający⁹⁹. W taki sposób instytucja opóźnienia przekazywania informacji poufnych traktowana jest przez organ nadzoru¹⁰⁰. Jednakże możliwość korzystania z tej instytucji powinna odznaczać się pewnym stopniem elastyczności w zależności od konkretnego stanu faktycznego¹⁰¹. Uważa się, że instytucja opóźnienia upublicznienia informacji poufnej negatywnie wpływa na funkcjonowanie mechanizmu cenowego rynku kapitałowego, kształtując kurs, który nie oddaje w pełni rzeczywistej sytuacji emitenta, a nadto zwiększa ryzyko bezprawnego wykorzystania takiej informacji przez insiderów¹⁰².

Chociaż regulacja art. 57 OfertaPublU odwołuje się wyłącznie do kategorii informacji poufnych, o których mowa w art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, może również znaleźć zastosowanie w stosunku do informacji bieżących, które jednocześnie spełniają kryteria informacji poufnej¹⁰³. Mimo że informacje po-

⁹⁵ Por. M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 56.

⁹⁶ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 93—94.

⁹⁷ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 268.

⁹⁸ Por. M. DYŁ, *Organizacja i administracyjnoprawne aspekty funkcjonowania rynku kapitałowego*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19: *Prawo papierów wartościowych*, Red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006, s. 784.

⁹⁹ Por. A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 13.

¹⁰⁰ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 268.

¹⁰¹ Zob. pkt. 68—72 wytycznych CESR.

¹⁰² Zob. P. SOKAL, *Obowiązki informacyjne emitentów*, Pr.Sp. 2012, nr 3, s. 60.

¹⁰³ Zob. § 2 ust. 2 RodzInfSHIEmR, który odwołuje wprost do pojęcia aktywów znacznej wartości oraz pojęcia znaczącej umowy, funkcjonujących na gruncie rozporządzenia w sprawie

ufne stanowią w sensie normatywnym odrębną grupę informacji od informacji bieżących, zakresy pojęciowe obu tych kategorii mogą na siebie zachodzić¹⁰⁴. I tak w szczególności informacje mieszczące się w katalogu informacji bieżących wskazanych w rozporządzeniu wydanym na podstawie art. 60 ust. 2 OfertaPublU z reguły stanowią też informacje poufne¹⁰⁵. Nie sposób także wykluczyć sytuacji, w której część elementów składowych raportów okresowych zostałaby zakwalifikowana jako informacje poufne¹⁰⁶.

Z tego też względu możliwe jest również opóźnienie przekazania niektórych informacji bieżących lub co najmniej niektórych obligatoryjnych elementów informacji bieżących wskazanych w rozporządzeniu w sprawie informacji bieżących i okresowych. Jednak należy mieć na uwadze, że art. 57 OfertaPublU literalnie odwołuje się jedynie do informacji poufnych, zatem należy bardzo ostrożnie podchodzić do opóźniania informacji poufnych, które stanowią jednocześnie informacje bieżące¹⁰⁷. Na podstawie komentowanego artykułu nie jest natomiast możliwe opóźnienie przekazania informacji okresowych¹⁰⁸.

W pewnych sytuacjach może wystąpić konflikt dwóch wartości, z jednej strony pełnego i powszechnego dostępu do informacji cenotwórczych, a z dru-

informacji bieżących i okresowych. W szczególności rodzaje informacji wskazanych w § 2 ust. 1 pkt. 3—5 RodzInfSHEmR, odnośnie do których dopuszczalne jest opóźnienie wykonania obowiązku informacyjnego, mieszczą się (§ 2 ust. 1 pkt. 4—5 RodzInfSHEmR) lub z reguły będą się mieścić (§ 2 ust. 1 pkt 3 RodzInfSHEmR) w grupie informacji bieżących (por. § 5 ust. 1 pkt. 1, 3 i 4 InfBieżOkrR).

¹⁰⁴ Por. M. DYL, *Organizacja i administracyjnoprawne aspekty...*, s. 784; M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 53.

¹⁰⁵ Zob. A. ROMANOWSKA-ZIELONKA, *Opcje walutowe a obowiązki informacyjne...*, s. 14.

¹⁰⁶ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 229.

¹⁰⁷ Decyzją z dn. 3 września 2013 r. Komisja Nadzoru Finansowego nałożyła na Bomi S.A. sankcję administracyjną wobec niewykonania obowiązków informacyjnych, polegających na nieprzekazaniu informacji poufnej o wydarzeniach wskazujących na zagrożenie wystąpienia znacznej straty oraz o prognozowanej znaczącej stracie jednostkowej, o której zarząd spółki poinformował radę nadzorczą, i jej możliwym wpływie na wynik skonsolidowany. Jak wskazuje Komisja, przekazanie informacji poufnej o wydarzeniach wskazujących na zagrożenie wystąpienia znacznej straty i jej możliwym wpływie na wynik skonsolidowany, biorąc pod uwagę dotychczasowy zysk spółki, wykazywany przez spółkę zarówno na poziomie jednostkowym, jak i skonsolidowanym, mogło, zdaniem Komisji, w istotny sposób wpłynąć na cenę akcji. Spółka nie przekazała tych informacji. Do momentu publikacji raportów okresowego i bieżącego inwestorzy pozostawali w nieświadomości co do rzeczywistego obrazu sytuacji finansowej spółki. Komisja podkreśla, że informacje poufne o wydarzeniach wskazujących na zagrożenie wystąpienia znacznej straty, jako mogące mieć zasadnicze znaczenie dla dalszej działalności gospodarczej spółki, należy uznać za szczególnie istotne dla osób inwestujących swoje środki w jej akcje. Rzetelna, wyczerpująca polityka informacyjna powinna być zatem traktowana przez emitentów priorytetowo; zob. *Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego*; zob. też Decyzja KNF z dn. 23 lutego 2010 r. ws. Sfinks Polska S.A., w: *Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego*, http://bip.knf.gov.pl/pliki/kary_KNF_wg_naruszen_04_02_14_tcm6-36391.pdf.

¹⁰⁸ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 268.

giej — słusznego interesu emitenta w zaniechaniu publikacji określonych informacji poufnych. Ustawodawca rozstrzyga na rzecz interesu emitenta, czasowo odstępując od obowiązku niezwłocznej publikacji. Różne mogą być motywacje emitentów wstrzymujących publikację informacji¹⁰⁹. Należy mieć na względzie, że podleganie właściwym dla rynku kapitałowego obowiązkom informacyjnym związane jest z ryzykiem utraty przewagi konkurencyjnej, szczególnie wobec konkurentów niebędących spółkami notowanymi na tym rynku, a w konsekwencji nieposiadającymi analogicznych obowiązków publikacyjnych¹¹⁰. Może to wywołać naturalną motywację niepublikowania bądź opóźniania publikacji informacji, które prowadzą do utraty takiej przewagi. Należy podkreślić, że nie każdy interes emitenta, jaki może on mieć w opóźnianiu publikacji informacji, opóźnienie to w rzeczywistości uzasadnia¹¹¹.

Emitent ponosi wszelkie ryzyko związane z opóźnieniem wykonania obowiązku informacyjnego. Naruszenie bowiem warunków opóźnienia może skutkować odpowiedzialnością administracyjną, cywilną oraz karną.

7.2.2. Naruszenie słusznego interesu emitenta

7.2.2.1. Potencjalność naruszenia słusznego interesu emitenta

Przesłanką dopuszczalności opóźnienia w wykonaniu obowiązku informacyjnego jest zaistnienie stanu potencjalnego naruszenia słusznego interesu emitenta. Ocena możliwego naruszenia dokonywana jest *ex ante*, czyli przed podjęciem decyzji odnośnie do ewentualnego opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego, kiedy to możliwe jest tylko prognozowanie wpływu upublicznienia danej informacji na interesy emitenta, jego pozycję konkurencyjną czy też pozycję negocjacyjną¹¹².

Dla zastosowania instytucji opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego nie jest wystarczającą możliwością naruszenia jakiegokolwiek interesu emitenta, a jedynie interesu słusznego. Słuszny interes można przy tym ujmować jako interes ważny, szczególnie, istotny¹¹³, prawnie uzasadniony (ang. *legitimate*

¹⁰⁹ Zob. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 11.

¹¹⁰ POR. K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 527.

¹¹¹ Por. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 11.

¹¹² S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 269—270.

¹¹³ *Ibidem*.

interests)¹¹⁴ albo też uprawniony, godny ochrony w świetle prawa¹¹⁵, którego naruszenie mogłoby spowodować istotne negatywne skutki w sferze majątkowej czy reputacji emitenta¹¹⁶. Słuszny interes emitenta może mieć zarówno charakter majątkowy, jak i niemajątkowy¹¹⁷.

Sformułowania te wymuszają dokonanie swoistego ważenia interesu ogółu inwestorów, dla którego niezbędny jest powszechny i równy dostęp do rzetelnej informacji rynkowej, z interesem konkretnego emitenta¹¹⁸, wymagającego niekiedy dłuższego utrzymywania pewnych informacji w tajemnicy. Stanowi to wyzwanie zarówno dla emitentów podejmujących decyzje o opóźnieniu, jak i regulatorów rynku, którzy *ex post* dokonują weryfikacji dopuszczalności takiej decyzji¹¹⁹.

Słuszny interes emitenta nie musi być interesem prawnym, który daje emitentowi możliwość skutecznego żądania określonego zachowania władzy publicznej¹²⁰. Może to być także słuszny interes faktyczny emitenta. Jednakże zagrożenie słusznego interesu emitenta powinno mieć obiektywny charakter¹²¹.

Ustawa o ofercie publicznej nie definiuje pojęcia „słuszny interes emitenta”, jego doprecyzowanie ma miejsce na gruncie wydanego na podstawie art. 60 ust. 1 OfertaPublU rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnianiem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych¹²², które wprowadza katalog rodzajów informacji mogących naruszyć słuszny interes emitenta.

Ustawodawca w rozporządzeniu w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, zdecydował w sposób enumeratywny okreś-

¹¹⁴ Zgodnie z treścią art. 6 ust. 2 dyrektywy *Market Abuse*.

¹¹⁵ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 122.

¹¹⁶ Por. K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 364; J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 11.

¹¹⁷ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 270.

¹¹⁸ Czasem także pośrednio jego akcjonariuszy, czyli grupy inwestorów posiadających akcje emitenta.

¹¹⁹ Por. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 11.

¹²⁰ Na temat pojęcia interesu prawnego, funkcjonującego zwłaszcza na gruncie art. 28 KPA, zob. szerzej J. BORKOWSKI, w: B. ADAMIAK, J. BORKOWSKI, *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 173 i nast.; R. KĘDZIORA, *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 248—254, a także A. DUDA, *Interes prawny w polskim prawie administracyjnym*, Warszawa 2008, s. 26—27; F. LONGCHAMPS, *Osobiste doświadczenia wojenne*, Lwów 1936, s. 33.

¹²¹ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 270.

¹²² Rozporządzenie Ministra Finansów z 13 kwietnia 2006 r. (Dz.U. 2006.67.476 z późn. zm.), [dalej: rozporządzenie w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta lub RodzInfSHEmR].

lić rodzaje informacji, mogących naruszyć słuszny interes emitenta¹²³. W praktyce, przy podejmowaniu decyzji o opóźnieniu wykonania obowiązku informacyjnego, konieczne jest zakwalifikowanie informacji do jednej z kategorii wskazanych w § 2 ust. 1 RodzInfSłIEmR. Wydaje się jednak, że nie można *a priori* wykluczyć zaistnienia stanu, który nie byłby wprost ujęty w przepisach rozporządzenia w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, a spełniałby generalne przesłanki wynikające z art. 57 OfertaPublU. W takim przypadku (szczegółowo przez emitenta uzasadnionym i weryfikowanym przez Komisję) należałoby dopuścić możliwość opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego, przyznając pierwszeństwo normie rangi ustawowej, wywodzonej z wykorzystaniem prounijnych reguł wykładni przepisów prawa¹²⁴.

7.2.2.2. Rodzaje informacji mogących naruszyć słuszny interes emitenta

Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, wskazuje na pięć kategorii takich informacji poufnych. Do pierwszej z nich należą informacje dotyczące prowadzonych przez emitenta negocjacji lub okoliczności związanych z prowadzonymi negocjacjami, w tym wyboru drugiej strony negocjacji, jeżeli ich przekazanie do publicznej wiadomości mogłoby negatywnie wpłynąć na przebieg lub wynik tych negocjacji, a w przypadku negocjacji prowadzonych w celu zapewnienia poprawy sytuacji finansowej emitenta, również jeżeli ich przekazanie do publicznej wiadomości w poważnym stopniu zagroziłoby interesom obecnych lub przyszłych akcjonariuszy albo uczestników funduszu, w przypadku gdy emitentem jest fundusz inwestycyjny zamknięty¹²⁵. Do drugiej kategorii należą informacje

¹²³ Na niewyczerpujący katalog okoliczności uprawniających do opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego wskazuje ponadto art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/124/WE. Również wytyczne CESR podkreślają potrzebę elastycznego podejścia do próby definiowania interesu emitenta uzasadniającego opóźnienie wykonania obowiązku informacyjnego, wskazując jedynie na przykłady uzasadniające opóźnienie upublicznienia informacji poufnych i podkreślając, że emitenci mogą korzystać z instytucji opóźnienia także w innych przypadkach, o ile spełnione zostaną wszystkie warunki wskazane w art. 6 ust. 2 dyrektywy *Market Abuse*; zob. pkt. 70–72 wytycznych CESR; zob. też uzasadnienie projektu rozporządzenia, Druk sejmowy nr 3970, Sejm IV kadencji.

¹²⁴ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 271.

¹²⁵ Zob. wyrok WSA w Warszawie z 22 marca 2010 r., VI SA/Wa 2181/09, Legalis nr 834932; wyrok WSA w Warszawie z 22 marca 2010 r., VI SA/Wa 2182/09, Legalis nr 834937.

dotyczące dokonanych czynności prawnych lub decyzji podjętych przez osoby uprawnione do reprezentowania emitenta, przez osoby wchodzące w skład organów zarządzających emitenta lub osoby pełniące w strukturze organizacyjnej emitenta funkcje kierownicze, które dla swej ważności wymagają zatwierdzenia przez inny uprawniony organ emitenta, jeżeli ich przekazanie do publicznej wiadomości przed dokonaniem tego zatwierdzenia, wraz z jednoczesnym poinformowaniem o trwającym procesie zatwierdzenia, mogłoby spowodować nieprawidłową ocenę tej informacji przez inwestorów¹²⁶. Trzeci rodzaj informacji tworzą informacje dotyczące umów zawartych pod warunkiem zawieszającym. Umowy takie wiążą strony w zakresie zobowiązań wynikających z umowy dopiero po spełnieniu się określonych w nich warunków. Do czwartej kategorii należą informacje dotyczące podmiotu, który nabył od emitenta lub jednostki od niego zależnej aktywa znacznej wartości¹²⁷ lub zbył emitentowi, lub jednostce od niego zależnej, takie aktywa, jeżeli ich przekazanie do publicznej wiadomości mogłoby naruszyć pozycję konkurencyjną emitenta w branży lub na rynku, na którym prowadzi działalność. Ostatni rodzaj stanowią informacje dotyczące drugiej strony, przedmiotu oraz szczegółowych warunków finansowych umowy, w przypadku zawarcia przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy, jeżeli przekazanie tych informacji do publicznej wiadomości mogłoby naruszyć pozycję konkurencyjną emitenta w branży lub na rynku, na którym prowadzi działalność.

Do kategorii informacji, których przekazanie do publicznej wiadomości mogłoby naruszyć słuszny interes emitenta, zaliczyć można również część informacji bieżących będących jednocześnie informacją poufną. Jak już wcześniej sygnalizowano, nie jest wykluczone wzajemne zachodzenie na siebie desygnatów każdego z tych pojęć¹²⁸.

Warto zwrócić uwagę na istotną wątpliwość dotyczącą charakteru listy przywołanych zdarzeń. Rozporządzenie określa katalog okoliczności mogących potencjalnie stanowić przedmiot informacji, których niezwłoczne przekazanie do publicznej wiadomości mogłoby naruszyć słuszny interes emitenta. Regulacja unijna w tym zakresie w sposób jednoznaczny przesądza, że wyliczenie zawarte w art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/124/WE ma charakter przykładowy i nie wyłącza możliwości uznania innych informacji za takie, których niezwłoczna publikacja mogłaby naruszyć słuszny interes emitenta. Zagadnienie to nie budzi wątpliwości w prawie unijnym¹²⁹.

¹²⁶ Zob. wyrok WSA w Warszawie z 28 grudnia 2011 r., VI SA/Wa 1707/11, *Legalis* nr 446726; wyrok NSA z 22 listopada 2013 r., II GSK 911/12, *Legalis* nr 744002.

¹²⁷ W rozumieniu InfBieżOkrR.

¹²⁸ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 273.

¹²⁹ Por. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 12.

Również wytyczne CESR w sposób jednoznaczny potwierdzają, że wyliczenie przesłanek opóźnienia ma charakter przykładowy. Ponadto nie ogranicza ono, jak też nie wyłącza możliwości opóźnienia przekazania do publicznej wiadomości również innych informacji, jeżeli ich niezwłoczne upublicznienie mogłoby naruszyć słuszny interes emitenta¹³⁰, w przypadku gdy zostaną spełnione dalsze przesłanki warunkujące dopuszczalność takiego opóźnienia¹³¹.

Mimo że polska regulacja nie wskazuje wprost na zamknięty katalog listy zdarzeń, o których poinformowanie może podlegać opóźnieniu, to jednak wykładnia językowa przepisów RodzInfSHEmR, wobec braku sformułowania „w szczególności”, może prowadzić do wniosku, że katalog ten ma charakter wyczerpujący i wyłącza możliwość opóźnienia informacji innych niż dotyczące regulacji wskazanych w § 2 ust. 1 RodzInfSHEmR¹³². W doktrynie funkcjonują także głosy odmienne, zarzucające takiemu podejściu sprzeczność z prawem unijnym¹³³.

Wykładnia językowa w sposób istotny ograniczałaby możliwość zastosowania instytucji opóźnienia i jest niemożliwa do zaakceptowania z uwzględnieniem unijnego kontekstu regulacji, z którego wynika, że katalog określony w § 2 ust. 1 RodzInfSHEmR powinien być traktowany jako otwarty i niewyłączający możliwości opóźnienia również innych informacji niż wskazane w rozporządzeniu. Przemawia za tym przede wszystkim gwarancyjny charakter art. 6 ust. 2 dyrektywy *Market Abuse*, z którego wynika zakaz wprowadzania jakichkolwiek dalszych ograniczeń dopuszczalności opóźniania, poza wskazaną możliwością uzależniania dopuszczalności opóźnienia od poinformowania regulatora. Ponadto *ratio legis* art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/124/WE w zw. z art. 6 ust. 2 dyrektywy *Market Abuse* nie było ograniczenie przypadków, w jakich dopuszczalne jest opóźnienie, a jedynie ułatwienie emitentom podjęcia decyzji w tym zakresie¹³⁴. Za taką interpretacją przemawiają wyniki badań prawnoporównawczych, wskazując na inne systemy prawne państw członkowskich dysponujących najbardziej rozwiniętym rynkiem kapitałowym, tj. Niemiec i Wielkiej Brytanii, które posługują się koncepcją otwartego katalogu informacji podlegających opóźnieniu¹³⁵. W opozycji do powyższego nie stoi w szczególności fakt, że katalog przypadków określonych w § 2 ust. 1 RodzInfSHEmR jest szerszy niż w art. 3 ust. 1 pkt. 1—2 dyrektywy 2003/124/WE. W mojej ocenie, opóźnienie należy uznać za dopuszczalne nie tylko w przypadkach wskazanych w § 2 ust. 1 Ro-

¹³⁰ Zob. pkt 2.4 wytycznych CESR (2007).

¹³¹ Zob. pkt 2.10 wytycznych CESR (2007).

¹³² Por. K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 18; M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 56; A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 12.

¹³³ Tak T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 124.

¹³⁴ Por. J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 12.

¹³⁵ Zob. T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 344.

dzInfSHEmR, ale w każdym przypadku, który spełnia przesłanki przewidziane w art. 57 OfertaPublU¹³⁶.

Ratio legis omawianej w tym miejscu regulacji jest ułatwienie emitentom podjęcia decyzji o dokonaniu opóźnienia. Należy przyjąć, że można w szczególności opóźnić upublicznienie informacji przywołanych w § 2 ust. 1 RodzInfSHEmR oraz do nich zbliżone. Katalog zawiera informacje, których niezwłoczne przekazanie do publicznej wiadomości potencjalnie może naruszyć słuszny interes emitenta. Sam fakt, że określony rodzaj zdarzenia został przewidziany w rozporządzeniu w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, nie oznacza, że tego rodzaju zdarzenie *per se* stanowi informację poufną, jak również że jeżeli tego rodzaju zdarzenie stanowi informację poufną, to jej podanie do publicznej wiadomości może zostać opóźnione. Istotą regulacji jest wskazanie, że w przypadku gdy informacja dotycząca zdarzenia określonego w § 2 ust. 1 RodzInfSHEmR zostanie uznana za informację poufną w rozumieniu art. 154 ObrInstrFinU, to będzie to informacja poufna, co do której istnieje większe prawdopodobieństwo niż w przypadku innych informacji poufnych, że jej niezwłoczne podanie do publicznej wiadomości potencjalnie mogłoby naruszyć słuszny interes emitenta. Regulacja taka ułatwia podjęcie oraz uzasadnienie decyzji o opóźnieniu¹³⁷.

Ponadto rozporządzenie nie wyłącza ani nie ogranicza możliwości opóźnienia informacji dotyczących całkiem innych zdarzeń, jeżeli z okoliczności wynika, że w stosunku do nich zostały spełnione przesłanki z art. 57 OfertPublU. Ocena wystąpienia tych przesłanek spoczywa na emitencie. Gdy potrafi on uzasadnić wystąpienie okoliczności warunkujących dopuszczalność opóźnienia upublicznienia informacji, nie powinien ponosić negatywnych konsekwencji wobec tego, że opóźniona informacja poufna nie dotyczy żadnego ze zdarzeń wskazanych w § 2 ust. 1 RodzInfSHEmR. Wydaje się uzasadnione, że emitent, który opóźnił podanie do publicznej wiadomości informacji nieprzewidzianych w katalogu określonym w § 2 ust. 1 RodzInfSHEmR, ma prawo powoływać się w tej kwestii bezpośrednio na treść dyrektywy *Market Abuse* oraz dyrektywy 2003/124/WE, a także na ich interpretację przyjmowaną na szczeblu unijnym, w szczególności zawartą w wytycznych CESR¹³⁸.

¹³⁶ Tak też J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 12—13.

¹³⁷ Ibidem.

¹³⁸ Zob. pkt. 70—72 wytycznych CESR; tak J. JASTRZĘBSKI, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku...*, s. 13.

7.2.3. Obowiązek zachowania poufności informacji

Warunkiem dopuszczalności opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego uregulowanego w art. 56 OfertaPublU jest zapewnienie przez emitenta zachowania poufności informacji objętych opóźnieniem aż do chwili wykonania tego obowiązku¹³⁹. Już z samej istoty informacji poufnej wynika, że opóźnienie jej przekazania nie powoduje, że przestaje być ona poufna.

Emitent jest zobowiązany podjąć działania zapewniające ochronę informacji poufnych, których przekazanie do publicznej wiadomości zostało opóźnione, przez zapewnienie zachowania poufności tych informacji, ograniczenia do nich dostępu oraz kontroli ich przekazywania w trybie dopuszczalnym przez ustawę¹⁴⁰.

Zgodnie z § 3 pkt 2 RodzInfSHEmR, ochrona informacji poufnych, których przekazanie do publicznej wiadomości zostało opóźnione, obejmuje w szczególności: ochronę dokumentów zawierających te informacje, ochronę systemów i sieci teleinformatycznych, w których informacje te są gromadzone i przechowywane, a także kontrolę obiegu dokumentów lub innych nośników informacji zawierających te informacje. Takie dokumenty lub inne nośniki powinny być opatrzone klauzulą „informacja poufna w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi”¹⁴¹. Emitent obowiązany jest również prowadzić w formie pisemnej lub w formie zapisu elektronicznego odpowiedni rejestr przedmiotowych informacji przekazanych w dopuszczalnym przez ustawę trybie, zawierający informacje o osobach, które miały dostęp do informacji poufnych, z podaniem imienia i nazwiska takiej osoby, daty oraz godziny uzyskania przez nią dostępu do informacji poufnej, jak również zakresu i sposobu udostępnienia informacji poufnej oraz wskazaniem osoby, która udostępniła tę informację.

Informacje poufne objęte opóźnieniem ich przekazania, do czasu wykonania przez emitenta obowiązku informacyjnego, mogą zostać udostępnione podmiotom trzecim wyłącznie w trybie art. 66 OfertaPublU. Brak możliwości dalszego zapewnienia poufności danej informacji jest równoznaczny z brakiem możliwości dalszego korzystania przez emitenta z instytucji opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego wobec takiej informacji. Zatem w przypadku gdy emitent nie może dłużej zapewnić poufności informacji¹⁴¹, powinien niezwłocznie wykonać obowiązek informacyjny, przekazując informację w trybie

¹³⁹ Sposób postępowania emitenta w związku z opóźnianiem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych, w tym zwłaszcza w zakresie podejmowanych przez emitenta działań mających na celu ochronę informacji poufnych, których przekazanie do publicznej wiadomości zostało opóźnione, określają przepisy RodzInfSHEmR.

¹⁴⁰ Zob. art. 156 ust. 6 ObrInstrFinU.

¹⁴¹ Na przykład gdy zawiodły wewnętrzne procedury zabezpieczające.

art. 56 OfertaPublU. Tylko w taki sposób można zapobiec dalszym negatywnym konsekwencjom bezprawnego wykorzystania informacji poufnej¹⁴².

W stosunku do informacji poufnych objętych opóźnieniem przekazania w trybie art. 57 ObrInFinU pełne zastosowanie znajdują wynikające z art. 156 ObrInFinU zakazy ujawniania i wykorzystywania takich informacji czy też udzielania rekomendacji lub nakłaniania do nabycia lub zbycia¹⁴³ i zabezpieczone są sankcjami karnymi¹⁴⁴.

7.2.4. Wprowadzenie w błąd opinii publicznej

Przesłanką opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego jest brak wprowadzenia w błąd opinii publicznej. Opóźnienie przekazania danej informacji, która w normalnych okolicznościach powinna zostać przekazana niezwłocznie, nie może kreować błędnego obrazu emitenta w oczach uczestników obrotu na rynku regulowanym, jak i błędnego przekonania odnośnie do wartości wyemitowanych przez niego papierów wartościowych¹⁴⁵.

W przypadku gdy przekazanie określonej informacji mogłoby prowadzić do naruszenia słusznego interesu emitenta, ale opóźnienie jej przekazania spowoduje wprowadzenie w błąd opinii publicznej, emitent taką informację powinien przekazać bez opóźnienia. W tym przypadku interes inwestorów przeważa nad interesem emitentów¹⁴⁶.

Wprowadzenie w błąd opinii publicznej na gruncie art. 57 OfPublU nie oznacza stanu, w którym inwestorzy nie znają wszystkich istotnych informacji o emitencie, mogących mieć wpływ na cenę jego papierów wartościowych. Takie postrzeżenie stałoby w sprzeczności z istotą instytucji opóźnienia wykonania obowiązków informacyjnych emitentów, jej zastosowanie bowiem w każdym przypadku doprowadziłoby do stanu braku pewnej wiedzy po stronie inwestorów¹⁴⁷.

Kryterium wprowadzenia w błąd powinno być postrzegane jako doprowadzenie do stanu, w którym czasowy brak upublicznienia danej informacji poufnej wskutek opóźnienia jej przekazania będzie postrzegany przez uczestników obrotu tak samo, jak przekazanie nieprawdziwej informacji. Chodzi bowiem

¹⁴² Tak K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 367.

¹⁴³ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 273.

¹⁴⁴ Zob. art. 179 i art. 182 ObrInstrFinU; por. S. ŻÓLTEK, *Prawo karne gospodarcze w aspekcie zasady subsydiarności*, Warszawa 2009, s. 201–216.

¹⁴⁵ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 271.

¹⁴⁶ Por. K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 365.

¹⁴⁷ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 129.

o błąd w sposób istotnie wpływający na podejmowane przez uczestników obrotu decyzje inwestycyjne. Natomiast badanie stanu wprowadzenia w błąd opinii publicznej powinno być dokonywane przez pryzmat zobiektywizowanego modelu racjonalnie działającego inwestora¹⁴⁸.

7.2.5. Przekazanie informacji o opóźnieniu do Komisji Nadzoru Finansowego

Formalnym warunkiem opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego jest odpowiednie poinformowanie Komisji o skorzystaniu przez emitenta z tego prawa. Stąd też nie jest możliwe zastosowanie instytucji opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego bez jednoczesnego poinformowania Komisji o tym fakcie. Wraz z informacją o samym opóźnieniu emitent powinien podać Komisji przyczyny uzasadniające opóźnienie oraz wskazać termin, w którym informacja zostanie przekazana. Mimo że sama decyzja o opóźnieniu przekazania informacji poufnej nie zależy od zgody Komisji¹⁴⁹, dopiero jej poinformowanie zawiesza na czas określony ciążyący na emitencie obowiązek informacyjny¹⁵⁰.

Podanie przyczyn, które uzasadniają opóźnienie, w praktyce oznacza odpowiednie opisanie stanu zagrożenia słusznego interesu emitenta, obejmującego wskazanie konkretnego interesu oraz sposobu jego potencjalnego naruszenia. Emitent nie musi jednak przekazać do wiadomości Komisji treści informacji objętej opóźnieniem. W efekcie Komisja nie ma możliwości weryfikacji *ex ante*, czy w określonej sytuacji rzeczywiście zaistniały wszystkie przesłanki umożliwiające opóźnienie przekazania informacji¹⁵¹.

Koniecznym elementem zawiadomienia o opóźnieniu jest wskazanie terminu, w którym emitent wykona ciążyący na nim obowiązek informacyjny. Pravidawca nie precyzuje maksymalnego terminu opóźnienia, zatem zakres jego określenia należy uznać za autonomiczną decyzję emitenta¹⁵². Wskazując Komisji termin przekazania informacji, emitent powinien brać pod uwagę moment, w którym w jego ocenie ustanie przyczyna uzasadniająca opóźnienie. Ustawodawca nie określa sposobu oznaczenia terminu opóźnienia. Można przyjąć

¹⁴⁸ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 271.

¹⁴⁹ Jak miało to miejsce na gruncie art. 81 ust. 4 PrPapW 1997 przed nowelizacją w 2004 r. Por. R. JURGA, M. MICHALSKI, w: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Red. L. SOBOLEWSKI, Warszawa 1999, s. 775—781.

¹⁵⁰ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 131—132.

¹⁵¹ Por. K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 18; A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 12.

¹⁵² S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 272.

za dopuszczalne wskazanie terminu bez konkretnego oznaczenia chwili jego nadejścia, np. przez odwołanie do przyszłego zdarzenia¹⁵³.

Przepis art. 57 OfertaPublU nie wprowadza zakazu przedłużenia wskazanego przez emitenta terminu wykonania obowiązku informacyjnego. Możliwe jest zatem przedłużenie pierwotnie wskazanego terminu publikacji, jak również ewentualne kolejne przedłużenie terminu już przedłużonego. O przedłużeniu terminu wykonania obowiązku emitent powinien poinformować Komisję w takim samym trybie, w jakim informował o opóźnieniu. Przedłużenie terminu możliwe będzie jedynie w przypadku, gdy nadal będą występowały ustawowe przesłanki umożliwiające opóźnienie wykonania obowiązku informacyjnego¹⁵⁴.

Przekazanie informacji o opóźnieniu następuje za pośrednictwem teletransmisji ESPI¹⁵⁵, zgodnie z RodzInfSHEmR. W tym przypadku informacje przekazywane są do wyłącznej wiadomości Komisji, przez ich wprowadzenie do odrębnego modułu ESPI nazwanego „Kancelaria DIA-S”. Tak przekazane informacje nie są już dalej kierowane do spółki prowadzącej rynek regulowany ani do agencji informacyjnych¹⁵⁶.

7.2.6. Termin wykonania obowiązku informacyjnego

Opóźnienie wykonania obowiązku informacyjnego nie może nastąpić bezterminowo, mimo że przepisy nie określają maksymalnego terminu opóźnienia. Obowiązek publikacyjny w przypadku jego opóźnienia powinien zostać wykonany w terminie wskazanym w zawiadomieniu o opóźnieniu skierowanym do Komisji, ewentualnie w dalszym zawiadomieniu o przedłużeniu tego terminu¹⁵⁷. Emitent powinien jednak wykonać obowiązek publikacyjny również w momencie, gdy ustaną przyczyny uzasadniające opóźnienie, mimo braku upływu terminu wskazanego Komisji, albo nie mogą już być spełnione ustawowe warunki opóźnienia określone w art. 57 ust. 2 OfertaPublU¹⁵⁸.

¹⁵³ Na przykład zakończenie negocjacji, spełnienie się lub niespełnienie się warunku zawieszającego określonego w umowie; por. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 272.

¹⁵⁴ Ibidem.

¹⁵⁵ Podobnie jak w przypadku przekazywania informacji w trybie art. 56 OfertaPublU.

¹⁵⁶ Zob. § 6 Regulaminu Korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI), Zarządzenie nr 90/2012 Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego z dn. 13.07.2012 r.

¹⁵⁷ Por. A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 12.

¹⁵⁸ W przypadku, gdy wykonanie obowiązku informacyjnego nie mogłoby już naruszać słusznego interesu emitenta; zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 272; A. GONTAREK, w: *Ustawa o ofercie publicznej*, Red. M. MICHALSKI..., s. 348—349.

Następcza utrata atrybutu poufności przez informację, wobec której zastosowano instytucję opóźnienia wykonania obowiązku informacyjnego, nie powoduje wyłączenia obowiązku przekazania tej informacji w terminie wskazanym Komisji bądź przed upływem tego terminu. Poufność informacji oceniana jest według stanu z chwili podejmowania decyzji o opóźnieniu jej przekazania, nie zaś z chwili późniejszego wykonania obowiązku informacyjnego¹⁵⁹. Komisja, otrzymując informację o opóźnieniu, będzie oczekiwać wykonania przez emitenta obowiązku informacyjnego w terminie przez niego wskazanym¹⁶⁰.

Opóźnienie wykonania obowiązku informacyjnego następuje na własną odpowiedzialność emitenta. Decyzja o przesunięciu w czasie momentu podania informacji do publicznej wiadomości¹⁶¹ należy tylko do emitenta¹⁶².

8. Zamieszczanie informacji poufnych na stronie internetowej emitenta

Emitent papierów wartościowych jest zobowiązany umieścić informację poufną, o której mowa w art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, w sieci Internet na swojej stronie, z wyłączeniem danych osobowych osób, których te informacje dotyczą¹⁶³. *Ratio legis* takiego rozwiązania upatrywać należy w potrzebie szybkiego i rzetelnego przekazania informacji, a tym samym umożliwienia dostarczenia do nich wszystkim zainteresowanym¹⁶⁴. Celem zamieszczenia informacji poufnej na stronie internetowej emitenta nie jest jej opublikowanie¹⁶⁵; ma ono raczej charakter porządkujący, pozwala bowiem na zgromadzenie w jednym miejscu wszystkich informacji przekazanych uprzednio przez tego samego emitenta. Umieszczenie na stronie internetowej emitenta informacji, które zostały już przekazane do publicznej wiadomości, bardziej służy celom analitycznym, porównawczym czy kontrolnym. Dzięki temu z perspektywy czasu inwestorzy mogą lepiej ocenić, czy emitent w sposób należyty wywiązał się z obowiązków informacyjnych¹⁶⁶.

¹⁵⁹ Zob. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 132; K. HALADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 367.

¹⁶⁰ S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 272.

¹⁶¹ Emitent samodzielnie podejmuje decyzję, czy w ogóle skorzysta z opóźnienia upublicznienia określonych informacji poufnych, a jeśli tak, to w jakim zakresie i przez jaki okres.

¹⁶² Por. M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 57.

¹⁶³ Regulacja taka w sposób pośredni wprowadza ustawowy wymóg prowadzenia przez emitenta własnej strony internetowej.

¹⁶⁴ M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 56.

¹⁶⁵ Taką funkcję pełni przekazanie informacji zgodnie z art. 56 ust. 2 pkt 1 OfertaPublU.

¹⁶⁶ Zob. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 115.

Przepis art. 56 OfertaPublU nie wskazuje terminu, w jakim wymieniony obowiązek winien zostać wykonany¹⁶⁷. Ustawa o ofercie publicznej nie określa zarówno terminu początkowego, w którym emitent powinien zamieścić informację poufną na swojej stronie internetowej, jak też terminu końcowego, w którym emitent mógłby informację tę ze swojej strony usunąć. Przyjmuje się, że termin zamieszczenia informacji poufnej na stronie internetowej emitenta powinien być zbliżony z terminem jej przekazania Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany i do publicznej wiadomości¹⁶⁸. Informacja najpierw powinna zostać przekazana zgodnie z art. 56 ust. 2 pkt 1 OfertaPublU, a dopiero w dalszej kolejności, względnie w tym samym czasie, zamieszczona na stronie internetowej emitenta, zgodnie z art. 56 ust. 2 pkt 2 OfertaPublU, na co wskazuje również wykładania systemowa regulacji.

Termin przekazania informacji Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany i do publicznej wiadomości determinuje termin umieszczenia informacji na stronie internetowej. Przepisy nie określają sztywnego terminu zamieszczenia informacji poufnej na stronie. Termin „niezwłocznie, nie później jednak niż w terminie 24 godzin” nie dotyczy zamieszczenia informacji na stronie internetowej, a przekazania jej Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany i do publicznej wiadomości. Można zatem wnioskować, że na gruncie art. 56 OfertaPublU dopuszczalny jest pewien rodzaj opóźnienia w zamieszczeniu informacji poufnej na stronie internetowej emitenta w stosunku do przekazania tej informacji wymienionym *explicite* adresatom.

Wobec braku precyzyjnie określonych terminów w doktrynie wskazuje się na dwa stanowiska. Zgodnie z pierwszym z nich, polski ustawodawca miał obowiązek wskazać ramy czasowe dla utrzymywania informacji na stronie internetowej¹⁶⁹. Zgodnie z drugim stanowiskiem, określenie terminu wydaje się zbędne, zależy on bowiem od konkretnego przypadku¹⁷⁰, charakteru danej informacji, okresu jej aktualności oraz możliwego wpływu na cenę walorów. Natomiast decyzję o tym, jak długo dana informacja powinna być zamieszczana na stronie internetowej, powinno się zostawić do uznania emitenta¹⁷¹. Przy czym nie sposób uznać za spełnienie obowiązku zamieszczenia informacji na stronie internetowej, jeżeli taka informacja znajduje się tam zaledwie jeden lub kilka dni¹⁷².

Regulacja unijna w tym zakresie nie przewiduje obowiązku zapewnienia odpowiedniego terminu utrzymywania informacji na stronie internetowej emitenta¹⁷³. Wobec tego zasadne wydaje się przyjęcie, że dana informacja powinna być do-

¹⁶⁷ Jak ma to miejsce w przypadku art. 63 ust. 1 OfertaPublU.

¹⁶⁸ Tak S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 253.

¹⁶⁹ Zob. M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 56.

¹⁷⁰ Zob. A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 12.

¹⁷¹ Ibidem.

¹⁷² Por. M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 56.

¹⁷³ Zob. art. 6 ust. 1 dyrektywy *Market Abuse*.

stępna na stronie emitenta tak długo, jak długo może mieć jakiegokolwiek znaczenie dla inwestorów¹⁷⁴. Wskazać należy, że dyrektywa *Market Abuse* wymaga, aby emitenci umieszczali na swoich stronach internetowych we właściwym czasie wszelkie informacje poufne, które są zobowiązani podać do publicznej wiadomości¹⁷⁵. Zawarte w angielskiej wersji językowej dyrektywy sformułowanie *for appropriate period* można również przetłumaczyć jako „odpowiedni okres”. Wydaje się, że intencją ustawodawcy unijnego nie było wskazanie, że moment zamieszczenia informacji na stronie ma być właściwy¹⁷⁶, lecz że okres, przez jaki informacja powinna być stale dostępna na stronie emitenta, ma być odpowiedni¹⁷⁷. *De lege ferenda* celowe wydaje się skonkretyzowanie w polskiej regulacji ram czasowych dla utrzymania na stronie internetowej emitenta przekazanych informacji poufnych.

Z obowiązku umieszczenia informacji poufnych na stronie internetowej emitenta wyłączone zostały dane osobowe osób, których te informacje dotyczą¹⁷⁸, inaczej niż w przypadku obowiązku przekazywania informacji poufnych do publicznej wiadomości, gdzie ustawodawca nie wprowadza takiego zastrzeżenia. Podkreśla to różnicę pomiędzy wymogiem przekazywania informacji poufnych a wymogiem ich zamieszczenia na stronie internetowej, które przecież dotyczą tej samej informacji, zatem o tej samej treści. Zdaniem części doktryny, możliwość niezamieszczania na stronie internetowej danych osobowych osób, których informacje tam zamieszczane dotyczą, w sytuacji gdy informacje poufne o pełnej treści i tak są publicznie dostępne, zostały bowiem przekazane do publicznej wiadomości, jest co najmniej niezrozumiała. Przy czym już na etapie redagowania informacji poufnej przekazywanej do systemu ESPI emitenci mogą anonimizować wszelkie podlegające ochronie dane osobowe¹⁷⁹, aby nie musieli ich później eliminować z treści tej samej informacji poufnej, ale zamieszczanej na stronie internetowej. Postuluje się jednocześnie wprowadzenie jednolitej regulacji w tym zakresie¹⁸⁰.

W praktyce, w wykonaniu obowiązku, o którym mowa w art. 56 ust. 2 pkt 2 OfertaPublU, każda informacja poufna zamieszczona na stronie internetowej będzie przygotowywana na podstawie treści raportu wysłanego do ESPI w wykonaniu obowiązku, o którym mowa w art. 56 ust. 2 pkt 1 OfertaPublU. Treść informacji zamieszczonej na stronie internetowej powinna odpowiadać

¹⁷⁴ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 114 i przywołana tam literatura.

¹⁷⁵ Zob. art. 6 ust. 1 zd. 2 dyrektywy *Market Abuse* w polskiej wersji językowej.

¹⁷⁶ Moment ten wynikać będzie z terminu, w którym emitent przekaże informację do publicznej wiadomości.

¹⁷⁷ Por. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 252.

¹⁷⁸ Zob. art. 56 ust. 2 pkt 2 OfertaPublU.

¹⁷⁹ Z zastrzeżeniem, że przekazanie tych danych nie jest konieczne albo ich anonimizacja nie niweczy sensu danej informacji poufnej.

¹⁸⁰ Zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 254.

treści informacji przekazanej za pośrednictwem ESPI. Natomiast forma informacji umieszczanej na stronie jest dowolna¹⁸¹, brak bowiem uregulowania technicznych zasad publikowania informacji poufnych na stronie internetowej emitenta. Ponadto za dopuszczalne uznaje się wszelkie zmiany edytorskie, które jednak nie mogą zmieniać treści przekazanej uprzednio informacji poufnej¹⁸².

9. Zakaz kryptoreklamy

W myśl art. 56 ust. 3 OfertaPublU, emitent nie może łączyć przekazywania do publicznej wiadomości informacji poufnych z przekazywaniem informacji w ramach działań marketingowych dotyczących jego działalności w sposób mogący powodować wprowadzenie w błąd co do charakteru tych informacji.

Ratio legis tego przepisu sprowadza się do ograniczenia przekazywania przez emitentów informacji marketingowych, których przekazanie nie wiąże się z konkretnym przepisem prawa, a wynika raczej z chęci wykreowania pozytywnego obrazu na temat danej sytuacji związanej z emitentem¹⁸³. Regulacja ta ma na celu oddzielenie strefy marketingu i reklamy od strefy bieżącej polityki informacyjnej emitenta, a ponadto czyni bardziej przejrzystym sam proces przekazywania informacji poufnych do publicznej wiadomości¹⁸⁴. Instytucja obowiązków informacyjnych emitentów oraz mechanizmy realizacji tych obowiązków nie mogą zostać wykorzystane jako nośnik kryptoreklamy.

Upublicznienie informacji powinno mieć na celu wyłącznie realizację postulatu transparentności rynku kapitałowego, a nie reklamę emitenta czy promocję jego działalności¹⁸⁵. Przekazanie informacji poufnej jako treści o charakterze marketingowym i promocyjnym stanowić może działanie wprowadzające w błąd inwestorów, zarówno gdy przekazywana informacja zawiera treści wyłącznie marketingowe, które nie są *de facto* informacją poufną, jak również gdy oprócz rzeczywistej informacji poufnej zawiera treści o charakterze marketingowym¹⁸⁶. Bez względu na to emitenci powinni używać innych kanałów do promocji firmy czy prowadzenia kampanii reklamowych produktów z użyciem opublikowanych uprzednio informacji poufnych¹⁸⁷.

¹⁸¹ Brak w tym przypadku wymogów technicznych, nie obowiązują szczególne formy, jak: formularze, wzory dokumentu czy blankiety.

¹⁸² Tak M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 56.

¹⁸³ Zob. Druk sejmowy nr 3970, Sejm IV kadencji, s. 14 — uzasadnienie projektu ustawy.

¹⁸⁴ Zob. K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 351.

¹⁸⁵ Por. K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 17.

¹⁸⁶ Zob. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 117.

¹⁸⁷ Zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 255.

Informacje poufne o pozytywnej dla emitenta treści, tj. wpływające na wzrost atrakcyjności jego papierów wartościowych, same w sobie stanowią informację marketingową. Przekazywanie do publicznej wiadomości takich informacji nie może łączyć się z przekazywaniem informacji w ramach działań marketingowych dotyczących działalności emitenta, w sposób mogący powodować wprowadzenie w błąd co do charakteru tych informacji. Z tego też względu przekazywanie informacji poufnych nie może odbywać się w ramach działań marketingowych, co w przypadku informacji pozytywnych w zasadzie jest nieuniknione, samo przekazanie takiej informacji bowiem wywoła efekt marketingowy, chociażby niezamierzony przez emitenta. Ponadto przekazanie takich informacji nie może nastąpić w sposób mogący powodować wprowadzenie w błąd co do charakteru tych informacji. Regulacja w tym zakresie sprowadza się do wyeliminowania selektywnego upubliczniania informacji poufnych przez emitentów. Obecny kształt przepisów ma na celu limitowanie celowego zbiegu publikacji informacji poufnej oraz podejmowania działań marketingowych związanych z tą informacją, które mogłyby w znaczący sposób uatrakcyjnić jej treść¹⁸⁸.

10. Ujawnienie informacji poufnej osobie nieuprawnionej

10.1. Istota regulacji

W myśl art. 157 ObrInstrFinU, w przypadku gdy w toku wykonywania czynności określonych w art. 156 ust. 6 pkt 1 ObrInstrFinU emitent lub wystawca instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub któregośkolwiek z innych państw członkowskich, niezależnie od tego, czy transakcje, których przedmiotem jest dany instrument, są dokonywane na tym rynku, lub osoby działające w jego imieniu, lub na jego rzecz ujawnią informację poufną osobie nieuprawnionej — jest obowiązany, w przypadku gdy ujawnienie było zamierzone, do równoczesnego przekazania tej informacji Komisji i spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są papiery wartościowe tego emitenta, oraz do publicznej wiadomości, w trybie określonym w art. 56 ust. 1 OfertaPublU, a w przypadku gdy ujawnienie nastąpiło w sposób niezamierzony, do jej niezwłocznego przekazania, chyba że z odrębnych przepisów albo postanowień stosownej umowy lub statutu wynika obowiązek zachowania przez tę osobę poufności tego rodzaju informacji.

¹⁸⁸ Polska regulacja art. 56 ust. 3 OfertaPublU nie do końca jest kompatybilna z art. 2 ust. 1 dyrektywy 2003/124/WE, dyrektywa bowiem mówi o każdym wprowadzaniu w błąd, a nie tylko co do charakteru przekazywanych informacji.

Celem regulacji jest zapobieganie powiększaniu się grupy podmiotów uzyskujących w sposób nieuzasadniony przewagę informacyjną, która narusza zasadę równego dostępu do informacji. W przypadku gdy informacje poufne selektywnie trafiają do wiadomości osób nieuprawnionych do ich posiadania, rośnie ryzyko dalszego ich rozprzestrzeniania się, a w efekcie bezprawnego wykorzystania ze szkodą dla pozostałych uczestników rynku¹⁸⁹. Adresatem obowiązku przekazania informacji jest emitent lub wystawca instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub któregośkolwiek z innych państw członkowskich niezależnie od tego, czy transakcje, których przedmiotem jest dany instrument, są dokonywane na tym rynku. Zatem obowiązek informacyjny nie dotyczy osoby działającej w jego imieniu lub na jego rzecz, która ujawni informację poufną osobie nieuprawnionej. Na takim podmiocie spoczywa uzasadniony treścią stosunku prawnego, który łączący go z emitentem, obowiązek przekazania mu informacji odnośnie do okoliczności lub zdarzeń uzasadniających powstanie po stronie emitenta obowiązku wynikającego z art. 157 Oferta-PublU¹⁹⁰. Osobami działającymi w imieniu lub na rzecz emitenta są podmioty będące stroną stosunku prawnego z emitentem, których przedmiotem jest podejmowanie dla niego czynności związanych z dostępem do informacji poufnych¹⁹¹.

W sytuacji gdy w trakcie dozwolonego obiegu informacji poufnych, który towarzyszy wykonywaniu czynności zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, dochodzi do przekazania bądź udostępnienia ich osobom nieuprawnionym, powstaje taki stan, jaki miałyby miejsce w przypadku naruszenia zakazu ujawnienia informacji¹⁹². Gdy informacja zostaje ujawniona osobom spoza kręgu uprawnionych do jej posiadania, nie jest już możliwe utrzymanie jej w poufności, a w konsekwencji powstaje obowiązek jej upublicznienia. Stąd też obowiązek informacyjny powstaje w chwili ujawnienia danej informacji osobie nieuprawnionej¹⁹³. Uzasadnieniem takiej regulacji jest potrzeba zagwarantowania równego dostępu do informacji wszystkim uczestnikom obrotu oraz zapobieżenie dostępowi do tych informacji osobom trzecim¹⁹⁴.

¹⁸⁹ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1509; A. ZAGAJEWSKA, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, Warszawa 2012, komentarz do art. 157, dostęp Lex.

¹⁹⁰ Ibidem.

¹⁹¹ Osobami takimi będą podmioty związane z emitentem stosunkiem pełnomocnictwa oraz stosunkami zobowiązaniowymi, na podstawie których następuje działanie w sferze faktycznej emitenta. Osobami działającymi w imieniu lub na rzecz będą w szczególności doradcy podatkowi, adwokaci, maklerzy, biegli rewidenci, banki, a także podmioty zajmujące się technicznym przetwarzaniem informacji, jak np. administratorzy baz danych.

¹⁹² Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1509.

¹⁹³ M. GLICZ, *Obowiązki publikacyjne...*, s. 56.

¹⁹⁴ Ibidem.

Podkreślenia wymaga, że ujawnienie informacji nie dotyczy przypadków przekazania ich osobie, której były już wcześniej dostępne¹⁹⁵. Obowiązek powstaje w momencie, gdy w procesie obiegu informacji pomiędzy insiderami dochodzi do ich wycieku — uzyskania danej informacji poufnej przez osobę nieuprawnioną. Obieg informacji poufnych dozwolony jest tylko wówczas, gdy dokonuje się go w toku wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, wykonywania zawodu lub obowiązków. Dlatego też niezbędny jest związek pomiędzy przepływem informacji a czynnościami podejmowanymi przez samego emitenta lub wystawcę bądź działające na jego rzecz osoby. Informacje poufne udostępnione mogą być tylko w zakresie, jaki niezbędny jest do wykonywania przez ich odbiorcę pracy, zawodu lub obowiązków wynikających z wykonywania czynności zleconych¹⁹⁶. Ujawnienie informacji osobie nieuprawnionej ma miejsce wtedy, gdy w posiadanie danej informacji wchodzi osoba niezwiązana z emitentem lub wystawcą stosunkiem prawnym, bądź w sytuacji, gdy osoba związana stosunkiem prawnym z emitentem w ramach swojego zatrudnienia, wykonywania zawodu lub obowiązków nie wykonuje czynności, których normalny tryb uzasadniałby dostęp do informacji poufnych¹⁹⁷.

10.2. Tak zwane chińskie mury

Tak zwane chińskie mury to regulacja, która wprowadza szczególnie rodzaj obowiązku powiązanego z zakazem ujawniania informacji poufnych, wynikającym z art. 156 ust. 2 pkt 1 ObrInstrFinU. Na emitencie lub wystawcy instrumentów finansowych ciąży obowiązek ochrony przepływu informacji poufnych, a przede wszystkim zapobiegania sytuacjom, w których dostęp do tych informacji uzyskują osoby nieuprawnione. Szczególne znaczenie w tym zakresie mają środki organizacyjne oraz wewnętrzne procedury dostępu do informacji, czyli tzw. chińskie mury¹⁹⁸, które pozwalają na ochronę informacji poufnych przed dostępem osób nieuprawnionych¹⁹⁹.

¹⁹⁵ Zob. J. MAJEWSKI, *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrecji w obrocie papierami wartościowymi*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 9, s. 29.

¹⁹⁶ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1509.

¹⁹⁷ Tak też M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 182.

¹⁹⁸ Również na podmioty zawodowo pośredniczące w obrocie, tj. domy maklerskie i banki prowadzące działalność maklerską, nałożone zostały obowiązki o charakterze organizacyjnym, w postaci tworzenia tzw. chińskich murów, tj. opracowywania i wdrażania zabezpieczeń organizacyjnych i proceduralnych wykluczających dostęp do informacji poufnych oraz innych informacji niejawnych przez nieuprawnionych do tego pracowników domu maklerskiego czy banku; por. K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 21.

¹⁹⁹ O instytucji tzw. chińskich murów *explicite* wspomina pkt 24 Preambuły dyrektywy *Market Abuse*.

Instytucja „chińskich murów” związana jest również z delimitacją działalności firm inwestycyjnych²⁰⁰. Poczynione poniżej uwagi, mimo że odnoszą się wprost do firmy inwestycyjnej, znajdują odpowiednie zastosowanie do emitenta papierów wartościowych. Mają one na celu stworzenie ram kontrolowanego obiegu informacji, a także wprowadzenia ram reglamentacji trybu dokonywania wszelkich czynności z zakresu danej działalności. Tak zwane chińskie mury tworzone są jako proceduralne bariery dla niezgodnego z prawem wykorzystywania informacji poufnych oraz zapobiegania przenikaniu się kompetencji. Wewnętrzne procedury łączą kompetencje przedstawicieli personelu z prawem do dokonywania określonych czynności wyłącznie w danym zakresie. Doktryna wskazuje, że „przejście na drugą stronę muru”, czyli wkroczenie w domenę cudzych kompetencji, jest albo niedozwolone, albo ściśle reglamentowane oraz monitorowane. Natomiast doświadczenie pokazuje, że wejście w zakres cudzych kompetencji poszerza sposobność do nadużyć, przede wszystkim w zakresie konfliktu interesów, w związku z nieuprawnionym wykorzystywaniem informacji poufnych, a także z ułatwionym dostępem do składników majątku klienta, wobec braku wystarczających ograniczeń²⁰¹.

Jeżeli przedsiębiorstwo posiada precyzyjnie zdefiniowane i starannie wdrożone procedury zapobiegające przepływowi informacji pomiędzy wydzielonymi sekcjami w ramach jego wewnętrznej struktury, to można sformułować argument służący obaleniu domniemania, że dana osoba była w posiadaniu określonej informacji poufnej w związku z pełnieniem funkcji w ramach struktury organizacyjnej emitenta²⁰². Tak zwane chińskie mury, jako organizacyjna forma przeciwdziałania ujawnianiu i wykorzystywaniu informacji poufnych, w danej organizacji tworzą podział na dwie grupy pracowników oraz innych osób z nią związanych, w zależności od tego, czy osoby te mają zgodnie z prawem dostęp do określonej informacji chronionej, czy też takiego dostępu nie posiadają. „Chińskich murów” może być kilka, mogą być bowiem tworzone odrębnie dla poszczególnych informacji. Istotne znaczenie mają tu regulaminy wewnętrzne, systemy zarządzania jakością, audyty i kontrole wewnętrzne oraz nadzór wewnętrzny danej organizacji, odpowiedzialny za wdrożenie i sprawne funkcjonowanie wprowadzonych procedur. Celem tych procedur jest uniemożliwienie przekazywania informacji poufnych z jednej części instytucji do innej, a powinny one obejmować sposób przetwarzania informacji, w tym przechowywa-

²⁰⁰ Normatywną podstawą stawiania „chińskich murów” jest art. 83a ust. 1 ObrInstrFinU, zgodnie z którym firma inwestycyjna jest obowiązana stosować w prowadzonej działalności rozwiązania techniczne i organizacyjne zapewniające bezpieczeństwo i ciągłość świadczonych usług maklerskich oraz ochronę interesów klientów i informacji poufnych lub stanowiących tajemnicę zawodową.

²⁰¹ Por. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2012, s. 143.

²⁰² Zob. A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 15.

nie, oznaczanie, kopiowanie, niszczenie, a także procedurę ich udostępniania. Ponadto w zakresie ochrony informacji poufnych istotne jest przestrzeganie podstawowych zasad funkcjonujących w systemie bezpieczeństwa informacji²⁰³.

10.3. Charakter ujawnienia informacji poufnej osobie nieuprawnionej i jego konsekwencje

Z normatywnego punktu widzenia można wyróżnić dwie formy ujawnienia informacji poufnej osobie nieuprawnionej. Pierwsza z nich to ujawnienie dokonane w sposób zamierzony, a druga — ujawnienie w sposób niezamierzony. Ujawnienie zamierzone występuje w przypadku, gdy emitent, wystawca lub osoba działająca w jego imieniu, lub na jego rzecz posiada wiedzę na temat informacji poufnej i jednocześnie jest świadoma, że swoim zachowaniem doprowadza do ujawnienia tej wiedzy osobie nieuprawnionej. Zachowanie to może polegać na działaniu lub zaniechaniu i może być realizowane przez przekazanie, umożliwienie lub ułatwienie wejścia w posiadanie informacji poufnej. Ujawnienie można zakwalifikować jako zamierzone, jeżeli adresat obowiązku rozpoznawał znaczenie informacji, a także skutki swojego zachowania²⁰⁴.

Zgodnie z art. 157 ObrInstrFinU, jeżeli do ujawnienia informacji poufnej doszło w sposób zamierzony, to powstaje obowiązek przekazania tej informacji Komisji i spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są papiery wartościowe tego emitenta, oraz do publicznej wiadomości, w trybie określonym w art. 56 ust. 1 OfertaPublU. Regulacja ta ma na celu zapobieganie nieuzasadnionemu powiększaniu kręgu dysponentów nieupublicznych jeszcze informacji poufnych. Dokonując językowej oraz celowościowej wykładni przedmiotowej regulacji, można wnioskować, że powzięcie zamiaru ujawnienia informacji osobie nieuprawnionej wymaga również uprzedniego przygotowania określonych czynności, które zmierzają do upublicznienia informacji w trybie określonym przepisami prawa. Obowiązek upublicznienia tej informacji ma zapobiegać sytuacjom powiększania się kręgu podmiotów posiadających przewagę informacyjną, uzyskaną w wyniku obiegu informacji w zwyczajnym trybie wykonywania czynności związanych z zatrudnieniem, pracą zawodową czy pełnieniem obowiązków. Jeżeli w związku z tymi czynnościami podmiot zobowiązany do przekazania informacji obejmuje swym zamiarem zachowanie polegające na ujawnieniu informacji osobie nieuprawnionej, w tym samym

²⁰³ Na przykład zasady zamkniętych pomieszczeń, czystego biurka, czystego kosza czy wolnych drukarek.

²⁰⁴ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1510.

czasie jest zobowiązany podjąć czynności zmierzające do upublicznienia danej informacji.

Natomiast ujawnienie niezamierzone ma miejsce w sytuacji, gdy przekazanie informacji, umożliwienie lub ułatwienie wejścia w jej posiadanie osobie nieuprawnionej następuje przy jednoczesnym braku świadomości podjętego działania lub dopuszczenia się zaniechania, braku uprawnień po stronie odbiorcy informacji do wejścia w jej posiadanie, bądź też braku świadomości, że ujawniana informacja jest informacją poufną. Nieświadomość stanowi skutek niezachowania należytej staranności podczas dokonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu bądź obowiązków na podstawie stosunków prawnych, z których wynika obowiązek zachowania poufności przekazywanych informacji, a także nieznanomości zasad funkcjonowania wewnętrznych procedur obiegu informacji poufnych oraz fizycznej ochrony dostępu do tych informacji w strukturze emitenta. W przypadku niezamierzonego ujawnienia informacji osobie nieuprawnionej wiadomość o tym dotrzeć może do emitenta dopiero po samym fakcie ujawnienia. Z tego też względu czynności mające na celu upublicznienie informacji w trybie art. 157 ObrInstFinU powinny zostać podjęte niezwłocznie po uzyskaniu wiedzy na temat wycieku informacji²⁰⁵. W przypadku ujawnienia informacji osobom trzecim w sposób niezamierzony jej przekazanie do publicznej wiadomości powinno nastąpić niezwłocznie, ale już po dokonaniu ujawnieniu osobie nieuprawnionej²⁰⁶.

Obowiązek przekazania informacji Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości nie powstanie, jeżeli z odrębnych przepisów bądź postanowień umowy lub statutu wynika obowiązek zachowania przez tę osobę poufności, przy czym zachowanie poufności należy rozumieć jako spełnienie wymogów w zakresie zapewnienia ochrony informacji przed nieuprawnionym ujawnieniem jej innym osobom²⁰⁷. Obowiązek zachowania poufności nie implikuje faktu, że osoba, której ujawniona została informacja, staje się osobą legitymowaną do jej posiadania, co więcej nie uzasadnia to uczestnictwa tej osoby w dalszym obiegu tych informacji w ramach zwykłego trybu wykonywania czynności przez osoby uprawnione²⁰⁸.

W doktrynie wskazuje się, że źródłem obowiązku zachowania poufności powinny być normy odrębne od tych, które regulują ogólne zakazy związane z informacją poufną²⁰⁹. Zakazy wykorzystywania, ujawniania informacji oraz

²⁰⁵ Ibidem, s. 1511.

²⁰⁶ Zob. M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 183; M. GLICZ, *Obowiązki publickacyjne...*, s. 56.

²⁰⁷ Zob. art. 6 ust. 3 zd. 2 dyrektywy *Market Abuse*.

²⁰⁸ Tak też M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1511.

²⁰⁹ Regulacje ustanawiające obowiązki zachowania poufności różnią się w zależności od rodzaju podejmowanych czynności. Odróżnić należy regulacje, które przewidują obowiązek zachowania poufności przez osobę nieuprawnioną do uzyskania informacji poufnej, od regulacji

rekomendowania lub nakłaniania do dokonania transakcji przewidziane w art. 156 ObrInstrFinU nie konstytuują samodzielnego obowiązku zachowania poufności, o którym mowa w art. 157 ObrInstrFinU. Gdyby przyjąć takie założenie to art. 157 ObrInstrFinU okazałby się zbędny²¹⁰.

11. Notyfikacja transakcji menedżerskich

11.1. Istota obowiązku

W świetle art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU osoby wchodzące w skład organów zarządzających lub nadzorczych emitenta albo będące jego prokurentami oraz inne pełniące w strukturze organizacyjnej emitenta funkcje kierownicze, które posiadają stały dostęp do informacji poufnych dotyczących bezpośrednio lub pośrednio tego emitenta oraz kompetencje w zakresie podejmowania decyzji wywierających wpływ na jego rozwój i perspektywy prowadzenia działalności gospodarczej, są obowiązane do przekazywania Komisji oraz temu emitentowi informacji o zawartych przez te osoby oraz osoby blisko z nimi związane, na własny rachunek, transakcjach nabycia lub zbycia akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji emitenta oraz innych instrumentów finansowych powiązanych z tymi papierami wartościowymi, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku. Z kolei w myśl art. 160 ust. 4 ObrInstrFinU, emitent jest obowiązany do niezwłocznego udostępniania wymienionych informacji równocześnie spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są papiery wartościowe tego emitenta, oraz do publicznej wiadomości, w trybie określonym w art. 56 ust. 1 OfertaPublU.

Regulacja art. 160 ObrInstrFinU stanowi źródło bezpośrednich obowiązków notyfikacyjnych transakcji, w których potencjalnie mogłoby dojść do bezprawnego wykorzystania uprzywilejowania informacyjnego. *Ratio legis* obowiązku zgłaszania tego typu transakcji jest powstrzymanie określonych podmiotów od bezprawnego wykorzystania informacji poufnej i stanowi dodatkowy instru-

obowiązków zachowania tajemnicy zawodowej przewidzianych w ustawach szczególnych, określających podstawy wykonywania działalności, m.in.: adwokatów, radców prawnych, biegłych rewidentów, maklerów, doradców podatkowych. Obowiązek zachowania poufności stanowi element stosunku służbowego sędziów, pracowników organów nadzoru finansowego, organów administracji skarbowej i obejmuje fakty lub okoliczności, o których wymienieni dowiedzieli się w ramach wykonywania obowiązków służbowych niezwiązanych z uprawnionym uczestnictwem w obiegu informacji poufnych.

²¹⁰ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1511.

ment przeciwdziałania zjawisku *insider tradingu*²¹¹. Z informacji o transakcjach menedżerskich korzystają organy nadzoru. Mogą one bowiem sygnalizować występowanie przypadków *insider tradingu*. Z punktu widzenia działania mechanizmów rynkowych najważniejsza jest jednak funkcja prewencyjna notyfikacji transakcji menedżerskich²¹².

Transakcje dokonywane przez podmioty wskazane w art. 160 ObrInstrFinU stanowią dla inwestorów istotną informację w zakresie obecnej, a także przyszłej sytuacji emitenta. Podmiot obowiązany, ujawniając fakt, że dokonał określonej transakcji, doprowadza inwestorów do przekonania, że przedmiotowa transakcja stanowi rezultat oceny sytuacji emitenta. W związku z pozycją w strukturze organizacyjnej emitenta podmioty te posiadają wiedzę o informacjach poufnych — czerpią ją u źródła. W ten sposób inwestorzy uzyskują informacje na temat tzw. *fair price* emitenta na rynku, która ułatwia podjęcie konkretnych decyzji inwestycyjnych²¹³.

Upublicznienie informacji o transakcjach podmiotów, które mają bezpośredni dostęp do informacji o aktualnej sytuacji emitenta oraz o planowanych działaniach, przyczynia się do wzrostu przejrzystości informacyjnej rynku kapitałowego oraz stwarza uczestnikom rynku możliwość efektywniejszej wyceny walorów emitenta, pełni bowiem wobec pozostałych inwestorów istotną funkcję sygnalizacyjną²¹⁴. Empirycznie stwierdzono, że strategia inwestycyjna zwana „grą na insidera” może przynosić ponadprzeciętne zyski²¹⁵. W literaturze pojawia się pogląd, zgodnie z którym większą wagę przypisuje się transakcjom nabycia instrumentów finansowych emitenta²¹⁶. Moim zdaniem, takie wartościowanie transakcji ze względu na jej kierunek nie jest uzasadnione. Zarówno transakcje nabycia, jak i zbycia instrumentów finansowych przynoszą inwestorowi określoną korzyść majątkową. W przypadku transakcji nabycia inwestor, podejmując określoną decyzję inwestycyjną, liczy na wzrost wartości waloru, w który inwestuje, a gdy sprawdzi się jego prognoza, osiąga zysk. Natomiast w przypadku transakcji zbycia racjonalny inwestor, dokonując analizy sytuacji panującej na rynku czy też kondycji spółki (posługując się analizą fundamentalną czy analizą techniczną), może podjąć w danym momencie taką decyzję inwestycyjną, dzięki której albo osiągnie zysk, dokona bowiem

²¹¹ Ibidem, s. 1526.

²¹² Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 99.

²¹³ Zob. Sprawozdanie Parlamentu Europejskiego na temat propozycji dyrektywy w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), druk PE 307.438 30/79 z 27.02.2002 r., s. 31.

²¹⁴ Transakcje nabywania i zbywania przez członków władz emitenta mogą stanowić zarówno pozytywną, jak i negatywną wskazówkę dla innych inwestorów. Przeprowadzone w USA badania empiryczne dowodzą, że strategie inwestycyjne, oparte na obserwacji zachowań inwestycyjnych członków organów kierowniczych emitentów, przynoszą ponadprzeciętny zysk; za: K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 20.

²¹⁵ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 99.

²¹⁶ Zob. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1526.

zbycia danego waloru po cenie wyższej niż go nabył, albo nie osiągnięcie zysku w ogóle w przypadku, gdy dokona zbycia waloru po takiej samej cenie, po jakiej go nabył, albo w przypadku dokonania transakcji zbycia we właściwym momencie uniknie powiększenia się rozmiaru straty²¹⁷. Co więcej, dokonanie transakcji zbycia w takim układzie, że inwestor osiąga zysk, gdyż zbył walor po cenie wyższej niż go nabył, może niejednokrotnie spowodować osiągnięcie wyższych korzyści niż uprzednie dokonanie transakcji nabycia waloru, który z czasem traci na wartości. Dlatego też przypisywanie większej wagi transakcjom nabycia instrumentów finansowych uważam za nietrafione.

Upublicznienie dokonanych transakcji menedżerskich można zakwalifikować jako instrument sygnalizowania rynkowi stanu sytuacji emitenta, przy czym należy pamiętać, że podstawę ich podejmowania może stanowić również sytuacja osobista danego podmiotu. Stąd też upublicznianie transakcji menedżerskiej powinno stanowić jedynie dodatkowe źródło informacji, a nie wyłączną podstawę decyzji inwestycyjnej²¹⁸.

11.2. Zakres podmiotowy obowiązku zgłaszania transakcji menedżerskich

Katalog osób zobowiązanych do przekazywania informacji o transakcjach ma zamknięty charakter, przy czym określony został bardzo szeroko²¹⁹. Wy różnić można dwie kategorie podmiotów obowiązanych. Pierwsza z nich ma charakter formalny i obejmuje osoby wchodzące w skład organów zarządzających lub nadzorczych emitenta albo będące jego prokurentami²²⁰. Zatem są to podmioty, które z uwagi na pozycję jaką zajmują w strukturze organizacyjnej emitenta, dysponują bezpośrednią wiedzą na temat okoliczności lub zdarzeń cenotwórczych dotyczących emitenta lub instrumentów finansowych. Już sam fakt usytuowania tych osób w strukturze organizacyjnej emitenta determinuje obowiązek notyfikacji. Ustawodawca przyjął, że członkowie zarządu, rady nad-

²¹⁷ Uzasadnienia takiego stanowiska można również poszukiwać w popularnych wśród inwestorów strategiach inwestycyjnych typu „ucinaj zyski, daj szansę spadkom”; zob. Z. KOMAR, w: *Sztuka spekulacji*, Red. J. KALISIAK, Warszawa 1993; D.P. STRAFFIN, *Teoria gier*, Warszawa 2004.

²¹⁸ Podobnie H. FLEISCHER, *Director's Dealings*, „Zeitschrift für Wirtschaftsrecht” 2002, Nr. 28, s. 1220; zob. też K. MARKOWSKI, *Podmiotowe uwarunkowania decyzji inwestycyjnych*, W: *Zarządzanie finansami firm — teoria i praktyka*, Red. W. PLUTA, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu”, Nr 965, Wrocław 2002, s. 250—261.

²¹⁹ Tak K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 20.

²²⁰ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 99.

zorczej czy prokurenci z racji pełnionych funkcji mają dostęp do informacji poufnych oraz mogą wpływać na podejmowanie decyzji dotyczących emitenta²²¹.

Druga kategoria podmiotów została wyróżniona z uwagi na trzy przesłanki, które dla zaistnienia obowiązku notyfikacji transakcji muszą wystąpić kumulatywnie. Zgodnie bowiem z art. 160 ust. 1 pkt 2 ObrInstrFinU, zakres podmiotowy obowiązku obejmuje również osoby pełniące w strukturze organizacyjnej emitenta funkcje kierownicze, jednak osoby te ponadto muszą posiadać stały dostęp do informacji poufnych oraz być wyposażone w kompetencje w zakresie podejmowania decyzji istotnych z punktu widzenia rozwoju i perspektyw działalności emitenta²²².

Warunkiem koniecznym do zakwalifikowania danej osoby do tej kategorii jest fakt posiadania stałego dostępu do informacji poufnych. Kryterium stałości należy rozumieć jako pewną ciągłość dostępu, który jednak może mieć tylko potencjalny, abstrakcyjny charakter²²³. Pojęcie to powinno być interpretowane nie tylko w kontekście dostępu do wszystkich informacji w ramach struktury emitenta, ale także w kontekście stałego dostępu do informacji w ramach określonej jednostki organizacyjnej emitenta, np. departamentu czy biura²²⁴. Przesłanka stałego dostępu limitowana jest przez wymóg posiadania kompetencji w zakresie podejmowania decyzji wywierających wpływ na rozwój i perspektywy prowadzenia działalności gospodarczej emitenta. Kryterium kompetencji pozwala ograniczyć zakres podmiotowy do osób, które zajmują wyższe miejsca w hierarchii organizacyjnej emitenta. Sformułowanie „funkcje kierownicze” dotyczy wszystkich osób, które poza spełnieniem dwóch omówionych przesłanek, kierują pewnym zakresem działalności emitenta. Będą to zarówno dyrektorzy komórek oraz ich zastępcy, jak i kierownicy niższych szczebli w strukturze organizacyjnej emitenta²²⁵. Posiłkując się treścią art. 387 KSH, można wnioskować, że obowiązek dotyczy kierownika oddziału lub zakładu, zatrudnionego w spółce głównego księgowego, radcy prawnego oraz osób, które podlegają bezpośrednio członkom zarządu, tzw. kierownictwa wyższego szczebla²²⁶.

²²¹ A. ROMANOWSKA, „Insider trading”..., s. 9.

²²² Angielska wersja dyrektywy wykonawczej 2004/72/WE z 29.04.2004 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach (Dz.Urz. UE L 162 z 30.04.2004 r., s. 70) dla opisu tej kategorii posługuje się terminem *senior executive*, co w istotny sposób ogranicza krąg osób objętych obowiązkiem notyfikacji; por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 99.

²²³ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1530.

²²⁴ A. ROMANOWSKA, „Insider trading”..., s. 9.

²²⁵ Ibidem.

²²⁶ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 99.

Ustalając, czy zaistniały przesłanki uznania określonej osoby za pełniącą funkcje kierownicze, należy brać pod uwagę kryterium funkcjonalne, a nie formalne²²⁷. W praktyce najczęściej będą to osoby kierujące istotnymi z punktu widzenia działalności emitenta jednostkami struktury organizacyjnej, jak np.: działem finansowo-księgowym, działem prawnym, działem produkcji, sprzedaży, kontrolingiem itp.²²⁸ Obowiązkiem zgłoszenia transakcji menedżerskich nie będą objęci zewnętrzni doradcy, z uwagi na brak wymaganego powiązania ze strukturą organizacyjną emitenta²²⁹. Rozwiązanie takie budzi wątpliwości natury faktycznej. W praktyce również podmioty zewnętrzne, tj. niewchodzące w skład struktury organizacyjnej emitenta, będą posiadały informacje poufne i potencjalnie mogą dokonywać na ich podstawie transakcji. Teoretycznie może dojść do sytuacji, w której podmiot zewnętrzny będzie w posiadaniu większej liczby informacji poufnych niż np. podmiot kierujący daną jednostką organizacyjną emitenta.

W przypadku utraty mandatu wobec odwołania czy rezygnacji bądź też zaprzestania pełnienia funkcji kierowniczej ustaje obowiązek notyfikacyjny, rozwiązuje się bowiem stosunek organizacyjny, który implikuje dostęp do informacji poufnych oraz potencjalną możliwość ich wykorzystania²³⁰. Jednak nie sposób całkowicie wykluczyć możliwości potencjalnego wykorzystania przewagi informacyjnej przez członka zarządu emitenta już po jego rezygnacji. Takie zachowanie nie zostało przewidziane w art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU, ale podlega ogólnemu zakazowi wykorzystywania informacji poufnych z art. 156 ObrInstrFinU.

Zakres podmiotowy regulacji z art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU obejmuje również osoby blisko związane z wymienionymi podmiotami. Przez osoby blisko związane, zgodnie z art. 160 ust. 2 ObrInstrFinU, rozumie się:

- 1) małżonka lub osobę pozostającą faktycznie we wspólnym pożyciu;
- 2) dzieci pozostające na utrzymaniu bądź osoby związane z tytułu przysposobienia, opieki lub kurateli;
- 3) innych krewnych i powinowatych, którzy pozostają we wspólnym gospodarstwie domowym przez okres co najmniej roku;
- 4) podmioty:
 - a) w których osoba, o której mowa w art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU lub osoba blisko z nią związana, o której mowa w pkt. 1—3, wchodzi w skład ich organów zarządzających lub nadzorczych, lub w których strukturze organizacyjnej pełni funkcje kierownicze i posiada stały dostęp do informacji poufnych dotyczących tego podmiotu oraz kompetencje w zakresie podej-

²²⁷ Zob. D. ZIMMER, F. OSTERLOH, in: E. SCHWARK, D. ZIMMER, *Kapitalmarktrecht-Kommentar*, München 2010, § 15a, n.b. 65.

²²⁸ Ibidem.

²²⁹ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1530.

²³⁰ Ibidem, s. 1531.

- mowania decyzji wywierających wpływ na jego rozwój i perspektywy prowadzenia działalności gospodarczej, lub
- b) które są bezpośrednio lub pośrednio kontrolowane przez osobę, o której mowa w art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU, lub osobę blisko z nią związaną, o której mowa w pkt. 1—3, lub
 - c) z działalności których osoba, o której mowa w art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU, lub osoba blisko z nią związana, o której mowa w pkt. 1—3, czerpią zyski,
 - d) których interesy ekonomiczne są równoważne interesom ekonomicznym osoby, o której mowa w art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU lub osoby blisko z nią związanej, o której mowa w pkt. 1—3.

Dokonując kwalifikacji danej osoby do grupy osób blisko związanych, w pierwszej kolejności należy brać pod uwagę występowanie więzi o charakterze rodzinnoprawnym²³¹. Pojęcie małżeństwa należy interpretować zgodnie z przepisami Kodeksu rodzinnego i opiekuńczego²³². Obowiązek przekazywania informacji o transakcjach istnieje do momentu rozwiązania lub unieważnienia małżeństwa²³³. Bez znaczenia pozostaje fakt, czy małżonkowie faktycznie razem zamieszkują. Obowiązek nie dotyczy małżonka pozostającego w separacji, która mimo że utrzymuje węzeł małżeński, jednak legalizuje faktyczną sytuację, polegającą na zupełnym rozkładzie pożycia²³⁴. Pojęcie faktycznego wspólnego pożycia należy rozumieć jako relację pomiędzy dwiema osobami, które mimo że formalnie nie zawarły związku małżeńskiego, pozostają w takich stosunkach faktycznych, jakie charakteryzują relację pomiędzy małżonkami, jak więź duchowa, gospodarcza i fizyczna²³⁵. Decydujące znaczenie mają relacje osobiste pomiędzy małżonkami lub osobami pozostającymi we wspólnym pożyciu, które mogłyby uzasadniać potencjalną możliwość wykorzystania informacji poufnej. Stąd też ustrój majątkowy między małżonkami nie ma wpływu na wykonanie obowiązku notyfikacyjnego²³⁶.

Osobami bliskimi w rozumieniu art. 160 ust. 2 ObrInstrFinU są także dzieci pozostające na utrzymaniu, w tym dzieci przysposobione oraz osoby związane opieką lub kuratela²³⁷. Kategorię dziecka pozostającego na utrzymaniu należy interpretować również zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawa rodzin-

²³¹ Ibidem.

²³² Ustawa z 25 lutego 1964 r. (Dz.U. 2012.788 z późn. zm.), [dalej: Kodeks rodzinny i opiekuńczy, KRO].

²³³ Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1531.

²³⁴ Zob. K. GROMEK, w: *Kodeks rodzinny i opiekuńczy. Komentarz*, Warszawa 2016, s. 493—499.

²³⁵ Zob. uchwała SN z 21 maja 2002 r., III CZP 26/02, LEX nr 53966.

²³⁶ Tak M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1531.

²³⁷ Dyrektywa wykonawcza 2004/72/WE mówi wyłącznie o *dependent children*, czyli o dzieciach, nad którymi osoba objęta obowiązkiem sprawuje faktyczną opiekę.

nego. Zgodnie z art. 133 KRO, dziecko jest uprawnione względem swoich rodziców do świadczeń alimentacyjnych, z uwagi na fakt, że nie może utrzymać się samodzielnie. Sam fakt osiągnięcia przez dziecko pełnoletności nie pociąga za sobą automatycznego wygaśnięcia spoczywającego na rodzicach obowiązku utrzymania dziecka. Do grona osób bliskich zostali zaliczeni również inni krewni i powinowaci. Pokrewieństwo wynika z pochodzenia od określonego wspólnego przodka, natomiast powinowactwo jest więzią występującą między małżonkiem a krewnymi drugiego małżonka. Status pokrewieństwa i powinowactwa określają przepisy tytułu II KRO²³⁸. Indyferentny prawnie pozostaje stopień pokrewieństwa czy powinowactwa. Ze względu na więzi osobiste oraz faktyczne zamieszkiwanie z osobą wchodzącą w skład organów emitenta, osoby te mogą uczestniczyć w transakcjach stanowiących przedmiot obowiązku notyfikacyjnego, jak również mogą posiadać określone informacje poufne²³⁹.

Regulacja z art. 160 ust. 2 pkt 3 ObrInstrFinU ogranicza krąg krewnych i powinowatych do osób, które pozostają z adresatem obowiązku notyfikacyjnego we wspólnym gospodarstwie domowym²⁴⁰ przez okres co najmniej roku. Ustalenie faktu zamieszkiwania we wspólnym gospodarstwie powinno następować na podstawie przesłanek obiektywnych, jak zamieszkiwanie we wspólnym mieszkaniu. Biorąc pod uwagę prewencyjną funkcję przepisu, pojęcie wspólnego gospodarstwa domowego należy interpretować szeroko, zaliczając do niego również sytuacje, w których osoba bliska nie przebywa stale we wspólnym gospodarstwie, ale ma tam pobyt zwyczajowy²⁴¹. W praktyce trudne będzie ustalenie elementów czasowych pobytu, w szczególności, że nie można kierować się adresem zameldowania danej osoby. Konieczność pozostawania we wspólnym gospodarstwie przez okres co najmniej roku wprawdzie limituje zakres podmiotowy grupy osób blisko związanych z adresatem obowiązku, jednak w konsekwencji wyłącza grupę bliskich krewnych lub powinowatych, którzy pozostawali we wspólnym gospodarstwie przez krótszy okres. Taki kształt regulacji powoduje wyłączenie osób blisko spokrewnionych z adresatem obowiązku, które ze względu na więzi osobiste mogą znajdować się w posiadaniu informacji poufnych, jednak wobec braku pozostawania we wspólnym gospodarstwie ich transakcje nie podlegają obowiązkowi notyfikacji²⁴². *De lege ferenda* należy rozważyć zmianę regulacji w tym zakresie, w obecnym kształcie bowiem nie wypełnia ona w całości swojego *ratio legis*, eliminując z zakresu podmiotowego osób bliskich bezpośrednio adresatowi *de facto* i *de iure* oso-

²³⁸ Zob. K. GROMEK, w: *Kodeks rodzinny...*, s. 510—513.

²³⁹ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1532.

²⁴⁰ Zob. K. GROMEK, w: *Kodeks rodzinny...*, s. 123 i nast.; J. IGNACZEWSKI, *Kodeks rodzinny i opiekuńczy. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 117.

²⁴¹ Zob. D. ZIMMER, F. OSTERLOH, in: E. SCHWARK, D. ZIMMER, *Kapitalmarktrecht-Kommentar*, § 15a, n.b. 72.

²⁴² Por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1532.

by najbliższej z nim spokrewnione. W praktyce z dużą dozą prawdopodobieństwa można przypuszczać, że ewentualną wiedzę odnośnie do informacji poufnych w większym stopniu będzie posiadało rodzeństwo bezpośredniego adresata obowiązku notyfikacyjnego, które jednak nie zamieszkuje z nim we wspólnym gospodarstwie domowym, niż zamieszkujący z nim powinowaty.

Ustawodawca za osoby blisko związane uznaje także podmioty, w których bezpośredni adresat obowiązku notyfikacyjnego lub osoba fizyczna blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt. 1—3 ObrInstrFinU, wchodzi w skład organów zarządzających lub nadzorczych, lub w których strukturze organizacyjnej pełni funkcje kierownicze i posiada stały dostęp do informacji poufnych dotyczących tego podmiotu oraz kompetencje w zakresie podejmowania decyzji wywierających wpływ na jego rozwój i perspektywy prowadzenia działalności gospodarczej. Podmiotami tymi są zarówno osoby prawne, jak i jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, zatem mogą to być spółki kapitałowe oraz spółki osobowe prawa handlowego. W celu ustalenia, czy taki podmiot może zostać uznany za osobę bliską dla bezpośredniego adresata obowiązku notyfikacyjnego, należy rozważyć, czy adresat obowiązku ma faktyczną możliwość wpływu na dokonanie transakcji podlegającej zgłoszeniu. W takiej sytuacji możliwe jest potwierdzenie potencjalnego wykorzystania informacji poufnej²⁴³. W praktyce podmiot, na który nałożony został obowiązek notyfikacji, może w ogóle nie wiedzieć, że spółka, w której posiada on udziały, nabyła lub zbyła instrumenty finansowe emitenta²⁴⁴.

Osobą bliską jest również podmiot bezpośrednio lub pośrednio kontrolowany przez adresata obowiązku notyfikacyjnego lub osobę blisko z nim związaną, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt. 1—3 ObrInstrFinU. Przesłankę kontroli należy oceniać, uwzględniając przede wszystkim pozycję danej osoby w strukturze podmiotu, jak również na podstawie innych elementów²⁴⁵. Uzyskanie kontroli

²⁴³ Ibidem.

²⁴⁴ Por. K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 20.

²⁴⁵ Zasadne wydaje się posłużenie się konstrukcją podmiotu dominującego i zależnego przewidzianych w art. 3 pkt. 16 i 17 ObrInstrFinU, zgodnie z którymi jeśli mowa o podmiocie dominującym, to pod pojęciem tym rozumie się jednostkę dominującą w ujęciu art. 3 ust. 1 pkt 37 ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 2013.330 z późn. zm.), [dalej: RachU]; natomiast jeśli mowa o podmiocie zależnym, to rozumie się przez to jednostkę zależną w ujęciu art. 3 ust. 1 pkt 39 RachU. W myśl art. 3 ust. 1 pkt 37 RachU, przez jednostkę dominującą rozumie się jednostkę będącą spółką handlową lub przedsiębiorstwem państwowym, sprawującą kontrolę nad inną jednostką, a w szczególności: posiadającą bezpośrednio lub pośrednio przez udziały większość ogólnej liczby głosów w organie stanowiącym innej jednostki (zależnej), także na podstawie porozumień z innymi uprawnionymi do głosu, wykonującymi swe prawa głosu zgodnie z wolą jednostki dominującej, lub uprawnioną do kierowania polityką finansową i operacyjną innej jednostki (zależnej) w sposób samodzielny lub przez wyznaczone przez siebie osoby, lub jednostki na podstawie umowy zawartej z innymi uprawnionymi do głosu, posiadającymi, na podstawie statutu lub umowy spółki, łącznie z jednostką dominującą większość

stanowi efekt koncentracji gospodarczej, która buduje powiązania umożliwiające wywieranie wpływu przez podmiot nadrzędny na zachowanie poszczególnych uczestników struktury²⁴⁶.

Podmiotem będącym osobą bliską jest również podmiot, z którego działalności bezpośredni adresat obowiązku lub osoba bliska określona w art. 160 ust. 2 pkt. 1—3 ObrInstrFinU z nim związana czerpią zyski. O kwalifikacji takiego podmiotu jako osobę blisko związaną powinna decydować okoliczność, że transakcja przez nią dokonana w gospodarczym wymiarze ekonomicznym jest w istocie transakcją dokonaną przez bezpośredniego adresata obowiązku. Sytuacja taka może wystąpić w przypadku, gdy korzyści przypadające adresatowi obowiązku w sposób bezpośredni zależą od sytuacji finansowej danego podmiotu²⁴⁷.

Rozstrzygając tę kwestię, wskazuje się na dwa ujęcia — wąskie i szerokie²⁴⁸. Wąska interpretacja zakłada, że osobami (podmiotami), które czerpią zyski z działalności danego podmiotu, są jego właściciele pobierający dywidendę, a nie członkowie zarządu, rady nadzorczej czy pracownicy pobierający wynagrodzenie. Z kolei ujęcie szerokie pojęcia zysków przewiduje różne formy dochodów, zysków, pożytków czy wynagrodzeń. Zdaniem części doktryny, określenie „czerpie zyski z działalności” danego podmiotu ogranicza zakres pojęciowy do przypadków, w których rzeczywiście zysk jest uzależniony od sytuacji finansowej spółki. Dlatego też za osoby, które czerpią zyski z działalności określonego podmiotu, należy uznać akcjonariuszy spółki oraz zarządzających, jednak tylko w przypadku, gdy ich wynagrodzenie uzależnione jest od osiąganego wyniku finansowego funduszu inwestycyjnego²⁴⁹.

Przesłanka równoważności interesu ekonomicznego wymaga powiązania gospodarczego bezpośredniego adresata obowiązku notyfikacyjnego lub osoby bliskiej, określonej w art. 160 ust. 2 pkt. 1—3 ObrInstrFinU, z podmiotem uznanym za osobę blisko związaną. Obowiązek notyfikacyjny opiera się na za-

ogólnej liczby głosów w organie stanowiącym, lub uprawnioną do powoływania i odwoływania większości członków organów zarządzających, nadzorujących lub administrujących innej jednostki (zależnej), lub będącą udziałowcem jednostki, której członkowie zarządu w poprzednim roku obrotowym, w ciągu bieżącego roku obrotowego i do czasu sporządzenia sprawozdania finansowego za bieżący rok obrotowy stanowią jednocześnie więcej niż połowę składu zarządu tej jednostki (zależnej), lub osoby, które zostały powołane do pełnienia tych funkcji w rezultacie wykonywania przez jednostkę dominującą prawa głosu w organach tej jednostki (zależnej); natomiast zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 39 RachU, przez jednostkę zależną rozumie się jednostkę będącą spółką handlową lub podmiotem utworzonym i działającym zgodnie z przepisami obcego prawa handlowego, kontrolowaną przez jednostkę dominującą.

²⁴⁶ Zob. M. MICHAŁSKI, *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Kraków 2004, s. 21.

²⁴⁷ Na przykład jeżeli transakcji na akcjach emitenta dokonuje na własny rachunek fundusz inwestycyjny, którym zarządza bezpośredni adresat obowiązku notyfikacyjnego, a jego wynagrodzenie uzależnione jest od osiągnięcia określonego wyniku finansowego funduszu.

²⁴⁸ A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 10.

²⁴⁹ Ibidem.

angażowaniu kapitałowym, wynikającym z posiadania statusu wspólnika lub akcjonariusza. W takim przypadku możliwe jest wystąpienie interesu ekonomicznego. Jednocześnie równoważność takiego interesu ustalana powinna być na podstawie kryterium uzyskiwania korzyści oraz ponoszenia strat z tytułu udziału w takim podmiocie. Dokonując wykładni pojęcia równoważności interesu ekonomicznego, należy odwołać się do regulacji dyrektywy wykonawczej 2004/72/WE, która w art. 1 ust. 2 lit. d zawiera zwrot „której interes ekonomiczny jest zbieżny z interesem takiej osoby”. Jego anglojęzyczny odpowiednik, wskazujący na istotność takiej równoważności (*substantially equivalent*), może uzasadniać istnienie odpowiednio dużego zaangażowania w podmiot.

Rozszerzenie ustawowego obowiązku dokonywania notyfikacji na transakcje przeprowadzane przez osoby bliskie pozwala uniknąć dokonywania transakcji, wykorzystując pomoc osób blisko związanych. Przy czym nie można wykluczyć, że osoby blisko związane z bezpośrednim adresatem obowiązku również posiadają informacje poufne, a na nich nie ciąży obowiązek notyfikacyjny, lecz jedynie przekazanie informacji o dokonanych przez nich transakcjach podmiotom bezpośrednio obowiązującym do dokonania notyfikacji. Wypełnienie obowiązków notyfikacyjnych w wielu przypadkach byłoby niemożliwe, gdyby osoby zobowiązane do notyfikacji dokonanych transakcji nie miały możliwości uzyskania stosownych informacji od podmiotów zaliczanych do kategorii osób blisko związanych. Z tego powodu, zgodnie z art. 160 ust. 3 ObrInstrFinU, na osoby blisko związane niebędące osobami fizycznymi, tj. określonymi w art. 160 ust. 2 pkt 4 ObrInstrFinU, prawodawca nałożył obowiązek udostępniania bezpośrednim adresatom obowiązku notyfikacyjnego oraz osobom blisko z nimi związanym informacji niezbędnych do wykonania obowiązku przekazania informacji o dokonanych transakcjach. Natomiast w myśl art. 175 ust. 1 pkt 2 ObrInstrFinU, obowiązek notyfikacyjny powstanie tylko w przypadku, gdy przy zachowaniu należytej staranności jego bezpośredni adresat wiedział, lub mógł się dowiedzieć, o dokonaniu transakcji przez osobę bliską.

Zakres podmiotowy regulacji art. 160 ust. 2 pkt 4 ObrInstrFinU został ukształtowany w taki sposób, aby wyeliminować możliwości obejścia obowiązku zgłaszania transakcji. Celem ustawodawcy nie było obejmowanie obowiązkiem notyfikacyjnym transakcji dokonanych przez spółkę, w której podmiot obowiązany ma niewielki udział²⁵⁰.

²⁵⁰ Regulacja ta może dotyczyć sytuacji, w której akcje emitenta nabywa spółka osobowa, której wspólnikiem lub akcjonariuszem jest członek organu zarządzającego, lub nadzorczego emitenta, lub prokurent, lub inne osoby pełniące funkcje kierownicze w strukturze tego emitenta, posiadający niewielki wkład, ale odpowiednio duży udział w zysku spółki, który pozwoli na osiągnięcie korzyści z dokonania transakcji objętej obowiązkiem notyfikacji. W takim przypadku znaczny udział w zysku spółki osobowej, przez którą dokonuje się transakcji, wskazuje na istnienie równoważności interesu ekonomicznego; por. M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1528.

Ustalenie, w jaki sposób bezpośredni adresat obowiązku notyfikacyjnego ma uzyskać informacje od innych grup osób blisko związanych, tj. wymienionych w art. 160 ust. 2 pkt. 1—3 ObrInstrFinU, skoro nie są one objęte podobnym obowiązkiem, może okazać się problematyczne. Nałożenie na te podmioty obowiązku udostępniania tych informacji stanowiłoby zbyt daleko idącą ingerencję w prawa osób fizycznych zaliczanych do tej grupy²⁵¹.

11.3. Zakres przedmiotowy obowiązku zgłaszania transakcji menedżerskich

Przedmiotem obowiązku jest zgłaszanie transakcji nabycia lub zbycia określonej kategorii instrumentów finansowych, którymi są akcje, prawa pochodne dotyczące akcji oraz instrumentów finansowych z nimi związanych. Przy czym nabycie lub zbycie ma następować na rachunek adresata obowiązku. Zgodnie z celem regulacji, działanie na rachunek własny należy interpretować szeroko, obejmując zakresem normowania również przypadki dokonania transakcji przez podmioty, które świadczą usługi zarządzania aktywami (tzw. *asset management*). Nie sposób bowiem wykluczyć sytuacji, gdy podmiot taki podczas wykonywania czynności zarządzania aktywami będzie realizował indywidualne decyzje inwestycyjne (obejmujące instrumenty finansowe emitenta), uzgodnione z bezpośrednim adresatem obowiązku. Z podobnych przyczyn zakresem normy należy objąć także transakcje dokonywane przez powiernika akcji, nie można bowiem wykluczyć przeniesienia praw z akcji na powiernika, który zobowiązuje się do ich wykonywania na rachunek bezpośredniego adresata obowiązku. Zbycie lub nabycie przez powiernika, lub podmiot zarządzający aktywami, wywołuje skutki gospodarcze po stronie adresata obowiązku²⁵². Natomiast zgodnie z art. 175 ust. 1 pkt 1 ObrInstrFinU, jedynie w przypadku, gdy adresat obowiązku zlecił uprawnionemu podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską zarządzanie portfelem papierów wartościowych w sposób, który wyłącza wiedzę tej osoby o transakcjach zawieranych w ramach tego zarządzania, obowiązek zgłoszenia nie powstanie.

Obowiązkowi notyfikacji podlegają transakcje, których przedmiotem są akcje, dotyczące ich prawa pochodne (np. opcje, kontrakty terminowe) oraz inne

²⁵¹ Również dyrektywa wykonawcza 2004/72/WE nie ustanawia w tej kwestii żadnych szczegółowych reguł, pozostawiając ustawodawcy krajowemu stworzenie odpowiednich procedur; tak też M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 102.

²⁵² Tak też R. SETHE, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, Aufl. 6, Köln 2012, § 15a, n.b. 92; D. ZIMMER, F. OSTERLOH, in: E. SCHWARK, D. ZIMMER, *Kapitalmarktrecht-Kommentar*, § 15a, n.b. 86.

instrumenty związane z akcjami lub tymi prawami pochodnymi. Ograniczenie takie wynika z faktu, że instrumenty te stanowią realne źródło informacji na temat perspektyw działalności emitenta, a ich wartość rynkowa uwarunkowana jest relacjami ekonomicznego prawa popytu i podaży²⁵³. Informacje o okolicznościach lub zdarzeniach cenotwórczych oddziałują na relacje pomiędzy podażą a popytem, a tym samym wpływają na wartość rynkową akcji oraz powiązanych z nimi instrumentów²⁵⁴.

Do kategorii innych niż akcje i prawa pochodne instrumentów finansowych z nimi powiązanych można by zaliczyć kwity depozytowe, prawa do akcji oraz prawa poboru akcji emitenta. Wątpliwości może budzić objęcie tym katalogiem warrantów subskrypcyjnych, obligacji z prawem pierwszeństwa czy obligacji zamiennych na akcje²⁵⁵. Obligacje zamienne inkorporują prawo, którego przedmiotem jest alternatywnie świadczenie pieniężne albo świadczenie niepieniężne, polegające na zamianie obligacji na akcje emitenta. Realizacja uprawnień wynikających z obligacji zamiennych pozwala osiągnąć zysk dzięki zwiększeniu wartości akcji w zamian za wydaną obligację²⁵⁶. Transakcje, których przedmiotem są obligacje zamienne, mogą prowadzić do uzyskania korzyści wiążących się ze wzrostem ceny rynkowej akcji, która różni się od ceny ustalonej w warunkach emisji²⁵⁷. Przy czym nabycie wymienionych obligacji nie zawsze będzie wiązało się z zamiarem późniejszego nabycia akcji przez obligatariusza. Z uprawnienia do żądania zamiany obligacji na akcje, czy też przyznania im odpowiedniej liczby akcji, obligatariusz może, ale nie musi skorzystać. W konsekwencji dokonanie transakcji na tych instrumentach nie powinno rodzić obowiązku informacyjnego. Taki obowiązek powstanie dopiero w momencie skorzystania przez obligatariusza ze swojego uprawnienia²⁵⁸.

Instrumentem powiązanim z akcjami będą również warranty subskrypcyjne. Wartość uprawnień inkorporowanych w warrancie subskrypcyjnym zależy od wzrostu wartości akcji. Również w tym przypadku mamy do czynienia z uprawnieniem, a nie z obowiązkiem posiadaczy warrantów subskrypcyjnych, którzy mają prawo zapisu lub objęcia akcji. W przypadku akcji obejmowanych w wykonaniu praw z warrantów subskrypcyjnych parametry inwestycji określone są *ex ante*, co po wyeliminowaniu warrantów subskrypcyjnych wyklucza wpływ informacji poufnej na cenę tych akcji. Ponadto cena emisyjna akcji ofe-

²⁵³ Zob. A. SZUMAŃSKI, *Źródła prawa, wartość i znaczenie gospodarcze akcji*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19..., s. 94.

²⁵⁴ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1528.

²⁵⁵ Por. A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 11.

²⁵⁶ M. DYL, w: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Red. M. WIERZBOWSKI, Warszawa 2015, s. 91–95.

²⁵⁷ Zob. L. LIPIEC-WARZECHA, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 235; I. WEISS, *Sposoby wykonania zobowiązań wynikających z obligacji*, Pr.Sp. 2005, nr 3, s. 5.

²⁵⁸ A. ROMANOWSKA, „*Insider trading*”..., s. 11.

rowanych w ramach programów motywacyjnych zazwyczaj jest niższa niż cena rynkowa, jej rolą bowiem jest motywowanie kadry menedżerskiej oraz adekwatne wynagrodzenie kluczowych członków załogi. Poziome ceny emisyjnej akcji przypadających na warranty subskrypcyjne wynika z uprzednich założeń programu motywacyjnego, czego konsekwencją stanowi jego uniezależnienie od zdarzeń cenotwórczych zaszytych *ex post*²⁵⁹.

Instrumenty finansowe, których nabycie lub zbycie objęte jest obowiązkiem notyfikacji, muszą być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub być przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku. Obowiązek ten dotyczy transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe emitentów z siedzibą w Polsce. W myśl art. 161a ust. 1 ObrInstrFinU, który odsyła do art. 39 ust. 4 ObrInstrFinU, obowiązek notyfikacji obejmuje również transakcje dokonane na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dotyczące instrumentów finansowych dopuszczonych lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, któregośkolwiek z innych państw członkowskich oraz instrumentów finansowych wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Obowiązkowi notyfikacji nie podlegają transakcje nabycia akcji w drodze realizacji programów o charakterze pracowniczym. Oferta nabycia opcji na akcje ma charakter korporacyjny, zatem decyzja nie jest podejmowana przez osobę z grupy podmiotów objętych obowiązkiem, ale przez walne zgromadzenie akcjonariuszy emitenta²⁶⁰. Program taki nie jest uzależniony od decyzji członków organów zarządzających, a samo nabycie nie ma sygnalizującego charakteru. Nabycie akcji lub instrumentów z nimi powiązanych w ramach stosunków pracowniczych stanowi dodatkowy element wynagrodzenia za pracę i nie pozwala na uznanie, że mogło dojść do wykorzystania przewagi informacyjnej nabywcy takich instrumentów finansowych²⁶¹.

Można postawić pytanie, czy transakcje polegające na rozporządzeniu o nieodpłatnym charakterze podlegają obowiązkowi notyfikacji. Zbycie lub nabycie na podstawie umowy darowizny nie opiera się na czynnym zachowaniu podmiotu, które zmierzałoby do osiągnięcia korzyści, zatem nie jest jednoznaczne, czy takim decyzjom można przypisać funkcję sygnalizacyjną. Biorąc pod uwagę *ratio legis* art. 160 ObrInstrFinU, obowiązkiem notyfikacji obejmować należy również nabywanie lub zbywanie akcji w wyniku czynności prawnych nieodpłatnych²⁶².

²⁵⁹ Zob. I. GĘBUSIA, *Dostęp do informacji poufnej a wykonanie praw z warrantów subskrypcyjnych emitowanych w ramach programu motywacyjnego*, PPH 2012, nr 8, s. 53.

²⁶⁰ Zob. M. ROMANOWSKI, *Okresy zamknięte w prawie rynku kapitałowego a opcje menedżerskie*, PPH 2007, nr 5, s. 23.

²⁶¹ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1528.

²⁶² Także art. 6 ust. 1 dyrektywy wykonawczej 2004/72/WE nakazuje objąć zakresem obowiązku wszystkie transakcje, nie dokonując rozróżnienia na czynności odpłatne bądź nie.

Wykładnia celowościowa wskazuje na objęcie zakresem przedmiotowym obowiązku notyfikacji także transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w następstwie realizacji prawa zastawu przez zastawnika, ustanowienie zastawu bowiem stanowi czynność prawną, której skutkiem może być rozporządzenie instrumentami finansowymi. Nie podlega zgłoszeniu sama czynność obciążenia prawa, nie wywołuje bowiem bezpośredniego skutku w postaci osiągnięcia korzyści z posiadania informacji poufnych²⁶³.

Co do zasady obowiązku notyfikacji nie podlega zawieranie transakcji na rachunek osoby trzeciej. Jednak bezpośredni adresat obowiązku musi ujawnić nie tylko własne transakcje, ale również transakcje osób trzecich, które normalnie zaliczone zostały do kategorii osób blisko związanych²⁶⁴.

11.4. Treść obowiązku notyfikacyjnego

Konstrukcja obowiązku przybiera postać nakazu przekazania informacji o transakcjach menedżerskich. Obowiązek ma następczy charakter i powstaje dopiero wówczas, gdy transakcja została zawarta (tzw. *post trade disclosure*). Podanie do publicznej wiadomości samego zamiaru (tzw. *pre-trade disclosure*) nabycia lub zbycia instrumentów finansowych emitenta przez podmiot wskazany w art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU nie będzie miało dla rynku żadnej wartości, jeżeli ten następnie wycofa się z realizacji zamiaru, tym bardziej że od chwili podania informacji do momentu dokonania transakcji cena może ulec zmianie. Ponadto ujawnienie zamiaru nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez bezpośrednich adresatów obowiązku mogłoby determinować zachowania inwestorów przed dokonaniem transakcji menedżerskiej, a w konsekwencji stwarzać ryzyko manipulacji kursem. Zarówno okoliczności prawne, jak i faktyczne będą każdorazowo wyznaczały zakres obowiązku notyfikacyjnego, co w wielu przypadkach spowodować może poważne trudności, zwłaszcza bowiem w ramach czwartej kategorii (podmioty inne niż osoby fizyczne) ustawa operuje bardzo nieostryimi pojęciami²⁶⁵.

Szczegółowy zakres informacji oraz tryb i termin ich przekazywania przez osoby obowiązane określa rozporządzenie w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi. Informacje o zawartych transakcjach przekazywane są równocześnie Komisji oraz emitentowi w formie pisemnej, w sposób zapewniający zachowanie jej poufno-

²⁶³ Zob. R. SETHE, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, § 15a, n.b. 81.

²⁶⁴ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 100.

²⁶⁵ Ibidem.

ści, w terminie 5 dni roboczych od dnia zawarcia transakcji, tj. od dnia potwierdzenia wykonania zlecenia. Zgodnie z § 2 pkt 4 TransInstrFinU, w przypadku, gdy suma wartości transakcji objętych obowiązkiem zgłoszenia nie przekroczyła wartości 5 000 euro, przeliczonej według kursu średniego ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w dniu zawarcia transakcji, informacja o dokonanej transakcji powinna być przekazana najpóźniej w ciągu 5 dni roboczych od dnia, w którym suma wartości dotychczasowych transakcji zbycia lub nabycia osiągnęła lub przekroczyła wartość 5 000 euro, przeliczonej według kursu średniego ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w dniu zawarcia danej transakcji. Zgodnie z § 2 ust. 1 TransInstrFinR, zawiadomienie przekazywane Komisji powinno zawierać imię i nazwisko osoby obowiązanej do przekazania informacji, a w przypadku gdy przekazywana informacja dotyczy transakcji nabycia lub zbycia dokonanych przez osoby blisko związane, w rozumieniu art. 160 ust. 2 ObrInstrFinU z osobą obowiązaną, również imię i nazwisko lub firmę (nazwę) osoby blisko związanej. Ponadto zawiadomienie to powinno: wskazywać przyczyny przekazania informacji, z określeniem więzi prawnej łączącej osobę obowiązaną do przekazania informacji z emitentem; określać instrument finansowy oraz emitenta, którego dotyczy informacja; rodzaj transakcji (kupno lub sprzedaż), tryb, datę i miejsce zawarcia transakcji; cenę i wolumen transakcji; datę i miejsce sporządzenia informacji oraz podpis osoby przekazującej informację. Zgodnie z § 2 ust. 2 TransInstrFinR, zawiadomienie przekazywane emitentowi powinno zawierać dane wskazane powyżej, z wyłączeniem imienia i nazwiska osoby blisko związanej z osobą obowiązaną.

Emitent zobowiązany jest do niezwłocznego udostępnienia informacji o dokonanych transakcjach równocześnie spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są jego papiery wartościowe, oraz do publicznej wiadomości w trybie określonym w art. 56 OfertaPublU. Udostępnienie następuje niezwłocznie po uzyskaniu informacji od osoby obowiązanej do ich przekazania. Wewnętrzne trudności organizacyjne emitenta nie uzasadniają ewentualnych opóźnień w udostępnieniu informacji²⁶⁶.

11.5. Wyłączenia spod obowiązku notyfikacyjnego

Obowiązek notyfikacyjny jest wyłączony w sytuacji, gdy osoba obowiązana zleciła uprawnionemu podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską zarządzanie portfelem papierów wartościowych w sposób, który wyłącza wie-

²⁶⁶ Niewykonanie lub nienależyte wykonanie obowiązku notyfikacji zawartych transakcji może skutkować nałożeniem kary pieniężnej na adresata obowiązku w trybie określonym w art. 175 ust. 1 ObrInstrFinU; M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1535.

dzę tej osoby o transakcjach zawieranych w ramach zarządzania, a także gdy z zachowaniem należytej staranności nie wiedziała lub nie mogła się dowiedzieć o dokonaniu transakcji, w przypadku gdy uzyskanie odpowiednich informacji od osoby blisko związanej okazało się niemożliwe.

Drugie wyłączenie spod zakresu obowiązku notyfikacji stanowi swoista reguła *de minimis*. Dyrektywa wykonawcza 2004/72/WE zezwala na wprowadzenie w krajowych porządkach prawnych regulacji umożliwiającej wyłączenie lub opóźnienie do 31 stycznia następnego roku obowiązku notyfikacyjnego, gdy suma transakcji dokonanych w danym roku kalendarzowym nie osiągnęła wartości 5 000 euro²⁶⁷. I tak też polski prawodawca zdecydował się na wprowadzenie możliwości, pozwalającej na opóźnienie obowiązku notyfikacyjnego do 31 stycznia następnego roku kalendarzowego. Zgodnie z § 2 pkt 5 TransInstrFinU, jeżeli suma wartości dokonanych transakcji podlegających zgłoszeniu nie przekroczyła w danym roku kalendarzowym kwoty 5 000 euro, przeliczanej zgodnie ze wskazaniem przytoczonym powyżej, to przekazanie informacji powinno być dokonane najpóźniej do dnia 31 stycznia roku następującego po roku, w którym transakcje zostały zawarte.

Zgłaszanie nabycia lub zbycia akcji nie znajduje uzasadnienia w przypadkach transakcji menedżerskich o mniejszych wartościach. W przypadku gdy suma wartości dokonanych transakcji nie przekroczyła w danym roku kalendarzowym kwoty 5 000 euro, zgłoszenie powinno zostać dokonane najpóźniej do dnia 31 stycznia roku następującego po roku, w którym transakcje zostały zawarte. Zgodnie z § 2 pkt. 6 TransInstrFinU, sumę wartości transakcji oblicza się przez dodanie do wartości transakcji, o których mowa w art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU, dokonanych przez osoby obowiązane, wartości transakcji nabycia lub zbycia dokonanych przez osoby blisko z nimi związane w rozumieniu art. 160 ust. 2 ObrInstrFinU. Suma transakcji nie bilansuje się i odnosi się do samej ceny akcji, a w wypadku opcji decyduje wartość rozliczenia²⁶⁸.

12. Notyfikacja podejrzanych transakcji

12.1. Zakres podmiotowy

Instytucja notyfikacji podejrzanych transakcji sprowadza się do nakazania pośrednikom rynkowym, aby informowali o transakcjach, które wydają im się

²⁶⁷ Zob. art. 6 ust. 2 dyrektywy 2004/72/WE.

²⁶⁸ Por. A. ROMANOWSKA, „Insider trading”..., s. 11; K. OPLUSTIL, *Europejskie i polskie regulacje...*, cz. 2, s. 21.

odbiegać od normy w taki sposób, że prawdopodobne jest wystąpienie ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnej. Podkreśla to funkcję pośredników rynkowych w zwalczaniu zjawiska *insider trading*²⁶⁹. Rolą pośredników nie jest nadzór nad rynkiem i wykrywanie naruszeń przepisów prawa, ale rzetelne wykonywanie zleceń klientów oraz dbanie o ich interes. Nałożenie na te podmioty obowiązku sprowadzającego się do sygnalizowania sytuacji podejrzenia wykorzystania informacji poufnych, zdaniem części doktryny, może być kontrowersyjne²⁷⁰. Wydaje się jednak, że również w interesie pośredników leży ograniczenie skali zjawiska *insider trading*, natomiast organy nadzoru mogą działać o wiele skuteczniej na podstawie tego rodzaju sygnalizacji niż niezależnej analizy transakcji rynkowych²⁷¹.

Katalog podmiotów, na które nałożony został obowiązek informowania o uzasadnionym podejrzeniu bezprawnego ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnej, obejmuje uczestników rynku, którzy z uwagi na charakter wykonywanej działalności są w stanie rozpoznać transakcje stanowiące potencjalnie przypadki takiego naruszenia. Określony rodzajowo krąg uczestników rynku został zobowiązany do podejmowania działań służących eliminowaniu przypadków bezprawnego ujawniania i wykorzystywania informacji poufnych.

Obowiązek nałożony został na podmioty nadzorowane w rozumieniu art. 5 pkt. 1, 2, 12 i 13 NadzRKAU, czyli podmioty pośredniczące na rynku kapitałowym, mające siedzibę lub oddział w Polsce. Wobec tego zakres podmiotowy obowiązku obejmuje domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską, zagraniczne firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczne osoby prawne z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadzące na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską. Obowiązek dotyczy również agenta firmy inwestycyjnej²⁷², banków krajowych oraz oddziałów instytucji kredytowych²⁷³, które wykonują czynności określone w art. 69 ust. 2 ObrInstrFinU²⁷⁴.

²⁶⁹ C.B. MARTYSZ, *Manipulacje instrumentami finansowymi i „insider trading”*. Analiza prawno-ekonomiczna, Warszawa 2015, s. 212—220; A. LICHOSIK, „Insider trading” w branży lotniczej, W: *Wybrane problemy prawne związane z funkcjonowaniem portu lotniczego*, Red. K. ŁUCZAK, Katowice 2015, s. 215 i nast.

²⁷⁰ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 105.

²⁷¹ Ibidem.

²⁷² W rozumieniu art. 79 ust. 1 ObrInstrFinU, a zatem osoby fizycznej, prawnej lub jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej, której firma inwestycyjna w drodze umowy zawartej w formie pisemnej powierzyła stałe lub okresowe wykonywanie w imieniu i na jej rachunek czynności pośrednictwa w zakresie działalności przez nią prowadzonej.

²⁷³ W rozumieniu przepisów ustawy z 29 sierpnia 1997 r. — Prawo bankowe (Dz.U. 2015.128).

²⁷⁴ Wskazana w art. 69 ust. 2 ObrInstrFinU działalność maklerska obejmuje wykonywanie czynności polegających na: przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia instru-

Obowiązek zgłaszania spoczywa również na innych, niebędących podmiotami nadzorowanymi, bankach krajowych i oddziałach instytucji kredytowych, wykonujących czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 ObrInstrFinU; a także na podmiotach, o których mowa w art. 70 ust. 1 pkt. 2, 3, 9, 10 i 13 ObrInstrFinU.

Zatem oprócz wymienionych wcześniej podmiotów, obowiązek notyfikacji, zgodnie z art. 70 ust. 1 ObrInstrFinU, dotyczy również: podmiotów wykonujących czynności określone w art. 69 ust. 2 ObrInstrFinU wyłącznie na rzecz podmiotów należących do tej samej grupy kapitałowej, do której należy podmiot wykonujący te czynności²⁷⁵, jak również podmiotów prowadzących działalność gospodarczą inną niż działalność maklerska, wykonujących czynności określone w art. 69 ust. 2 ObrInstrFinU w sposób incydentalny w związku z prowadzoną działalnością, o ile działalność ta jest regulowana przepisami i o ile przepisy te nie wyłączają możliwości wykonywania tych czynności. Ponadto obowiązek notyfikacji podejrzanych transakcji został nałożony na podmioty wykonujące czynności określone w art. 69 ust. 2 pkt 3 ObrInstrFinU w zakresie instrumentów finansowych lub wykonujących czynności określone w art. 69 ust. 2 pkt. 1, 2, 4—8 oraz w ust. 4 ObrInstrFinU w zakresie instrumentów pochodnych, których instrumentem bazowym jest towar, lub instrumentów wskazanych w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. i ObrInstrFinU na rzecz klientów korzystających z usług świadczonych przez te podmioty w ramach podstawowej działalności gospodarczej tych podmiotów, która nie jest działalnością maklerską, o ile czynności te mają charakter dodatkowy w stosunku do głównego przedmiotu działalności tych podmiotów²⁷⁶; jak również na podmioty zawierające, w ramach prowadzonej działalności gospodarczej, na własny rachunek transakcje na rynkach kontraktów terminowych, opcji lub innych instrumentów pochodnych albo na rynkach pieniężnych wyłącznie w celu zabezpieczenia pozycji zajętych na tych rynkach lub działających w tym celu na rachunek innych członków takich rynków, o ile odpowiedzialność za wykonanie zobowiązań wynikających z tych transakcji ponoszą uczestnicy rozliczający tych rynków.

mentów finansowych; wykonywaniu takich zleceń na rachunek dającego zlecenie; nabywaniu lub zbywaniu na własny rachunek instrumentów finansowych; zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych; doradztwie inwestycyjnym; oferowaniu instrumentów finansowych; świadczeniu usług w wykonaniu zawartych umów o subemisje inwestycyjne i usługowe lub zawieraniu i wykonywaniu innych umów o podobnym charakterze, jeżeli ich przedmiotem są instrumenty finansowe; oraz polegające na organizowaniu alternatywnego systemu obrotu.

²⁷⁵ Z zastrzeżeniem podmiotów, które prowadzą wyłącznie działalność określoną w art. 69 ust. 2 ObrInstrFinU, polegającą na zarządzaniu funduszem emerytalnym, wykonując czynności określone w art. 69 ust. 2 ObrInstrFinU.

²⁷⁶ Przy czym przedmiot działalności tych podmiotów jest ustalany na podstawie przedmiotu działalności grupy kapitałowej, do której te podmioty należą.

Podmiotowi objętemu obowiązkiem o fakcie dokonania notyfikacji oraz o jej treści nie wolno informować nikogo, poza Komisją. Dotyczy to zwłaszcza osób, na których rachunek zostały przeprowadzone transakcje, lub podmiotów powiązanych z tymi osobami²⁷⁷.

12.2. Treść i zakres obowiązku

Ratio legis regulacji jest zwiększenie prewencyjnego oddziaływania przepisów, które wprowadzają generalne zakazy bezprawnego wykorzystywania uprzywilejowania informacyjnego w stosunku do pozostałych uczestników rynku, a także umożliwienie Komisji efektywnego wykonywania przyznanych jej kompetencji nadzorczych²⁷⁸.

Przedmiot obowiązku stanowi notyfikacja podejrzenia bezprawnego ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnej. Przesłanką powstania obowiązku zgłoszenia jest podejrzenie, a nie samo przypuszczenie bezprawnego zachowania, które powinno opierać się na uzasadnionych podstawach²⁷⁹. Uzasadnione podejrzenie ma miejsce wówczas, gdy w przekonaniu adresata obowiązku konkretne okoliczności lub zdarzenie obiektywnie wskazują, że mogło dojść do bezprawnego naruszenia regulacji dotyczących informacji poufnych. Przekonanie adresata nie jest kształtowane na podstawie domysłów, lecz obiektywnych okoliczności, posiadanej wiedzy oraz doświadczenia wynikającego z wykonywania działalności na rynku kapitałowym.

Obowiązek notyfikacji obejmuje swym zakresem transakcje dokonywane z udziałem podmiotów pośredniczących. Konkretyzacja obowiązku najczęściej nastąpi w odniesieniu do transakcji dokonanej, jednakże może zaistnieć sytuacja, że już w chwili składania zlecenia powstanie obowiązek notyfikacyjny. Zlecenie potraktować należy jako zlecenie nabycia lub zbycia instrumentów finansowych czy też oświadczenie woli wywołujące tożsame skutki. Szczególne znaczenie ma to w przypadku zleceń na czas określony lub nieokreślony z ograniczonym progiem cenowym, czyli tzw. zleceń z limitem ceny²⁸⁰. Samo złożenie zlecenia dokonania transakcji pozwala podmiotowi pośredniczącemu stwierdzić, że mogło dojść do naruszenia zakazów ujawniania lub wykorzystywania informacji poufnych. Przy czym należy mieć na względzie, że zlecenie

²⁷⁷ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2008, s. 106.

²⁷⁸ Tak T. HEINRICH, in: H. HIRTE, T. MÖLLERS, *Kölner Kommentar zum WpHG*, § 10, n.b. 3.

²⁷⁹ Por. V. SCHLETTE, M. BOUCHON, in: A. FUCHS, *Wertpapierhandelsgesetz: WpHG, Kommentar*, München 2009, § 10, n.b. 6.

²⁸⁰ ZOB. J. VOGEL, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, § 10, n.b. 22.

może zostać anulowane jeszcze przed jego wykonaniem, wskutek czego wykorzystanie informacji poufnej nie nastąpi²⁸¹.

Odrębnym zagadnieniem jest analiza samego zamiaru wykonania zlecenia. W tym przypadku wydaje się, że wymaganie od podmiotów pośredniczących monitorowania stanu zlecenia wykracza poza zakres obowiązku notyfikacji. Również treść obowiązku notyfikacyjnego przemawia za uznaniem samego zlecenia za zdarzenie, które stanowić może podstawę do uzasadnionego podejrzenia ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnej. Wynika z niej konieczność wskazania m.in. opisu zlecenia dotyczącego instrumentów finansowych, osoby składającej zlecenie lub zawierającej transakcję. Obowiązek zgłaszania nie dotyczy stwierdzenia przypadków udzielenia rekomendacji czy nakłaniania do dokonania transakcji.

Obowiązek notyfikacji podejrzenia ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnych powinien zostać wykonany niezwłocznie²⁸², a zatem z chwilą złożenia podejrzanego zlecenia lub po dokonaniu transakcji, jednakże niezwłocznie po tym, gdy adresat obowiązku zidentyfikował okoliczność lub zdarzenie wskazujące na podejrzaną charakter transakcji. Takim zdarzeniem może być dokonanie w niedługim okresie kolejnej transakcji²⁸³. Nakaz przekazywania informacji Komisji nie ma wstecznego charakteru. Wobec tego podmioty, które pośredniczą w transakcji, nie są zobowiązane do analizowania dotychczasowych zleceń po upublicznieniu informacji poufnych²⁸⁴.

Zakres informacji, które powinny zostać uwzględnione w treści zawiadomienia, określa art. 40 ust. 1 ObrInstrFinU, zgodnie z którym zawiadomienie powinno zawierać szczegółowe dane dotyczące podejrzaną transakcji, ze wskazaniem instrumentu finansowego będącego przedmiotem transakcji, rodzaju transakcji i trybu jej zawarcia, daty i miejsca transakcji, ceny i wolumenu transakcji, rodzaju rynku i systemu notowań instrumentów finansowych, których dotyczy transakcja, opisu zlecenia dotyczącego instrumentów finansowych, których dotyczy transakcja, w tym jego typu i wielkości, osoby, która złożyła zlecenie lub zawarła transakcję, z określeniem w szczególności, czy działała ona na rachunek własny, czy na rzecz osoby trzeciej. Poza tym zgłoszenie powinno wskazywać: przesłanki uzasadniające podejrzenie; informacje pozwalające na identyfikację osób, na rachunek których zlecenie zostało złożone lub transakcja zawarta, oraz innych osób mających związek z zawieraną transakcją; określenie związku

²⁸¹ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1536.

²⁸² Dlatego też ustawa o obrocie instrumentami finansowymi przewiduje, że notyfikacja może nastąpić w inny sposób niż na piśmie, a w szczególności w formie elektronicznej lub z zastosowaniem środków porozumiewania się na odległość, z zachowaniem poufności tych informacji. W takim przypadku podmiot nadzorowany na żądanie Komisji jest zobowiązany przedstawić dokument potwierdzający na piśmie fakt przekazania tych informacji.

²⁸³ Zob. J. VOGEL, in: H.D. ASSMANN, U. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, § 10, n.b. 24.

²⁸⁴ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1536.

podmiotu nadzorowanego z podejrzaną transakcją i osobami, o których mowa powyżej, wynikającego z charakteru wykonywanych przez ten podmiot czynności, w szczególności określonych w art. 69 ust. 2 pkt 2 lub 3 ObrInstrFinU; inne informacje, które w ocenie podmiotu zgłaszającego mogą mieć istotne znaczenie dla weryfikacji podejrzenia; datę i miejsce sporządzenia informacji oraz podpis osoby przekazującej informację.

Realizacja obowiązku notyfikacji skorelowana jest z obowiązkiem zachowania poufności, do której zachowania obowiązany jest podmiot dokonujący notyfikacji. Przedmiot zakazu przekazywania informacji stanowi fakt dokonania notyfikacji oraz jej treść. Zakaz ten dotyczy informowania podmiotów innych niż Komisja, a w szczególności osób, na rachunek których zostały przeprowadzone transakcje, lub podmiotów z nimi powiązanych. Regulacja ma na celu zapobieżenie sytuacji, w której podmioty podejrzane o naruszenie zakazów ujawniania lub wykorzystywania informacji poufnych będą podejmować działania zmierzające do ukrycia dowodów. Normatywny obowiązek zachowania poufności pozwala podmiotom obowiązanych do dokonania notyfikacji o podejranej transakcji na udzielenie nieodpowiadającej prawdzie odpowiedzi na pytanie podejrzanego co do faktu dokonania notyfikacji²⁸⁵. Rekomenduje się, aby adresaci obowiązku zachowywali szczególną ostrożność podczas podejmowania działań mających na celu wyjaśnienie okoliczności związanych z dokonywaniem transakcji²⁸⁶.

Zgłoszenia dokonuje się w formie pisemnej, jednak informacje sporządzane i przekazywane mogą być również w inny sposób, w szczególności w formie elektronicznej lub z zastosowaniem środków porozumiewania się na odległość z zachowaniem poufności tych informacji. W takiej sytuacji na żądanie Komisji podmiot dokonujący notyfikacji przedstawia dokument, który potwierdza fakt przekazania informacji²⁸⁷.

Zakaz informowania o dokonaniu transakcji oraz o jej treści nie ma bezwzględnego charakteru, nie dotyczy bowiem sytuacji, w której obowiązek przekazania takich informacji wynika z przepisów szczególnych²⁸⁸.

²⁸⁵ Tak też J. HEIN, in: E. SCHWARK, D. ZIMMER, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, § 10, n.b. 30.

²⁸⁶ M. GLICZ, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1538.

²⁸⁷ Ibidem.

²⁸⁸ Dotyczy to przekazywania informacji na żądanie sądu lub prokuratora w związku z toczącym się postępowaniem w sprawie o przestępstwo lub przestępstwo skarbowe oraz innych organów, które posiadają ustawowe uprawnienia do żądania przekazania im konkretnych informacji, np. w kontekście uchylenia tajemnicy bankowej; zob. art. 105 ust. 1 pkt 2 PrBank.

13. Przekazywanie informacji poufnych w odpowiednim reżimie prawnym

Obowiązki informacyjne przewidziane w art. 56 OfertaPublU dotyczą emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Sięgając jednak do regulacji dyrektywy 2004/109/WE²⁸⁹, której głównym celem jest integracja krajowych rynków papierów wartościowych wszystkich państw członkowskich EOG, można zwrócić uwagę na odrębności w zależności od tego, czy są one dla danego emitenta państwami macierzystymi, czy przyjmującymi²⁹⁰. Biorąc pod uwagę kryterium przynależności emitenta, tj. czy Rzeczpospolita Polska jest dla niego państwem macierzystym, czy przyjmującym, oraz fakt dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, można wyróżnić cztery reżimy prawne, w ramach których realizowane będą obowiązki informacyjne.

Co do zasady obowiązki informacyjne przewidziane w art. 56 OfertaPublU dotyczą emitentów papierów wartościowych, dla których Rzeczpospolita Polska

²⁸⁹ 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 dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004 r., s. 38), [dalej: dyrektywa *Transparency*].

²⁹⁰ Na potrzeby obowiązków informacyjnych emitentów art. 55a OfertaPublU definiuje pojęcie państwa macierzystego oraz państwa przyjmującego. Zgodnie z nim:

1. Państwem macierzystym w rozumieniu przepisów rozdziału 3 OfertaPublU dotyczącego obowiązków informacyjnych emitentów jest: 1) państwo członkowskie, na terytorium którego emitent ma siedzibę — w przypadku emitenta akcji lub emitenta papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym, których jednostkowa wartość nominalna wynosi mniej niż 1 000 euro w dniu ustalenia wartości nominalnej tych papierów wartościowych; 2) państwo członkowskie, o którym mowa w art. 11 ust. 2—4 OfertaPublU — w przypadku emitenta papierów wartościowych, o których mowa w pkt. 1, mającego siedzibę w państwie niebędącym państwem członkowskim.
2. W przypadku innym niż określony w pkt. 1, państwem macierzystym jest, według wyboru emitenta, państwo członkowskie, w którym emitent ma siedzibę, albo jedno z państw członkowskich, na terytorium którego papiery wartościowe emitenta zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.
3. Zmiana państwa macierzystego może nastąpić nie wcześniej niż po upływie 3 lat od dokonania wyboru, o którym mowa w pkt. 2, chyba że przed upływem tego terminu papiery wartościowe emitenta utracą status dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium państw członkowskich.
4. Emitent jest obowiązany do przekazania informacji o dokonanych wyborze lub zmianie państwa macierzystego w trybie określonym w art. 56 OfertaPublU.
5. Państwem przyjmującym, w rozumieniu przepisów niniejszego rozdziału, jest państwo członkowskie inne niż państwo macierzyste, na terytorium którego papiery wartościowe emitenta są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

jest państwem macierzystym, które to papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. W takim przypadku zastosowanie znajdują polskie regulacje prawne.

Drugi reżim prawny obowiązuje w sytuacji, gdy emitent, dla którego Rzeczpospolita Polska jest państwem macierzystym, a którego papiery wartościowe nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym wyłącznie w jednym państwie przyjmującym. Wówczas do Komisji informacje te przekazywane są w sposób przewidziany w polskich przepisach, natomiast zgodnie z art. 56 ust. 7 OfertaPublU przekazanie tych informacji do publicznej wiadomości następuje na zasadach określonych w przepisach państwa przyjmującego. Dlatego też informacje poufne, bieżące i okresowe przekazywane są na podstawie art. 56 OfertaPublU w zakresie z niego wynikającym, jednak w inny sposób Komisji, a w inny do publicznej wiadomości. W praktyce pozwala to na powzięcie informacji zarówno przez Komisję, która zgodnie z zasadą nadzoru państwa macierzystego jest dla takiego emitenta właściwym organem nadzoru, jak i przez inwestorów w jednym państwie, w którym papiery wartościowe emitenta są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Rozwiązanie takie narzuca art. 21 ust. 3 dyrektywy 2004/109/WE, zgodnie z którym w przypadku, gdy papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym tylko w jednym państwie przyjmującym, nie zaś w państwie macierzystym, to na państwie przyjmującym spoczywa obowiązek zapewnienia upublicznienia informacji regulowanych w sposób zapewniający szybki i niedyskryminujący dostęp do takich informacji.

Trzeci reżim prawny obowiązuje emitenta papierów wartościowych, dla którego Rzeczpospolita Polska jest państwem macierzystym, ale jego papiery wartościowe nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, natomiast są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w więcej niż jednym państwie przyjmującym. W takiej sytuacji przekazywanie informacji zarówno Komisji, jak i do publicznej wiadomości odbywa się na zasadach określonych przepisami prawa polskiego²⁹¹.

Czwarty reżim prawny dotyczy emitentów, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, ale dla których Rzeczpospolita Polska jest państwem przyjmującym; wówczas w myśl art. 56 ust. 6 OfertaPublU zakres obowiązków oraz terminy ich realizacji określają przepisy państwa macierzystego. W konsekwencji *de facto* i *de iure* powoduje to wyłączenie w tym zakresie przepisów ustawy o ofercie publicznej na rzecz analogicznych przepisów państwa macierzystego²⁹².

²⁹¹ Zob. S. JAKSZUK, M. RYPINA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 260.

²⁹² Wynika to z tzw. zasady nadzoru państwa macierzystego wprowadzonej przepisami dyrektywy 2004/109/WE, zgodnie z którą to regulacje prawne państwa macierzystego, a nie przyjmującego, stanowią podstawę wykonywania przez konkretnego emitenta jego obowiązków

Wobec tego zakres informacji przekazywanych przez emitentów, dla których Rzeczpospolita Polska jest państwem przyjmującym, może nie być tożsamy z zakresem informacji przekazywanych przez pozostałych emitentów, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. W praktyce można zaobserwować zjawisko, które polega na nierównoczesnym oraz niejednorodnym ujawnianiu informacji przez emitentów, których walory znajdują się w obrocie na rynkach różnych krajów, mimo że owa nierównoczesność przekazania może być wynikiem zdarzeń gospodarczych, których skutki przekraczają granicę państwa. Nierównoczesne i niejednorodne informowanie inwestorów może wynikać z faktu, że obecność papierów wartościowych emitenta na niektórych rynkach w opinii zarządu ma większą wagę niż na innych²⁹³. Z tego też względu wewnętrzne procedury informacyjne emitenci mogą konstruować w taki sposób, aby nadawać priorytet przepływowi informacji na jednych rynkach, inne zaś traktować wtórnie. Jednak najczęściej przyczyną odmienności w sposobie dyferencjacji informacji będą różne procedury przyjęte na poszczególnych rynkach²⁹⁴. Niekorzystny wpływ niejednorodnego i nierównoczesnego przekazywania informacji poufnych do publicznej wiadomości skutkuje nierównym poziomem wiedzy inwestorów na poszczególnych rynkach i jest sprzeczny z definicją rynku regulowanego, a przede wszystkim z zasadą równego dostępu do informacji. Powinno to skłonić organy nadzoru do ustanowienia zasad współdziałania i współpracy, a także podjęcia prób opracowania jednorodnych standardów w zakresie treści upublicznianych informacji²⁹⁵.

informacyjnych. Zgodnie z art. 3 ust. 2 dyrektywy 2004/109/WE, państwo przyjmujące nie może w odniesieniu do dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym na swoim terytorium narzucić wymogu ujawniania informacji bardziej rygorystycznego niż wymagania, o których mowa w dyrektywie 2004/109/WE lub w art. 6 dyrektywy *Market Abuse*. Natomiast zgodnie z art. 3 ust. 1 zd. 1 dyrektywy 2004/109/WE, państwo macierzyste może zastosować wobec emitenta wymagania bardziej rygorystyczne niż określone w dyrektywie 2004/109/WE.

²⁹³ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 85.

²⁹⁴ Na temat zjawiska tzw. dual listingu zob. np. K. OPLUSTIL, w: *Prawo instrumentów finansowych*, Red. M. STEC, Warszawa 2016, s. 848—852.

²⁹⁵ Zob. M. GÓRECKI, *Informacje poufne...*, 2007, s. 85.

Rozdział czwarty

Odpowiedzialność związana z informacją poufną — zagadnienia wybrane

1. Informacje ogólne

Przestrzeganie obowiązków informacyjnych nałożonych na emitenta zagwarantowane jest przez odpowiednie sankcje o charakterze administracyjnym, cywilnym i karnym¹. Sankcje administracyjne, jakie mogą znaleźć zastosowanie w przypadku nieprawidłowej realizacji lub naruszenia przepisów dotyczących wypełniania obowiązków informacyjnych, to forma odpowiedzialności administracyjnej za czyny nazywane deliktami administracyjnymi. Są to sankcje administracyjne o charakterze represyjnym grożące za naruszenie zakazów wynikających z przepisów prawa administracyjnego, mające dyscyplinować adresatów norm prawnych w kierunku przestrzegania prawa². W mojej ocenie, możliwość nałożenia sankcji administracyjnej można podzielić na dwa zakresy przedmiotowe. Pierwszy z nich dotyczy odpowiedzialności administracyjnej spółki publicznej oraz innych podmiotów za naruszenie obowiązków informacyjnych,

¹ Z uwagi na charakter niniejszej pracy w dalszych rozważaniach zostały pominięte regulacje nakładające sankcje karne na określone podmioty odpowiedzialne. Na temat prawno-karnych aspektów zob. J. BOJARSKI, *Przestępstwa wykorzystania poufnych informacji w obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” [dalej: PUG] 1997, nr 4, s. 10; W. DADAK, *Prawnokarna ochrona tajemnicy w obrocie papierami wartościowymi*, „Czasopismo Prawa Karnego i Nauk Penalnych” 2000, nr 1, s. 239; J. MAJEWSKI, *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrecji w obrocie papierami wartościowymi*, „Prawo Papierów Wartościowych” [dalej: PPW] 2001, nr 9, s. 20; R. ZAKRZEWSKI, *Przestępstwa przeciwko obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi*, „Monitor Prawniczy” 1998, nr 12, s. 461; T. KRAWCZYK, *Normatywne ujęcie problematyki przestępczości „insider trading” w polskim prawie karnym*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2000, nr 61, s. 9.

² Zob. Z. LEOŃSKI, *O istocie tzw. kar administracyjnych*, W: *Jednostka w demokratycznym państwie prawa*, Red. J. FILIPEK, Bielsko-Biała 2003, s. 354—362.

natomiast drugi — odpowiedzialności za naruszenie obowiązków związanych ze zjawiskiem *insider trading*, w myśl art. 174—176 ObrInstrFinU oraz art. 97 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU. W takiej też konwencji zostały przedstawione dalsze rozważania odnośnie do odpowiedzialności administracyjnej.

Normatywną podstawę odpowiedzialności administracyjnej w pierwszym ze wskazanych zakresów stanowi art. 96 ust. 1 OfertaPublU, który dla Komisji Nadzoru Finansowego wprowadza uprawnienie do nakładania sankcji za naruszenie kilku grup obowiązków, za których niewykonanie lub nienależyte wykonanie możliwe jest wymierzenie sankcji administracyjnej. Pierwszą z nich stanowią obowiązki informacyjne spółek publicznych, druga dotyczy obowiązków związanych z przeprowadzeniem oferty publicznej lub dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Trzecia grupa obejmuje obowiązki związane z ofertą publiczną, ale wynikające z rozporządzenia Komisji (WE) nr 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r. w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie do informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym³. Do czwartej grupy należą obowiązki związane z wpisem papierów wartościowych do ewidencji, o której mowa w art. 10 OfertaPublU⁴.

Drugim z wymienionych zakresów dotyczy odpowiedzialności administracyjnej za naruszenie obowiązków związanych ze zjawiskiem *insider trading* i opiera się głównie na przepisach art. 174—176 ObrInstrFinU, które regulują odpowiedzialność za zachowania wykorzystujące asymetrię informacyjną⁵. Sankcjonują one naruszenie wybranych obowiązków, których celem jest stworzenie warunków do redukcji tego zjawiska oraz warunków efektywnego zwalczania tego rodzaju negatywnych praktyk. Regulacje te wprowadzają odpowiedzialność administracyjną za nieprzestrzeganie zakazu dokonywania transakcji w czasie trwania okresu zamkniętego czy za nieprawidłowe realizowanie obowiązku notyfikacji transakcji menedżerskich. Ponadto przewidują odpowiedzialność za naruszenie obowiązków zawiadomienia o ujawnieniu informacji poufnej, obowiązków związanych z prowadzeniem listy insiderów oraz udostępnienia informacji o dokonanych transakcjach menedżerskich czy też za naruszenie zakazu przekazywania określonemu kręgowi podmiotów informacji poufnej w ramach

³ Dz.Urz. UE L 149 z 30.04.2004, s. 1 [dalej: rozporządzenie 809/2004].

⁴ Zgodnie z którym Komisja prowadzi ewidencje: papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej, papierów wartościowych oraz instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu — z wyłączeniem papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski.

⁵ Tak K. ZACHARZEWSKI, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2010, s. 331; P. WAJDA, *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Warszawa 2009, s. 23.

sytuacji dopuszczalnych w przepisach prawa. Z kolei regulacja art. 97 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU przewiduje sankcję administracyjną w przypadku dokonania transakcji z naruszeniem zakazu, o którym mowa w art. 67 OfertaPublU, tj. przekazania określonemu kręgowi podmiotów informacji poufnej w ramach sytuacji dopuszczalnych w przepisach prawa.

Oprócz odpowiedzialności administracyjnej, ustawa o ofercie publicznej w art. 98 określa zasady ponoszenia odpowiedzialności cywilnej za szkodę wyrządzoną inwestorowi w wyniku udostępnienia nieprawdziwej informacji lub jej przemilczenia. Odpowiedzialność odszkodowawcza wynikająca z przywołanej regulacji dotyczy dwóch źródeł obowiązków informacyjnych. Po pierwsze, obowiązków w zakresie informacji zawartych w prospekcie emisyjnym, memorandum informacyjnym oraz w innych dokumentach sporządzanych i udostępnianych w związku z ofertą publiczną, dopuszczeniem papierów wartościowych lub instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym lub ubieganiem się o takie dopuszczenie, czyli tzw. prospektowych obowiązków informacyjnych⁶. Po drugie, przepis ten wskazuje zasady odpowiedzialności dotyczącej naruszenia obowiązku realizowania tzw. stałych obowiązków informacyjnych⁷. Regulacje art. 98 ust. 1 i 7 OfertaPublU ułatwiają poszkodowanym inwestorom dochodzenie roszczeń odszkodowawczych przez ustanowienie domniemania winy podmiotów odpowiedzialnych za informacje prospektowe oraz informacje poufne, przewidując przy tym szczególne zasady odpowiedzialności za działania podwładnych oraz samodzielnych podwykonawców. Przepis ten stanowi przejaw zasady ochrony inwestora w prawie rynku kapitałowego, w istotny sposób bowiem poprawia sytuację prawną inwestora poszkodowanego w wyniku naruszenia obowiązków informacyjnych przez spółkę publiczną, w porównaniu z sytuacją ukształtowaną wyłącznie przez regulacje kodeksu spółek handlowych czy kodeksu cywilnego. Wynika to z faktu, że ustawa o ofercie rozszerza krąg podmiotów odpowiedzialnych za naruszenie obowiązków informacyjnych⁸.

Zakres przedmiotowy niniejszego rozdziału nie może ograniczać się wyłącznie do omówienia odpowiedzialności za naruszenie stałych obowiązków informacyjnych spółki publicznej jako emitenta, którego papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Wynika to z faktu, że informacja poufna pojawia się w różnych momentach funkcjonowania spółki publicznej, poczynając od chwili, w której spółka akcyjna nie jest jeszcze spółką publiczną, przez okres przeprowadzania oferty publicznej, na sytuacji

⁶ Zob. art. 21—55 OfertaPublU, por. A. LICHOSIK, *Prospekt emisyjny jako podstawa prawna do informacji o emitencie*, W: *Prawne instrumenty oddziaływania na gospodarkę*, Red. A. POWAŁOWSKI, Warszawa 2016, s. 422—430; A. ZWOLIŃSKA-DOBOSZYŃSKA, *Wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu*, „Przegląd Prawa Handlowego” [dalej: PPH] 2003, nr 1.

⁷ W myśl art. 56 OfertaPublU.

⁸ Por. K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 554.

gdy akcje spółki zostały już dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym kończąc. Wobec tego w przeważającej części niniejszy rozdział sprowadza się do omówienia odpowiedzialności administracyjnej oraz cywilnej za naruszenie podstawowych, stałych obowiązków informacyjnych spółki publicznej jako emitenta, którego papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, jednakże zasygnalizowaniu podlegają również kwestie dotyczące tzw. prospektowych obowiązków informacyjnych.

2. Odpowiedzialność administracyjna

2.1. Odpowiedzialność za naruszenie obowiązków informacyjnych

2.1.1. Zakresy odpowiedzialności

Analizę odpowiedzialności administracyjnej za naruszenie obowiązków informacyjnych należy rozpocząć od stwierdzenia, że można ją rozpatrywać w ujęciu podmiotowym, przedmiotowym oraz terytorialnym.

Zgodnie z art. 96 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, w przypadku gdy emitent lub sprzedający, lub podmiot ubiegający się o dopuszczenie instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym nie wykonuje albo wykonuje nienależycie obowiązki wymienione w tym przepisie, Komisja może wydać decyzję o wykluczeniu, na czas określony lub bezterminowo, papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym albo nałożyć, biorąc pod uwagę w szczególności sytuację finansową podmiotu, na który kara jest nakładana, karę pieniężną do wysokości 1 000 000 zł, albo zastosować obie sankcje łącznie⁹.

Ponadto regulacja art. 96 ust. 6 OfertaPublU w przypadku rażącego naruszenia obowiązków, o których mowa w art. 96 ust. 1 OfertaPublU, pozwala

⁹ Regulacja art. 96 OfertaPublU przewiduje również przepisy stanowiące *lex specialis* do podstawowych ram odpowiedzialności, kształtując odstępstwa o charakterze podmiotowym w zakresie odpowiedzialności: uczestnika oferty kaskadowej (ust. 1a), emitenta, sprzedającego lub podmiotów uczestniczących w procesie upubliczniania papierów wartościowych (ust. 1b), emitenta lub sprzedającego (ust. 1c oraz ust. 13), podmiotu ubiegającego się o dopuszczenie instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym (ust. 14).

Komisji nałożyć na osobę, która w tym okresie pełniła funkcję członka zarządu spółki publicznej, karę pieniężną do wysokości 100 000 zł. Jednak podmiot taki będzie mógł odpowiadać jedynie w przypadku uprzedniego stwierdzenia naruszenia prawa przez emitenta lub sprzedającego, w drodze decyzji o nałożeniu sankcji administracyjnej wydanej na podstawie art. 96 ust. 1 OfertaPublU, która wprost powinna stwierdzać, że naruszenie przepisów było rażące¹⁰.

Za „rażące” nie powinno zostać uznane naruszenie normy, która może być interpretowana w różny w sposób, bądź co do której pojawiają się wątpliwości interpretacyjne. Powinno ono być istotne oraz widoczne, czyli oczywiste dla przeciętnego adresata normy. Pamiętać przy tym należy, że uznanie administracyjne przyznane w tym zakresie organowi nadzoru nie może być utożsamiane ze swobodą decydowania¹¹. W literaturze przedmiotu pojawia się pogląd, zgodnie z którym dla wystąpienia wymienionej przesłanki nie jest istotna umyślność czy nieumyślność działania, jak również powtarzalność dokonywanych naruszeń, za rażące bowiem może także zostać uznane jednorazowe naruszenie przepisu¹², chociaż zasadne wydaje się, aby kryterium częstotliwości naruszeń czy charakter konkretnych działań były przez organ nadzoru brane pod uwagę¹³.

Zakresu podmiotowego odpowiedzialności na podstawie art. 96 ust. 6 OfertaPublU nie można ograniczyć jedynie do osób pełniących funkcję członków zarządu w chwili wydawania decyzji, gdyż byłoby to niezgodne z *ratio legis* przepisu. Sankcja może zostać nałożona na członków zarządu, którzy pełnili swe funkcje w okresie rażącego naruszenia obowiązków. Ocena działania danego członka zarządu powinna być dokonywana *ad casu*, ponieważ przyjmowanie odpowiedzialności zbiorowej całego zarządu również nie wydaje się zasadne. Zachowanie każdego z członków zarządu powinno być oceniane odrębnie, gdyż pierwotnie sankcjonowane jest działanie emitenta, które stanowi przejaw jego zachowania związanego ze składaniem oświadczeń wiedzy lub woli przez cały zarząd¹⁴, co nie oznacza, że jego wszyscy członkowie postępowali w sposób niewłaściwy. Pierwotna odpowiedzialność na gruncie omawianej regulacji jest związana z czynem, a nie z konkretną osobą fizyczną, czego przejawem jest brak odpowiedzialności członków zarządu, którzy pełnili swoje

¹⁰ Zob. np. postanowienie WSA w Warszawie z 3 września 2013 r., VI SA/Wa 904/13, Legalis nr 906353.

¹¹ M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 652 i 654.

¹² Tak M. BARCZAK, *Odpowiedzialność członka zarządu za naruszenie obowiązków przez spółkę publiczną — glosa do wyroku WSA w Warszawie z 22 czerwca 2007 r., VI SA/Wa 688/07*, „Prawo Spółek” [dalej: Pr.Sp]. 2008, nr 12, s. 56.

¹³ K. BORKOWSKA, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Red. M. WIERZBOWSKI, L. SOBOLEWSKI, P. WAJDA, Warszawa 2014, s. 482.

¹⁴ M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 652—653.

funkcje w chwili wydawania decyzji administracyjnej, a nie w czasie naruszenia obowiązków¹⁵.

Wydaje się, że nie jest możliwe pociągnięcie do odpowiedzialności na mocy komentowanej regulacji prokurentów emitenta¹⁶. Dyskusyjna jest również kwestia odpowiedzialności członka rady nadzorczej delegowanego do czasowego wykonywania obowiązków członka zarządu w trybie art. 383 § 1 KSH. Jednakże wobec faktu, że w czasie okresu delegacji członek rady nadzorczej działa jako członek zarządu i nie może wykonywać czynności nadzorczych¹⁷ zasadne wydaje się pociągnięcie do odpowiedzialności również takiej osoby¹⁸.

W zakresie podmiotowym odpowiedzialności za naruszenie obowiązków administracyjnoprawnych ustawodawca wprowadza dodatkowe ograniczenie czasowe. Mianowicie w myśl art. 96 ust. 7 OfertaPublU, członek zarządu spółki publicznej nie może zostać obciążony karą pieniężną, jeżeli od wydania decyzji, o której mowa w ust. 1 tego przepisu, upłynęło więcej niż 6 miesięcy. Termin ten ma charakter materialnoprawny, a jego upływ uniemożliwia wydanie rozstrzygnięcia, odpada bowiem materialnoprawny element ukształtowania stosunku administracyjnoprawnego. Zatem decyzja wydana po upływie tego terminu będzie wydana bez podstawy prawnej¹⁹.

Wątpliwości interpretacyjne pojawiają się przy ustaleniu, czy wymieniony wcześniej termin 6 miesięcy oblicza się z uwzględnieniem daty doręczenia decyzji wydanej na podstawie art. 96 ust. 6 OfertaPublU. Punktem odniesienia obliczenia omawianego terminu jest data wydania decyzji administracyjnej. Judykatura w sposób niejednoznaczny wypowiada się co do momentu wydania decyzji. W orzecznictwie możemy spotkać różne stanowiska dotyczące określenia momentu wydania decyzji. Zgodnie z pierwszym z nich, datą wydania decyzji administracyjnej jest data widniejąca na decyzji, co wynika wprost z art. 107 § 1 Kodeksu postępowania administracyjnego²⁰, nie zaś data odbioru decyzji przez stronę²¹. Drugi pogląd wskazuje, że przez datę wydania decyzji należy rozumieć datę wydania decyzji na piśmie lub datę ogłoszenia decyzji ustnie, przy czym datą wydania decyzji pisemnej jest dzień podpisania decyzji zawierającej

¹⁵ Zob. wyrok WSA w Warszawie z 22 czerwca 2007 r., VI SA/Wa 688/07, LEX nr 466379, z glosą M. BARCZAKA, *Odpowiedzialność członka zarządu...*, s. 56.

¹⁶ M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 635.

¹⁷ Por. A. KIDYBA, *Kodeks spółek handlowych*, T. 2, *Komentarz do art. 301—633 KSH*, Warszawa 2013, s. 447; A. SZWAJA, I. MIKA, w: *Kodeks spółek handlowych...*, s. 730—731.

¹⁸ M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 653; odmiennie M. BARCZAK, *Odpowiedzialność członka zarządu...*, s. 57.

¹⁹ Zob. szerzej M. DYL, *Termin prawa materialnego a podstawa prawna wydania decyzji administracyjnej. Glosa do wyroku WSA w Warszawie z dnia 17 marca 2009 r., VI SA/Wa 1716/08*, „Glosa” 2011, nr 4, s. 41 i nast.

²⁰ Ustawa z 14 czerwca 1960 r. (Dz.U. 2013.267 z późn. zm.), [dalej: KPA].

²¹ Tak wyrok WSA w Łodzi z 8 października 2009 r., III SA/Łd 322/09, LEX nr 572912.

wymagane przez prawo składniki²². W związku z tym datą wydania decyzji jest data jej podpisania przez osobę upoważnioną do wydania²³. W myśl trzeciego z prezentowanych poglądów, z decyzją wydaną mamy do czynienia z momentem doręczenia, a nie sporządzenia, podpisania czy opatrzenia datą. W prawie administracyjnym decyzja z natury rzeczy jest bowiem „oświadczeniem kierowanym do adresata skutecznym dopiero od momentu doręczenia”²⁴. Wydaje się jednak, że nie sposób utożsamiać daty wydania decyzji, będącej przejawem aktu woli, z datą jej doręczenia, czyli uzewnętrznionym przejawem woli²⁵.

Zakres przedmiotowy art. 96 ust. 1 OfertaPublU wskazuje, że podstawę odpowiedzialności stanowi niewykonanie lub nienależyte wykonanie obowiązków ze sfery materialnego prawa administracyjnego wymienionych w tym przepisie²⁶. Na gruncie tej regulacji można wyróżnić kilka kategorii działań, których niewłaściwe wykonywanie podlega sankcji administracyjnej. Mając na względzie zakres przedmiotowy niniejszej pracy, skupić należy się przede wszystkim na obowiązkach w zakresie właściwej komunikacji z rynkiem oraz inwestorami, tj. obowiązkach w zakresie: mechanizmów upubliczniania informacji poufnych, informacji bieżących i okresowych (art. 56—56c OfertaPublU), możliwości opóźnienia przez emitenta przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnej w ramach procesu jej upubliczniania (art. 57 OfertaPublU), obowiązku przekazywania przez emitenta informacji za pośrednictwem agencji informacyjnej (art. 58 ust. 1 OfertaPublU), obowiązku przekazywania informacji przez emitenta kwitów depozytowych (art. 59 OfertaPublU), możliwości przekazania przez emitenta lub sprzedającego określone kategorie podmiotów informacji przed ich upublicznieniem (art. 66 OfertaPublU).

Podstawę odpowiedzialności za naruszenie wskazanych wyżej obowiązków stanowi ich niewykonanie, tj. nieprzekazanie w ogóle wymaganych informacji,

²² Tak wyrok WSA w Warszawie z 21 stycznia 2009 r., IV SA/Wa 1700/08, LEX nr 538308; zob. też: wyrok NSA z 25 kwietnia 2006 r., II OSK 714/05, LEX nr 197983; wyrok NSA z 17 listopada 1982 r., I SA/Kr 664/82, LEX nr 9711; por. M. JAŚKOWSKA, A. WRÓBEL, *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Kraków 2005, s. 645; analogiczne stanowisko prezentuje J. KĘDZIÓRA, *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Warszawa 2005, s. 285 oraz G. ŁASZCZYCA, C. MARTYSZ, A. MATAN, *Postępowanie administracyjne ogólne*, Warszawa 2003, s. 661.

²³ Zob.: wyrok SN z 2 października 2002 r., III RN 149/01, LEX nr 79473; wyrok NSA z 4 listopada 1998 r., I SA 660/98, LEX nr 44589; wyrok WSA w Warszawie z 15 listopada 2005 r., VII SA/Wa 490/05, LEX nr 199043.

²⁴ Zob.: wyrok NSA z 13 marca 2000 r., sygn. akt V SA 821/99, LEX nr 41268; wyrok NSA z 15 listopada 2007 r., II GSK 103/07, LEX nr 420711; wyrok NSA z 10 kwietnia 2008 r., II OSK 382/07, LEX nr 1012455; wyrok WSA w Olsztynie z 24 września 2008 r., II SA/OI 409/08, LEX nr 559080.

²⁵ M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 653.

²⁶ M. DYL, *Termin prawa materialnego a podstawa prawna wydania decyzji administracyjnej. Glosa do wyroku WSA w Warszawie z dnia 17 marca 2009 r., VI SA/Wa 1716/08*, „Glosa” 2011, nr 4, s. 41 i nast; M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 642.

jak również wykonanie ich w sposób niewłaściwy, np. przez niezamieszczenie wszystkich wymaganych informacji, podanie ich w sposób wybiórczy, nierzetelny czy wprowadzający w błąd²⁷.

Zakres terytorialny uprawnień Komisji w kontekście stosowania sankcji wynikających z przepisów art. 96 ust. 1—11 OfertaPublU, w przypadku opóźnienia przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych w myśl art. 57 ust. 1 i 2 OfertaPublU, zgodnie z art. 96 ust. 12 OfertaPublU, został ograniczony do: zdarzeń zaistniałych na terytorium RP lub innego państwa członkowskiego, a dotyczących instrumentów finansowych dopuszczonych lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym na terytorium RP; zdarzeń zaistniałych na terytorium RP dotyczących instrumentów finansowych dopuszczonych lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym na terytorium któregośkolwiek z innych państw członkowskich.

Ponadto zgodnie z art. 96 b ust. 1 OfertaPublU, w przypadku gdy emitent, dla którego Rzeczpospolita Polska jest państwem przyjmującym, nie wykonuje albo wykonuje nienależycie obowiązki, o których mowa w art. 96 ust. 1 OfertaPublU, Komisja przekazuje informację o tym zdarzeniu właściwemu organowi państwa macierzystego tego emitenta oraz Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych. Natomiast w przypadku, gdy mimo poinformowania przez Komisję właściwy organ państwa macierzystego emitenta nie podejmuje działań mających zapobiec dalszemu naruszaniu przepisów prawa, lub gdy te działania są nieskuteczne, Komisja może, w celu ochrony interesu inwestorów, po uprzednim poinformowaniu tego organu, zastosować sankcję, o której mowa w art. 96 ust. 1 OfertaPublU. Komisja niezwłocznie przekazuje Komisji Europejskiej i Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych informację o zastosowaniu tej sankcji²⁸.

2.1.2. Sankcje administracyjnoprawne

2.1.2.1. Rodzaje sankcji

W myśl art. 96 ust. 1 OfertaPublU, dopuszczenie się wskazanych powyżej naruszeń może skutkować wydaniem przez KNF decyzji o wykluczeniu, na

²⁷ A. FAMIRSKI, w: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Red. M. MICHALSKI, Warszawa 2014, s. 575.

²⁸ Zob. art. 96 b ust. 2 OfertaPublU.

czas określony lub bezterminowo, papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym albo o nałożeniu, biorąc pod uwagę w szczególności sytuację finansową podmiotu, na który kara jest nakładana, kary pieniężnej do wysokości 1 000 000 zł, albo zastosowaniu obu sankcji łącznie.

Regulacja ta nie wprowadza obligatoryjności w nakładaniu kar w przypadku stwierdzenia naruszenia przepisów. Uprawnienie Komisji zostało sformułowane w sposób względny, pozostawiając jej ocenę, czy w danych okolicznościach naruszenie uzasadnia zastosowanie przewidzianych sankcji. Ustawodawca, wprowadzając możliwość nałożenia kary pieniężnej do określonej wysokości, a także pozostawiając Komisji swobodę co do okresu zastosowania sankcji, zastosował konstrukcję sankcji względnie określonej, w której to w gestii organu nakładającego sankcje leży precyzyjne wskazanie rodzaju i wysokości sankcji²⁹.

Przy wymierzaniu kar Komisja obowiązana jest kierować się pewnymi ściśle określonymi zasadami. Przede wszystkim przed wydaniem decyzji powinna precyzyjnie ustalić zakres naruszeń, a następnie szczegółowo uzasadnić swoją decyzję, w tym wymiar nałożonej kary. Dopiero wówczas wymierzoną karę można uznać za legalną i zgodną z konstytucyjną zasadą demokratycznego państwa prawa³⁰. Katalog okoliczności, które Komisja powinna brać pod uwagę przy nakładaniu kary, jest otwarty, przepis bowiem wskazuje, że Komisja w szczególności powinna brać pod uwagę sytuację finansową podmiotu, na który kara jest nakładana³¹.

Wysokość kary pieniężnej została określona przez wskazanie górnej granicy ustawowego zagrożenia, przy czym przepis nie precyzuje, jakimi kryteriami organ nadzoru powinien się kierować przy jej wymierzeniu. W tym przypadku Komisja zobowiązana będzie kierować się postulatami wynikającymi z konstytucyjnej zasady proporcjonalności³², a co za tym idzie, powinna dopasować dolegliwość stosowanego instrumentu do okoliczności konkretnego przypadku³³. Określenie wysokości sankcji pieniężnej mieści się w ramach uznania administracyjnego³⁴.

Sankcja wykluczenia papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym ma na celu ochronę uczestników rynku przed zagrożeniami płynącymi z ewentualnych inwestycji w papiery wartościowe, które nie spełniają kryteriów wymaganych przepisami prawa. Ten rodzaj sankcji odgrywa rolę instrumentu regulacji rynku przez eliminację uczestników zagrażających bezpieczeństwu

²⁹ K. BORKOWSKA, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 484.

³⁰ Zob. uchwała SN z 8 września 1995 r., III CZP 105/95, LEX nr 9230.

³¹ Por. M. BARCZAK, *Odpowiedzialność spółki publicznej za naruszenie obowiązków informacyjnych. Glosa do wyroku WSA w Warszawie z 8 czerwca 2005 r., VI SA/Wa 2015/04*, Pr.Sp. 2007, nr 10, s. 55.

³² Por. M. DYL, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012, s. 172.

³³ Zob. wyrok NSA z 18 grudnia 2008 r., II GSK 526/08, LEX nr 522422.

³⁴ Zob. szerzej M. WINCENIAK, *Sankcje w prawie administracyjnym i procedura ich wymierzania*, Warszawa 2008, s. 126.

obrotu i prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego. Stosowana jest w sytuacji, gdy organ orzekający uzna, że jej zastosowanie lepiej niż kara pieniężna spełni swoją funkcję³⁵.

Przewidziana przez ustawodawcę sankcja niepieniężna oddziałuje bezpośrednio nie tylko na samego emitenta papierów wartościowych podlegających na czas określony lub bezterminowo wykluczeniu, ale w dużym zakresie dotyka bezpośrednio akcjonariuszy takiego emitenta, którzy napotykać przeszkody w zbywaniu posiadanych walorów. Ponadto stan taki występuje niezależnie od faktycznego wpływu akcjonariusza na fakt zaistnienia naruszenia, w praktyce bowiem inwestor, który nabywa akcje wyłącznie ze względów ekonomicznych, nie jest zainteresowany realizacją innych uprawnień niż majątkowe³⁶, a tym samym nie powinien zostać obciążony negatywnymi konsekwencjami decyzji emitenta, na które nie miał żadnego wpływu, w szczególności że to w gestii organu zarządzającego emitenta, a nie jego akcjonariatu leży należyte wykonywanie obowiązków informacyjnych, których niedopełnienie może pociągać za sobą odpowiedzialność administracyjnoprawną³⁷. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że nadużywanie stosowania sankcji niepieniężnej może prowadzić do sytuacji, w której emitenci, w obawie przed zastosowaniem względem nich tej sankcji, będą korzystać z alternatywnych do emisji akcji źródeł pozyskiwania kapitału lub też dzięki zasadzie *single passport* będą przeprowadzali emisję akcji na rynkach w innych państwach członkowskich Unii Europejskiej³⁸.

Przewidziana kara pieniężna ma represyjny charakter i w zasadzie nie różni się znacznie od grzywnien nakładanych przepisami karnymi. Wobec tego organ orzekający przy jej nakładaniu powinien kierować się wypracowanymi i utrwalonymi w prawie karnym zasadami oraz dyrektywami w zakresie nakładania kar³⁹. Ponadto przy miarkowaniu wysokości kary pod uwagę powinna być brana sytuacja finansowa podmiotu, w tym wysokość kapitałów własnych, kapitału zakładowego oraz wykazany zysk lub strata za ostatni rok obrotowy⁴⁰. Wobec tego, w wyniku miarkowania sankcji za to samo naruszenie, możliwe jest ustalenie różnej wysokości kary pieniężnej w stosunku do poszczególnych podmiotów, gdy te znajdują się w innej sytuacji finansowej. Uwzględnianie sy-

³⁵ K. BORKOWSKA, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 485.

³⁶ W szczególności może nie być zainteresowany realizacją prawa głosu w ramach walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

³⁷ K. BORKOWSKA, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 485.

³⁸ Tak też P. WAJDA, *Sankcje administracyjne jako mechanizm zabezpieczający realizację obowiązków informacyjnych w toku oferty publicznej papierów wartościowych na rynek giełdowy*, W: *Sankcje administracyjne*, Red. M. STAHL, R. LEWICKA, M. LEWICKI, Warszawa 2011, s. 395.

³⁹ Odnośnie do kar finansowych nakładanych na firmy inwestycyjne zob. M. WIERZBOWSKI, w: R. CZERNIAWSKI, M. WIERZBOWSKI, *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 152—153.

⁴⁰ Zob. wyrok NSA z 24 kwietnia 2008 r., II GSK 429/07, Legalis nr 117276.

tacji finansowej związane jest z oceną wpływu danej sankcji w postaci kary pieniężnej na kondycję finansową emitenta. W konsekwencji zastosowanie tego rodzaju kary w ujęciu finansowym pośrednio ma wpływ na sytuację inwestora, zastosowana sankcja bowiem, powodując konieczność zapłaty, w rezultacie obniża wynik finansowy, a tym samym wartość emitenta oraz emitowanych przez niego papierów wartościowych⁴¹.

Komisja, stosując powyższe sankcje, powinna mieć na względzie, by nie doprowadziły one do powstania negatywnych konsekwencji, które nie będą proporcjonalne do charakteru stwierdzonego naruszenia. Pamiętając przy tym, że Komisja ma możliwość kumulatywnego zastosowania obu sankcji łącznie, sankcja administracyjna w omawianym tu zakresie ma jednocześnie pieniężny i niepieniężny charakter⁴².

2.1.2.2. Termin

Zgodnie z art. 96 ust. 5 OfertaPublU, w decyzji o wykluczeniu papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym Komisja określa termin, nie krótszy niż 14 dni, po upływie którego skutek ten następuje. Długość wskazanego terminu ma semiimperatywny charakter, gdyż nie może on być krótszy niż 14 dni, może zatem być dłuższy, a w praktyce najczęściej wynosi 30 dni⁴³. Termin ten występuje niezależnie od tego, czy wykluczenie zostało orzeczone na czas określony, czy bezterminowo, gdyż w przypadku bezterminowego wykluczenia papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym w terminie tym następuje wycofanie papierów wartościowych z tego obrotu⁴⁴. Niezamieszczenie tego terminu w treści decyzji administracyjnej będzie stanowiło istotną jej wadę, a w konsekwencji będzie to istotne naruszenie prawa, jego umieszczenie bowiem jest obligatoryjne, a nie uzależnione od woli organu orzekającego⁴⁵.

Upływ terminu wskazanego w decyzji wywołuje skutek w sferze prawa materialnego i powoduje wykluczenie papierów wartościowych z obrotu. W praktyce mogą pojawić się rozbieżności między tym terminem a ewentualnymi działaniami w sferze prawa proceduralnego. Doręczenie decyzji stronie

⁴¹ Por. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 647—648.

⁴² K. BORKOWSKA, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 484.

⁴³ Por. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 658.

⁴⁴ W tym przypadku art. 91 ust. 11 OfertaPublU, zgodnie z którym uczestnicy Krajowego Depozytu są obowiązani przekazać spółce, w terminie wskazanym przez Krajowy Depozyt, dane osobowe akcjonariuszy, ze wskazaniem liczby akcji zapisanych na ich rachunkach papierów wartościowych na dzień zniesienia dematerializacji tych akcji, stosuje się odpowiednio, co pozwała na zniesienie dematerializacji akcji wykluczonych z obrotu.

⁴⁵ Zob. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 658.

postępowania rozpoczyna bieg terminu materialnoprawnego, po upływie którego nastąpi wykluczenie, jednocześnie pozwalając na zastosowanie środków ochrony prawnej w sferze prawa proceduralnego. Pamiętać przy tym należy, że konsekwencje zastosowania środków odwoławczych mogą zostać przesunięte w czasie⁴⁶, co jeśli umożliwi przesuwanie skutków proceduralnych, to generalnie uniemożliwia zmianę terminów o charakterze materialnoprawnym⁴⁷.

2.1.2.3. Charakter decyzji o nałożeniu kary administracyjnej

Decyzja Komisji jest decyzją uznaniową, na co wskazuje zwrot „Komisja może”. Uznanie administracyjne stosowane przez organ administracji, po stwierdzeniu zaistnienia naruszenia wskazanych przepisów prawa, związane jest z działaniem w trzech płaszczyznach. Po pierwsze, Komisja może określić, czy pomimo naruszenia konkretnego przepisu, w ogóle stosować karę, czy też odstąpić od jej zastosowania, mimo stwierzonego naruszenia. Po drugie, w przypadku stwierdzenia potrzeby zastosowania sankcji dokonuje wyboru jednej z sankcji bądź stosuje dwie sankcje łącznie. Po trzecie, Komisja, stosując daną sankcję, rozstrzyga o jej sile oraz uciążliwości przez określenie okresu, na jaki papiery wartościowe zostają wykluczone z obrotu, czy ustalenie wysokości kary pieniężnej⁴⁸.

Zastosowanie znajdują tu postulaty płynące z konstytucyjnej zasady proporcjonalności⁴⁹ i zasady subsydiarności⁵⁰, wyrażające się przede wszystkim w racjonalnym dopasowaniu zakresu ingerencji organu nadzoru w działalność i sferę prawną podmiotu nadzorowanego. I tak w sytuacji naruszenia obowiązku umieszczania przez spółkę publiczną na swojej stronie internetowej informacji poufnych, w myśl art. 56 ust. 2 pkt 2 OfertaPublU wskazane będzie raczej zastosowanie sankcji pieniężnej, a nie sankcji wykluczenia⁵¹.

Samo nałożenie sankcji administracyjnej powinno być związane z rozważeniem, czy w konkretnej sytuacji nie występują przesłanki uzasadniające odstąpienie od wymierzenia kary. W związku z tym Komisja obligatoryjnie powinna brać pod uwagę takie okoliczności, jak: dopuszczenie się naruszenia po raz

⁴⁶ Na przykład przez złożenie wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy.

⁴⁷ Tak M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 658.

⁴⁸ Zob. K. BORKOWSKA, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 484; M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 660.

⁴⁹ A. WALASZEK-PYZIOŁ, *Zasada proporcjonalności w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego*, PUG 1995, nr 1, s. 14—23.

⁵⁰ Zob. wyrok NSA z 15 lipca 2008 r., II GSK 269/08, LEX nr 483687.

⁵¹ Zob. J. KOŁACZ, *Prowadzenie korporacyjnych stron internetowych przez spółki publiczne — możliwość czy prawny obowiązek*, Pr.Sp. 2009, nr 3, s. 49.

pierwszy, dobrowolne powiadomienie o zaistnieniu naruszenia czy współpraca z organem orzekającym w wyjaśnieniu okoliczności sprawy⁵².

Sankcja nakładana jest przez Komisję Nadzoru Finansowego w formie decyzji administracyjnej, w związku z tym istnieje możliwość jej weryfikacji w trybie art. 127 § 3 KPA, a następnie w ramach postępowania sądownoadministracyjnego.

2.1.3. Dodatkowe uprawnienia Komisji Nadzoru Finansowego

2.1.3.1. Dodatkowe elementy decyzji administracyjnej

W myśl art. 96 ust. 3 OfertaPublU, w przypadku wydania decyzji stwierdzającej naruszenie obowiązków, o których mowa w art. 96 ust. 1 OfertaPublU, Komisja może dodatkowo zobowiązać emitenta do niezwłocznego opublikowania wymaganych informacji w dwóch dziennikach ogólnopolskich lub przekazania ich do publicznej wiadomości w inny sposób, lub dokonania zmiany informacji w zakresie i terminie określonym w decyzji⁵³.

Wskazany wyżej tryb prowadzi do wniosku, że nie jest istotny sposób, a sam skutek przekazania informacji, wprowadzając przy tym możliwość zapoznania się inwestorów z informacją i jej przekazania w sposób zgodny z prawem⁵⁴. Ustawodawca dąży do przekazania uczestnikom rynku wymaganej przepisami prawa informacji, nawet jeśli miałyby to nastąpić z opóźnieniem. Sankcja ta ma charakter restytucyjny, a jej celem jest przywrócenie stanu zgodnego z prawem⁵⁵, samo zaś uprawnienie Komisji do nałożenia przedmiotowego obowiązku ma charakter fakultatywny⁵⁶.

Poza niewykonywaniem obowiązków informacyjnych, możliwe jest zaistnienie stanu, w którym obowiązek co prawda został wykonany, ale w sposób niezgodny z prawem. W takim przypadku Komisja może w decyzji zobowiązać emitenta do dokonania zmiany informacji przewidzianych prawem w zakresie i terminie określonym w tej decyzji.

⁵² Por. M. WINCENIAK, *Sankcje w prawie administracyjnym i procedura ich wymierzania*, Warszawa 2008, s. 268—269.

⁵³ Możliwość zamieszczenia w decyzji administracyjnej dodatkowego elementu, w stosunku do ogólnych ram wyznaczonych przez art. 107 § 1 KPA, którą to możliwość przewiduje art. 107 § 2 KPA, będący normą ogólnokompetencyjną, wymaga zatem wyraźnego umocowania zawartego w regulacjach prawa materialnego.

⁵⁴ M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 656—657.

⁵⁵ Zob. K. BORKOWSKA, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 487.

⁵⁶ Na temat uprawnień Komisji zob. R. Blicharz, *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Bydgoszcz—Katowice 2009.

Na marginesie warto zauważyć, że dodatkowy element decyzji może zostać wprowadzony w związku ze stwierdzeniem naruszenia ustawowych obowiązków wyłącznie przez emitenta papierów wartościowych, natomiast nie dotyczy decyzji wydanej w stosunku do sprzedającego czy też podmiotu ubiegającego się o dopuszczenie instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym.

2.1.3.2. Przekazanie treści decyzji administracyjnej do publicznej wiadomości

W myśl art. 96 ust. 10 OfertaPublU, Komisja może przekazać do publicznej wiadomości treść decyzji stwierdzającej niewywiązywanie się emitenta z obowiązków, o których mowa w art. 96 ust. 1 OfertaPublU. Upublicznienie treści decyzji w tym trybie jest niezależne od zamieszczenia w jej treści dodatkowego elementu wskazanego powyżej. W tym przypadku Komisja nie jest ograniczona rodzajem czy zakresem naruszenia, zatem sankcja ta ma charakter uznaniowy. Warto zauważyć, że uprawnienie to nie ma zastosowania do sankcji nakładanej w trybie określonym w art. 96 ust. 6 OfertaPublU, tj. nałożenia kary pieniężnej na członka zarządu spółki publicznej.

Możliwość upublicznienia decyzji w omawianym tu trybie ma fakultatywny charakter, jednak za celowością jego zastosowania przemawia możliwość zapoznania się z treścią decyzji administracyjnej obciążającej emitenta sankcją za działanie niezgodne z prawem przez uczestników rynku. Upublicznienie decyzji dotyczy wszystkich jej elementów, a więc zarówno rozstrzygnięcia, jak i uzasadnienia. W doktrynie wskazuje się, że wystarczające wydawałoby się wskazanie samego rozstrzygnięcia, które wywołuje pośrednie skutki faktyczne wobec inwestorów. Natomiast nie wydaje się konieczne podawanie do publicznej wiadomości uzasadnienia decyzji, które ma znaczenie dla strony postępowania administracyjnego, uprawnionej do złożenia przysługujących jej środków prawnych, które co do zasady akcjonariuszowi spółki czy inwestorowi nie przysługują⁵⁷. Komisja realizuje przyznane jej uprawnienie przez umieszczanie na oficjalnej stronie internetowej KNF wykazu kar nałożonych w związku z różnego rodzaju naruszeniami dokonywanymi przez podmioty nadzorowane⁵⁸.

Uprawnienie Komisji do upublicznienia decyzji stanowi znaczącą modyfikację poziomu ochrony interesu strony postępowania administracyjnego, usta-

⁵⁷ Zob. wyrok NSA w Warszawie z 25 września 2001 r., III SA 3330/00, LEX nr 78858; zob. szerzej M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 660—661.

⁵⁸ Zob. *Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego*, http://bip.knf.gov.pl/pliki/kary_KNF_wg_naruszen_04_02_14_tcm6-36391.pdf.

wodawca bowiem wprost wyłączył w tym przypadku możliwość naruszenia obowiązku zachowania tajemnicy zawodowej w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁵⁹. Tym samym dopuszcza przyjęcie ochrony interesu publicznego, nawet w sytuacji, gdy byłoby to niezgodne z interesem jednostki, tj. podmiotu nadzorowanego⁶⁰.

Podobnie jak w przypadku wskazanego wcześniej dodatkowego elementu decyzji administracyjnej, zastosowanie omawianej regulacji możliwe jest jedynie w przypadku decyzji wydanej w stosunku do emitenta, zatem nie jest możliwe w sytuacji, gdy stroną decyzji jest sprzedający czy też podmiot ubiegający się o dopuszczenie instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym.

2.2. Odpowiedzialność za naruszenie obowiązków związanych ze zjawiskiem *insider trading*

Zgodnie z art. 174 ObrInstrFinU, na osobę wymienioną w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a ObrInstrFinU, która w czasie trwania okresu zamkniętego dokonuje czynności, o których mowa w art. 159 ust. 1 lub 1a ObrInstrFinU, Komisja może nałożyć, w drodze decyzji, karę pieniężną do wysokości 200 000 zł. Wydanie decyzji następuje po przeprowadzeniu rozprawy, a rozstrzygnięcie Komisja ogłasza w całości lub w części w „Dzienniku Urzędowym Komisji Nadzoru Finansowego” lub nakazuje jego ogłoszenie w dwóch dziennikach ogólnopolskich, na koszt strony, chyba że spowodowałoby to poniesienie przez uczestników obrotu niewspółmiernej szkody lub naraziłoby na poważne niebezpieczeństwo rynki finansowe. Przy czym uprawnienia Komisji w zakresie wydania decyzji mają zastosowanie w przypadkach określonych w art. 39 ust. 4 ObrInstrFinU, który wskazuje na zakres terytorialny oraz miejsce dokonania transakcji. Zakres przedmiotowy regulacji przez odwołanie się do art. 159 ust. 1 oraz 1a ObrInstrFinU dotyczy dokonywania czynności, polegających na nabywaniu lub zbywaniu na rachunek własny lub osoby trzeciej określonych instrumentów finansowych⁶¹ albo dokonywaniu, na rachunek własny lub osoby trzeciej, innych czynności prawnych powodujących lub mogących powodować rozporządzenie takimi instrumentami finansowymi, jak również działania jako organ osoby prawnej, podejmowania czynności, których celem jest doprowadzenie do nabycia lub zbycia przez tę osobę prawną, na rachunek własny lub osoby trze-

⁵⁹ Zob. art. 96 ust. 11 OfertaPublU.

⁶⁰ Por. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 661.

⁶¹ To jest akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji emitenta oraz innych instrumentów finansowych z nimi powiązanych.

kiej, instrumentów, albo podejmowania czynności powodujących lub mogących powodować rozporządzenie takimi instrumentami finansowymi przez tę osobę prawną, na rachunek własny lub osoby trzeciej.

Odnosząc się zarówno do zakresu podmiotowego, jak i przedmiotowego związania informacją poufną, o których była już mowa wcześniej, w tym miejscu należy jedynie podkreślić, że możliwość zastosowania wymienionej sankcji administracyjnej nie dotyczy każdego podmiotu, który uzyskał dostęp do informacji poufnej, a jedynie członków zarządu, rady nadzorczej, prokurentów lub pełnomocników emitenta lub wystawcy, jego pracowników, biegłych rewidentów albo innych osób pozostających z tym emitentem lub wystawcą w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze. W związku z domniemaniem faktycznym wykorzystania informacji poufnej osoba, wobec której wszczęto postępowanie w sprawie zastosowania sankcji administracyjnej z art. 174 ust. 1 ObrInstrFinU, ma prawo wnioskować i dowodzić, że mimo dokonania określonej transakcji w okresie zamkniętym nie posiadała informacji poufnej, która miała wpływ na wartość danego instrumentu finansowego⁶².

Zgodnie z art. 175 ust. 1 ObrInstrFinU, na osobę, która nie wykonała lub nienależycie wykonała obowiązek, o którym mowa w art. 160 ust. 1 ObrInstrFinU, Komisja może nałożyć, w drodze decyzji, karę pieniężną w wysokości do 100 000 zł, chyba że osoba ta: zleciła uprawnionemu podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską zarządzanie portfelem jej papierów wartościowych w sposób, który wyłącza wiedzę tej osoby o transakcjach zawieranych w ramach tego zarządzania; przy zachowaniu należytej staranności nie wiedziała lub nie mogła się dowiedzieć o dokonaniu transakcji. Regulacja ta sankcjonuje naruszenie obowiązku notyfikacji transakcji menedżerskich, nałożonego na określony krąg osób fizycznych wchodzących w skład organów zarządzających lub nadzorczych emitenta albo będących jego prokurentami oraz innych osób, pełniących w strukturze organizacyjnej emitenta funkcje kierownicze, które posiadają stały dostęp do informacji poufnych dotyczących bezpośrednio lub pośrednio tego emitenta oraz kompetencje w zakresie podejmowania decyzji wywierających wpływ na jego rozwój i perspektywy prowadzenia działalności gospodarczej. Osoby te są zobowiązane do przekazywania Komisji oraz emitentowi informacji o transakcjach nabycia lub zbycia akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji emitenta oraz innych instrumentów finansowych powiązanych z tymi papierami wartościowymi, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, zawartych przez te osoby oraz osoby blisko z nimi związane na własny rachunek.

Zgodnie z art. 176 ust. 1 ObrInstrFinU, w przypadku gdy emitent nie wykonuje lub nienależycie wykonuje obowiązki, o których mowa w art. 157, 158 lub 160 ObrInstrFinU, w tym w szczególności wynikające z przepisów wydanych na

⁶² Por. T. OCZKOWSKI, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1597.

podstawie art. 160 ust. 5 ObrInstrFinU, Komisja może: wydać decyzję o wykluczeniu papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym albo nałożyć karę pieniężną do wysokości 1 000 000 zł, albo wydać decyzję o wykluczeniu na czas określony lub bezterminowo papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym, nakładając jednocześnie określoną wyżej karę pieniężną. Zakres przedmiotowy regulacji odnosi się do niewykonywania lub nienależytego wykonywania obowiązków związanych z przekazaniem informacji Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości, w związku z ujawnieniem informacji poufnej osobie nieuprawnionej, obowiązków w zakresie prowadzenia list insiderów, a także obowiązków notyfikacji transakcji menedżerskich. W myśl tego przepisu, sankcje administracyjne mogą być nałożone tylko na emitenta, a nie na osoby, które działając w jego imieniu lub na jego rzecz, doprowadziły do naruszenia jednego z tych obowiązków. Ponadto uprawnienie Komisji do nałożenia sankcji dotyczy odrębnie każdego z tych obowiązków, i to nie tylko w przypadku całkowitego zaniechania wykonania jednego z nich, ale również w sytuacji wykonania go w sposób częściowy lub niepełny, np. w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie pełnego kręgu osób, które miały dostęp do informacji poufnych czy też ustalenie faktu, do jakiego rodzaju informacji poufnych konkretne osoby miały dostęp⁶³.

Zgodnie z art. 97 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, na każdego, kto nabywa lub zbywa papiery wartościowe z naruszeniem zakazu, o którym mowa w art. 67 OfertaPublU, Komisja może, w drodze decyzji, nałożyć karę pieniężną do wysokości 1 000 000 zł. Regulacja ta pozwala usankcjonować naruszenie zakazu przekazywania określonemu kręgowi podmiotów informacji poufnej w ramach sytuacji dopuszczalnych w przepisach prawa. Zakres przedmiotowy obejmuje naruszenie zasad przekazywania informacji poufnej przed jej upublicznieniem przez spółkę publiczną według zasad przewidzianych w ustawie o ofercie publicznej. Odpowiedzialność ponosi każdy z podmiotów, który w sposób zgodny z prawem uzyskał dostęp do informacji poufnej (poza emitentem lub sprzedającym), jeżeli nabywa lub zbywa papiery wartościowe emitenta. W tym przypadku nie jest istotne wykorzystanie tej informacji, czy też jej niewykorzystanie, dla poniesienia odpowiedzialności wystarczy sam dostęp do informacji poufnej⁶⁴. Zgodnie z art. 97 ust. 5 OfertaPublU, decyzję o nałożeniu kary Komisja wydaje po przeprowadzeniu rozprawy administracyjnej⁶⁵.

⁶³ Ibidem, s. 1599.

⁶⁴ Zob. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 675; C.B. MARTYSZ, *Manipulacje instrumentami finansowymi i „insider trading”*. Analiza prawnoekonomiczna, Warszawa 2015, s. 291—295.

⁶⁵ Zob. K. BORKOWSKA, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 495; wyrok NSA z 17 lipca 2003 r., SA/BD 1271/03, LEX nr 109729.

3. Odpowiedzialność cywilna za naruszenie obowiązków informacyjnych

3.1. Zakres podmiotowy

3.1.1. Podmioty odpowiedzialne w zakresie stałych obowiązków informacyjnych

Zgodnie z art. 98 ust. 7 OfertaPubLU, emitent oraz podmiot, który sporządził lub brał udział w sporządzeniu informacji, o których mowa w art. 56 ust. 1 OfertaPubLU, jest obowiązany do naprawienia szkody wyrządzonej przez udostępnienie do publicznej wiadomości nieprawdziwej informacji lub przemilczenie informacji, chyba że ani on, ani osoby, za które odpowiada, nie ponoszą winy. Na gruncie powyższego można stwierdzić, że odpowiedzialność za podanie do publicznej wiadomości nieprawdziwej informacji oraz przemilczenie informacji, poufnych, bieżących i okresowych, w wyniku nieprawidłowej realizacji stałych obowiązków informacyjnych ponosi emitent oraz osoby, które informację sporządziły lub w jej sporządzeniu brały udział. Zasadność obciążenia odpowiedzialnością odszkodowawczą wskazanych podmiotów raczej nie budzi wątpliwości, emitent bowiem jest podmiotem bezpośrednio zobowiązanym do upubliczniania informacji poufnych.

Jednak, oprócz emitenta, można wyróżnić dwie grupy podmiotów, które ponoszą odpowiedzialność za określone naruszenia prawa. Pierwszą z nich stanowią osoby, które określoną informację sporządziły, a drugą te, które w sporządzeniu informacji brały udział. Pierwsza kategoria podmiotów to osoby, których działania w bezpośredni sposób przyczyniły się do nadania określonej treści danemu dokumentowi; będą to np. pracownicy emitenta, którzy są bezpośrednio odpowiedzialni za sporządzanie raportu. Druga kategoria podmiotów obejmuje osoby, które pośrednio wpłynęły na kształt upublicznionej informacji, np. menedżer spółki, który wydaje w tym zakresie polecenia służbowe pracownikom niższego szczebla⁶⁶.

W stosunku do osób, które wadliwą informację sporządzały lub w jej sporządzeniu brały udział, przedmiotowa regulacja pełni funkcję prewencyjną. Jej celem jest motywowanie osób, które odpowiadają w spółce za realizację obowiązków informacyjnych w zakresie informacji poufnych, do należytego wy-

⁶⁶ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 218—219; P. ZAPADKA, w: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Red. M. MICHALSKI, Warszawa 2014, s. 596—599.

konywania powierzonych im zadań. Poza tym umożliwia ona pokrzywdzonym inwestorom uzyskanie odszkodowania w przypadku, gdy nie można uzyskać go od emitenta. Warto jednak zaznaczyć, że krąg tych podmiotów nie jest ograniczony jedynie do osób formalnie odpowiedzialnych w ramach struktury organizacyjnej emitenta za realizację obowiązków informacyjnych, ale również obejmuje osoby, które faktycznie obowiązki te realizują⁶⁷.

Przez podmiot, który sporządził informację, należy rozumieć osobę, która osobiście, samodzielnie ukształtowała treść określonego oświadczenia wiedzy⁶⁸. Natomiast podmiot, który brał udział w sporządzeniu informacji, to osoba, która współdziałała z innymi podmiotami przy sporządzaniu określonej informacji. Wydaje się, że ten współdziałal może mieć różne formy, zarówno bezpośredniego współsporządzania informacji, jak i pomagania w jej sporządzaniu lub podlegania do sporządzenia informacji o określonej treści. Ponadto warto zauważyć, że kategoria informacji, które podmiot A sporządzał lub w ich sporządzeniu brał udział, jest szersza od kategorii informacji, które sporządzał osobiście; ta pierwsza bowiem obejmuje również informacje sporządzane osobiście przez podmiot B, w których sporządzaniu podmiot A jednak brał udział, np. udzielając pomocy przy ich sporządzaniu⁶⁹.

Można by także rozważyć, czy osoby odpowiedzialne za realizowanie obowiązków informacyjnych wyrażonych w art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPubliU ponoszą odpowiedzialność również w sytuacji, gdy emitent całkowicie przemilczy określoną informację poufną. Literalna wykładnia mogłaby sugerować, że emitent musi daną informację upublicznić, aby można było mówić o podmiocie, który sporządził informację lub w jej sporządzeniu brał udział. Jednakże jeżeli emitent jest w posiadaniu informacji poufnej, którą w wykonaniu ustawowych obowiązków informacyjnych powinien był upublicznić, a tego nie czyni, to jego milczenie także stanowi pewną informację, która ponadto jest informacją nieprawdziwą. Stąd też różnica pomiędzy nieprawdziwą informacją a przemilczeniem informacji, którą zgodnie z prawem należało upublicznić, jest dość płynna⁷⁰.

Podejmując próbę przybliżenia zakresu podmiotowego osób, które informację sporządziły lub w jej sporządzeniu brały udział, moim zdaniem, w pierwszej kolejności należałoby wymienić członków zarządu emitenta. Stanowisko takie nie jest pozbawione wątpliwości, jednak na poparcie tej tezy należy przede wszystkim doprecyzować rolę członków zarządu w realizowaniu obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne.

⁶⁷ Ibidem, s. 232.

⁶⁸ Na temat odpowiedzialności osób sporządzających określone informacje oraz jej ograniczenie wyłącznie do tych, które dane osoby osobiście sporządziły, na gruncie odpowiedzialności prospektowej zob. A. CHŁOPECKI, *Zasady odpowiedzialności prospektowej — polemika*, PPH 2006, nr 9, s. 56.

⁶⁹ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 213—215.

⁷⁰ Ibidem, s. 232.

W myśl regulacji kodeksu spółek handlowych, realizowanie obowiązków informacyjnych należy do działań określanych jako prowadzenie spraw spółki. Zgodnie z art. 368 § 1 KSH, do prowadzenia spraw spółki zobowiązany i uprawniony jest zarząd⁷¹. Co do zasady wszyscy członkowie zarządu wieloosobowego są zobowiązani i upoważnieni do prowadzenia spraw spółki⁷². Zasadne zatem wydaje się przyjęcie, że wszyscy członkowie zarządu mają obowiązek podejmowania z należytą starannością wszelkich działań niezbędnych do prawidłowego wykonywania obowiązków informacyjnych przez spółkę publiczną⁷³.

Powyższe ulega modyfikacji w przypadku, gdy statut inaczej określa zasady prowadzenia spraw spółki przez członków zarządu⁷⁴. Statut może np. przewidywać podział zadań pomiędzy poszczególnych członków zarządu w taki sposób, że wypełnianie obowiązków informacyjnych przez spółkę stanie się przedmiotem obowiązków jednego albo tylko niektórych członków zarządu. Należy jednak podzielić stanowisko, że tego rodzaju postanowienia statutu nie mogą w każdym przypadku uchronić od odpowiedzialności członków zarządu, którzy nie mają obowiązku prowadzenia spraw spółki w zakresie realizacji obowiązków informacyjnych. Nie wydaje się, aby przydzielenie poszczególnym członkom zarządu prawa i obowiązku podejmowania decyzji w zakresie realizacji obowiązków informacyjnych mogło całkowicie ograniczyć czy też wyłączyć prawo i obowiązek pozostałych członków zarządu do kontroli prawidłowości wypełniania przez spółkę obowiązków informacyjnych⁷⁵. Wydaje się również, że możliwość odmiennego uregulowania zasad prowadzenia spraw spółki ma swoje ograniczenia, wynikające z natury oraz funkcji kolegialnego organu zarządzającego w spółce akcyjnej⁷⁶. Dlatego też członek zarządu, który w myśl odpowiednich postanowień statutu nie jest zobowiązany do prowadzenia spraw spółki w zakresie realizacji obowiązków informacyjnych, powinien sprawować ogólną pieczę nad tą sferą działalności spółki, a w przypadku ujawnienia nieprawidłowości zobowiązany jest do podjęcia działań mających na celu przywrócenie stanu zgodnego z prawem⁷⁷. Jako okoliczność, która ma znaczenie

⁷¹ Zob. też A. MALINOWSKI, *Członek zarządu — funkcjonariusz spółki czy powiernik interesów dominującego akcjonariusza?*, Pr.Sp. 2001, nr 10, s. 10 i nast.

⁷² Zob. A. KIDYBA, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 374; szerzej zob. P. PINIOR, E. ZIELIŃSKA, *Europejskie tendencje w zakresie wynagradzania członków zarządów spółek akcyjnych*, W: *Ewolucja prawa prywatnego*, Red. P. PINIOR, E. ZIELIŃSKA, Katowice 2014, s. 67 i nast.

⁷³ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 219.

⁷⁴ W myśl art. 371 § 1 KSH, zgodnie z którym jeżeli zarząd jest wieloosobowy, wszyscy jego członkowie są zobowiązani i uprawnieni do wspólnego prowadzenia spraw spółki, chyba że statut stanowi inaczej; zob. szerzej M. RODZYŃKIEWICZ, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2005, s. 349.

⁷⁵ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 219.

⁷⁶ W myśl art. 353¹ KC w zw. z art. 2 KSH; zob. np. M. SOFIAN, w: *Kodeks cywilny*. T. 1. *Komentarz. Art. 1—449¹⁰*, Red. K. PIETRZYKOWSKI, Warszawa 2015, s. 1075—1084.

⁷⁷ Por. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 220.

dla określenia grupy osób odpowiedzialnych za informacje upubliczniane przez spółkę, należy zaliczyć fakt złożenia podpisów pod sprawozdaniem finansowym czy raportem zawierającym informacje poufne. Można zatem uznać, że członek zarządu podpisuje je nie tylko w imieniu spółki, ale również we własnym imieniu. Co oznacza, że dane zawarte w tych dokumentach odzwierciedlają stan wiedzy przypisywany nie tylko spółce, ale też członkom zarządu jako osobom fizycznym. Można więc sądzić, że złożenie podpisu pod sprawozdaniem finansowym przez danego członka zarządu równoznaczne jest z faktem, że staje się on osobą, która co najmniej brała udział w sporządzeniu informacji w nim zawartych. Wniosek taki płynie z analizy zasadności nałożenia obowiązku złożenia podpisów pod sprawozdaniem na wszystkich członków zarządu, a nie wyłącznie na osoby upoważnione do reprezentowania spółki⁷⁸. Wydaje się, że w tym przypadku oświadczenia wiedzy zawarte w raporcie pochodzącym od spółki publicznej należy traktować jako oświadczenia wiedzy poszczególnych członków zarządu. Członek zarządu nie może bronić się za pomocą argumentacji, że podpisał określone dokumenty jako członek organu spółki uprawnionego do jej reprezentacji, czyniąc to wyłącznie w jej imieniu, a w stosunku do treści podpisywanego dokumentu działał w zaufaniu do innych członków zarządu oraz pracowników spółki, którzy są bezpośrednio odpowiedzialni za realizowanie obowiązków informacyjnych spółki⁷⁹.

Ponadto członek zarządu w sposób czynny może przeciwdziałać upublicznieniu przez spółkę raportu zawierającego nieprawdziwe informacje przez odmowę złożenia podpisu i składając usprawiedliwienie odmowy podpisu, które wskazuje na wadliwość sporządzonego raportu. *A contrario*, jeżeli członek zarządu podpisuje raport obarczony wadą, to nie sposób tego rodzaju zachowania interpretować inaczej niż jako akt zgody na treść podpisywanego dokumentu⁸⁰.

⁷⁸ Zgodnie z art. 52 ust. 2 RachU, sprawozdanie finansowe podpisuje — podając zarazem datę podpisu — osoba, której powierzono prowadzenie ksiąg rachunkowych, i kierownik jednostki, a jeżeli jednostką kieruje organ wieloosobowy — wszyscy członkowie tego organu. Odmowa podpisu wymaga pisemnego uzasadnienia dołączonego do sprawozdania finansowego. Przepis ten stosuje się odpowiednio w odniesieniu do sprawozdań skonsolidowanych, w myśl art. 63c ust. 3 RachU. Wobec tego w przypadku sprawozdań finansowych sporządzanych przez spółki akcyjne o wieloosobowym zarządzie sprawozdanie finansowe co do zasady zobowiązani są podpisać wszyscy członkowie zarządu. Ponadto zgodnie z art. 52 ust. 3 pkt 2 RachU, identyczne reguły dotyczą sprawozdania z działalności spółki akcyjnej, o którym mowa w art. 49 RachU, z tym że nie podpisuje go osoba, której powierzono prowadzenie ksiąg rachunkowych. Zob. A. HELIN, *Komentarz do art. 1—79 ustawy o rachunkowości*, W: *Kodeks spółek handlowych*, T. 5: *Pozakodeksowe prawo handlowe. Komentarz*, Red. S. SOŁTYSIŃSKI, A. SZAJKOWSKI, A. SZUMAŃSKI, J. SZWAJA, Warszawa 2015, s. 1127.

⁷⁹ Zob. T. SÓJKA, *Odpowiedzialność odszkodowawcza członków zarządu i rady nadzorczej za upublicznianie fałszywych informacji w raportach okresowych*, W: „Europejskie Prawo Spółek”, T. 3: *Corporate governance*, Red. M. CEJMER, J. NAPIERAŁA, T. SÓJKA, Warszawa 2006, s. 52.

⁸⁰ Tak też T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 220—221 odnośnie do złożenia podpisu przez członka zarządu pod sprawozdaniem finansowym, jednak rozważania te wydają się

Jako drugą kategorię podmiotów, które informację sporządziły lub w jej sporządzeniu brały udział, należy wymienić członków rady nadzorczej. W myśl art. 382 § 1 KSH, rada nadzorcza sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności. Do szczególnych obowiązków rady nadzorczej należy ocena sprawozdań zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego za ubiegły rok obrotowy w zakresie ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym, a także składanie walnemu zgromadzeniu akcjonariuszy corocznego pisemnego sprawozdania z wyników tej oceny. W celu wykonania swoich obowiązków rada nadzorcza może badać wszystkie dokumenty spółki, żądać od zarządu i pracowników sprawozdań i wyjaśnień oraz dokonywać rewizji stanu majątku spółki. Oznacza to obowiązek sprawowania stałego nadzoru nie tylko nad pracą zarządu, ale wszystkich pracowników, funkcjonowaniem spółki w stosunkach wewnętrznych oraz zewnętrznych⁸¹. Wydaje się zatem, że skoro rada nadzorcza sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich jej dziedzinach, to również do jej kompetencji należy nadzór nad prawidłowym i rzetelnym wykonywaniem obowiązków informacyjnych spółki publicznej⁸².

Jako kolejną grupę podmiotów, które informację sporządziły lub w jej sporządzeniu brały udział, w mojej ocenie, należy wskazać pracowników emitenta, mimo że w literaturze przedmiotu spotkać można różne stanowiska co do faktu, czy osobom zatrudnionym na podstawie umowy o pracę, które brały udział w sporządzaniu określonej informacji zawartej w raporcie dotyczącym informacji poufnych, można przypisać odpowiedzialność w omawianym tu zakresie. Moim zdaniem, więcej argumentów przemawia za przyjęciem, że art. 98 ust. 1 i ust. 7 OfertaPublU stanowi *lex specialis* w stosunku do art. 120 KP⁸³, zgodnie z którym w razie wyrządzenia przez pracownika przy wykonywaniu przez niego obowiązków pracowniczych szkody osobie trzeciej zobowiązany do naprawienia tej szkody jest wyłącznie pracodawca. *A contrario* do regulacji art. 122 KP, zakres art. 120 KP obejmuje wyłącznie nieumyślne wyrządzenie szkody osobie trzeciej, gdyż za umyślne wyrządzenie szkody pracownik ponosi odpowiedzialność w pełnej wysokości.

znajdować zastosowanie również w przypadku sporządzania raportów w celu realizacji stałych obowiązków informacyjnych nałożonych na spółkę.

⁸¹ Zob. A. KIDYBA, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 466; W. POPIOLEK, w: P. PINIOR, W. POPIOLEK, J.A. STRZEPKA, E. ZIELIŃSKA, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013, s. 247; szerzej zob. P. PINIOR, *Problematyka wynagradzania członków rady nadzorczej w spółce akcyjnej*, Pr.Sp. 2007, nr 7/8, s. 29.

⁸² Zob. A. OPALSKI, *Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Warszawa 2006, s. 334.

⁸³ Tak T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 228; podobnie K. JAŚKOWSKI, w: K. JAŚKOWSKI, E. MANIEWSKA, *Kodeks pracy. Komentarz*, T. 1, *Komentarz do art. 120*, Warszawa 2014, System Informacji Prawnej LEX, który wskazuje, że zasada wyłącznej odpowiedzialności pracodawcy nie ma charakteru bezwzględnej; wyrok SN z 11 kwietnia 2008 r., II CSK 618/07, LEX nr 496844; odmiennie K. HAŁADYI, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Warszawa 2008, s. 290.

Skoro ustawodawca *explicite* wymienia oprócz emitenta grupę podmiotów, które sporządziły lub brały udział w sporządzeniu informacji, to trudno nie zakwalifikować do tej kategorii pracowników emitenta i na podstawie art. 120 KP wyłączyć ich odpowiedzialność. Intencją prawodawcy było rozszerzenie zakresu podmiotowego osób odpowiedzialnych za nieprawidłowe wykonywanie obowiązków informacyjnych przez emitenta, a tym samym wprowadzenie możliwości dochodzenia odszkodowania od innych podmiotów. Poza tym większość osób, które informację sporządziły lub w jej sporządzeniu brały udział, będzie zatrudniona u emitenta właśnie na podstawie umowy o pracę. Ponadto wyłączenie zastosowania art. 120 KP powinno działać w sposób motywujący na osoby odpowiedzialne za realizację obowiązków informacyjnych emitenta do wykonywania ich z zachowaniem pewnego stopnia staranności i należytości⁸⁴.

W doktrynie pojawia się pogląd, że zakres desygnatów kategorii podmiotów, które informację sporządziły lub w jej sporządzeniu brały udział, dotyczy osób, które bezpośrednio lub pośrednio kształtowały merytoryczną zawartość informacji zawartych w raporcie. Zatem chodzi o osoby, które miały co najmniej pośredni wpływ na treść upublicznionej informacji, a nie o osoby, które zajmowały się czynnościami technicznymi w zakresie opracowania, utrwalenia i upublicznienia określonej informacji. Stąd też pracownik emitenta, który osobiście kształtował szatę graficzną raportu, raczej odpowiedzialności by nie ponosił. Odmienne stanowisko mogłoby prowadzić do nadmiernego karania pracowników emitenta należących do personelu biurowo-administracyjnego, wykonujących jedynie czynności techniczne przy tworzeniu raportu dotyczącego informacji poufnych⁸⁵.

Moim zdaniem, stanowisko takie należy traktować z dużą dozą ostrożności. Czy bowiem do zakresu czynności technicznych można zaliczyć wprowadzenie określonych informacji do systemu EBI czy ESPI, skoro np. zgodnie z zasadami przekazywania informacji bieżących i okresowych w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect operatorem systemu EBI, który faktycznie i osobiście posiada dostęp do tego systemu, mogą być m.in. upoważnieni pracownicy emitenta⁸⁶.

Złożoność obowiązków informacyjnych wymaga niejednokrotnie współdziałania emitenta, w ramach wypełniania tych obowiązków, z innymi wyspecjalizowanymi podmiotami. Rola tych podmiotów ma wtórny i pomocniczy

⁸⁴ Podobnie T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 223.

⁸⁵ *Ibidem*, s. 228.

⁸⁶ Zob. Załącznik do Uchwały nr 646/2011 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dn. 20 maja 2011 r. z późn. zm.: *Zasady przekazywania informacji bieżących i okresowych w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect i na Catalyst, informacji bieżących i okresowych przez emitentów dłużnych instrumentów finansowych, które uzyskały autoryzację przy Catalyst oraz przekazywania przez spółki giełdowe raportów dotyczących stosowania zasad ładu korporacyjnego.*

charakter, wynikający z określonego stosunku prawnego łączącego ich z emitentem, jednak w rzeczywistości niejednokrotnie podmioty te zastępują emitenta w realizacji jego obowiązków informacyjnych⁸⁷. Do zakresu podmiotów sporządzających lub biorących udział w sporządzaniu informacji mogą należeć doradcy prawni, finansowi, firmy audytorskie oraz inni eksperci, którzy świadczą określone usługi na rzecz emitenta w związku z przygotowaniem raportów, jak również biegły rewident, który bada sprawozdanie finansowe będące elementem raportów okresowych⁸⁸.

3.1.2. Podmioty odpowiedzialne w zakresie prospektowych obowiązków informacyjnych

Zgodnie z art. 98 ust. 1 OfertaPublU, podmiot odpowiedzialny za prawdziwość, rzetelność i kompletność informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym, memorandum informacyjnym oraz innych dokumentach sporządzanych i udostępnianych w związku z ofertą publiczną dotyczącą papierów wartościowych, dopuszczeniem papierów wartościowych lub instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym lub ubieganiem się o takie dopuszczenie, obowiązany jest do naprawienia szkody wyrządzonej przez udostępnienie do publicznej wiadomości nierzetelnej, nieprawdziwej lub niekompletnej informacji lub przemilczenie informacji, chyba że ani on, ani osoby, za które odpowiada, nie ponoszą winy, z zastrzeżeniem ust. 2. W myśl tego ustępu, informacje zawarte w kluczowych informacjach dla inwestorów, o których mowa w art. 23 OfertaPublU, w tym ich tłumaczenie, nie są podstawą odpowiedzialności cywilnej, chyba że wprowadzają one w błąd, są nieprawdziwe lub niezgodne z odpowiednimi częściami prospektu emisyjnego.

Regulacja art. 98 ust. 1 OfertaPublU określa podmioty odpowiedzialne za wyrządzenie szkody przez odwołanie się do osób odpowiedzialnych za prawdziwość, rzetelność i kompletność informacji zamieszczonych w odpowiednich dokumentach. W związku z tym w celu ustalenia kręgu podmiotów odpowiedzialnych należy odnieść się do treści art. 22 ust. 4 OfertaPublU, który wprost wymienia te podmioty oraz zakres ich odpowiedzialności. Zgodnie z tym przepisem, podmiotem odpowiedzialnym za prawdziwość, rzetelność i kompletność informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym jest: emitent — odpowia-

⁸⁷ Zob. K. HAŁADYJ, *Odpowiedzialność odszkodowawcza...*, s. 298—299; IDEM, *O dopuszczalności dochodzenia roszczeń odszkodowawczych przez akcjonariuszy od spółek publicznych w związku z naruszeniem obowiązków informacyjnych*, PUG 2007, nr 3, s. 15—20.

⁸⁸ Por. G. IDZIKOWSKA, w: *Komentarz do ustawy o rachunkowości. Rachunkowość — MSR — Podatki*, Red. A. JARUGOWA, T. MARTYNIUK, Gdańsk 2005, s. 795 i nast.

da za wszystkie informacje; sprzedający — odpowiada za informacje o sprzedającym oraz dokonywanej przez niego sprzedaży papierów wartościowych, a w przypadku gdy sprzedający jest wobec emitenta podmiotem dominującym lub wywierającym na emitenta znaczny wpływ w rozumieniu art. 96 ust. 3 ObrInstrFinU — za wszystkie informacje; podmiot zabezpieczający — odpowiada za informacje o tym podmiocie oraz o ustanowionym zabezpieczeniu, a w przypadku gdy podmiot zabezpieczający jest wobec emitenta podmiotem dominującym lub wywierającym na emitenta znaczny wpływ w rozumieniu art. 96 ust. 3 ObrInstrFinU — za wszystkie informacje; subemitent usługowy — odpowiada za informacje o subemitencie oraz dokonywanej przez niego subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych; podmiot sporządzający lub biorący udział w sporządzeniu informacji — odpowiada za informację, którą sporządził lub w której sporządzeniu brał udział.

Zakres odpowiedzialności podmiotów innych niż emitent został uregulowany w dwojaki sposób. Po pierwsze, odnośnie do roli i funkcji, jaką dany podmiot pełni w związku z ofertą publiczną. I tak np. sprzedający co do zasady odpowiada jedynie za informacje o nim i dokonywanej przez niego sprzedaży papierów wartościowych, a subemitent usługowy — za informacje o nim i przeprowadzanej przez niego subskrypcji czy sprzedaży. Po drugie, odpowiedzialność tych podmiotów rozszerzona została na odpowiedzialność za wszystkie informacje w przypadku, gdy dany podmiot jest wobec emitenta podmiotem dominującym lub wywiera na emitenta znaczny wpływ.

Sprzedający, subemitent usługowy oraz podmiot zabezpieczający ponoszą odpowiedzialność w zakresie określonym w art. 22 ust. 4 OfertaPublU, i to niezależnie od tego, czy sporządzili lub brali udział w sporządzeniu informacji wskazanych w tym przepisie, poza przypadkiem, w którym ponoszą odpowiedzialność za wszystkie informacje. W praktyce bowiem udowodnienie tego, że podmioty te nie brały udziału w sporządzaniu informacji, za które są odpowiedzialne na gruncie art. 98 OfertaPublU, byłoby niemożliwe⁸⁹. Regulacja art. 98 ust. 6 OfertaPublU wskazuje, że odpowiedzialność tych podmiotów jest solidarna i nie można jej ograniczyć lub wyłączyć, co jednak nie wyklucza możliwości zawarcia umowy określającej wzajemne zobowiązania tych podmiotów z tytułu tej odpowiedzialności⁹⁰.

⁸⁹ Tak T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 701.

⁹⁰ Zob. szerzej G. DOMAŃSKI, *Odpowiedzialność za wady prospektu emisyjnego*, PUG 1998, nr 1, s. 2; M. ŁUGOWSKI, *Odpowiedzialność cywilnoprawna za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym*, „Przegląd Corporate Governance” 2007, nr 4, s. 61; T. SÓJKA, *Odpowiedzialność odszkodowawcza za upublicznienie fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym w świetle dyrektywy prospektowej*, PPH 2006, nr 4, s. 49 i nast.

3.2. Zakres przedmiotowy

Zgodnie z art. 98 ust. 7 OfertaPublU, emitent oraz podmiot, który sporządził lub brał udział w sporządzeniu informacji, o których mowa w art. 56 ust. 1 OfertaPublU, jest obowiązany do naprawienia szkody wyrządzonej przez udostępnienie do publicznej wiadomości nieprawdziwej informacji lub przemilczenie informacji, chyba że ani on, ani osoby, za które odpowiada, nie ponoszą winy. W tym przypadku czynem niedozwolonym będzie upublicznienie w trybie art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU nieprawdziwej informacji poufnej lub przemilczenie informacji poufnej, która powinna zostać podana do publicznej wiadomości. Pierwsza sytuacja dotyczy udostępnienia do publicznej wiadomości nieprawdziwej informacji poufnej, a więc upublicznienia w trybie przewidzianym dla informacji poufnych informacji, która nie odpowiada rzeczywistości, przy czym to, że informacja jest nieprawdziwa należy rozumieć szeroko. Nie chodzi tutaj bowiem tylko o informacje, które są sprzeczne z rzeczywistym stanem rzeczy, ale również o wszelkiego rodzaju informacje, które rozmiągają się z prawdą i w rezultacie wprowadzają w błąd, np. przeinaczenia czy tzw. półprawdy. Drugi przypadek dotyczy przemilczenia informacji poufnej, która powinna zostać podana do publicznej wiadomości, jednak emitent, mimo że posiadał wiedzę o okolicznościach spełniających przesłanki informacji poufnej, upublicznienia nie dokonał. Przemilczeniem informacji poufnej będzie zarówno nieupublicznienie informacji poufnej w ogóle, jak i niezajdujące oparcia w art. 57 OfertaPublU opóźnienie publikacji informacji poufnej⁹¹. Emitent może wykazywać, że przemilczenie informacji wynikało z faktu, że informacja ta jeszcze „nie dojrzała do publikacji”⁹², a dokonując oceny tej przesłanki, należy wziąć pod uwagę potrzebę zapewnienia ochrony własnych interesów⁹³.

Od strony praktycznej milczenie emitenta, w przypadku gdy w wykonaniu ustawowych obowiązków informacyjnych powinien był ujawnić określoną informację poufną, jest równoznaczne z opublikowaniem nieprawdziwego komunikatu, że nie jest on w posiadaniu żadnej informacji poufnej, którą jest obowiązany podać do publicznej wiadomości w trybie art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU. W takiej sytuacji uczestnicy rynku będą zakładać, że sytuacja emitenta odpowiada tej, która wynika z dotychczas upublicznionych informacji⁹⁴.

Jeżeli w wykonaniu obowiązków informacyjnych emitent upublicznił tylko wybrane aspekty określonej okoliczności czy zdarzenia, pomijając przy tym istotne, niekorzystne dla niego elementy, to taka sytuacja może zostać zakwa-

⁹¹ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 193 i 198; M. ROMANOWSKI, *Zatajenie informacji mających znaczny wpływ na cenę akcji*, PPW 2000, nr 3, s. 1 i nast.

⁹² Gdyby np. nie spełniała kryterium precyzyjności.

⁹³ Zob. K. HAŁADYJ, *Odpowiedzialność odszkodowawcza...*, s. 311.

⁹⁴ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 198.

lifikowana jako przemilczenie informacji poufnej w zakresie niewygodnych, a cenotwórczych aspektów, jak również jako podanie informacji nieprawdziwej, ujawnienie bowiem „półprawdy” może wprowadzać inwestorów w błąd⁹⁵. Warto jednak zauważyć, że z punktu widzenia uczestników rynku nie ma znaczącej różnicy czy emitent podaje informację nieprawdziwą, czy przemilcza informację, którą powinien był upublicznić. W obu bowiem przypadkach powstaje ten sam skutek, w postaci wprowadzania w błąd inwestorów co do okoliczności lub zdarzeń, które mogą mieć wpływ na cenę instrumentów finansowych⁹⁶. Nieprawidłowe wykonywanie obowiązków informacyjnych przez spółkę może prowadzić do powzięcia i realizacji przez inwestorów błędnych decyzji inwestycyjnych, które będą podejmowane tak długo, jak długo będzie trwał okres dezinformacji rynku. Z reguły okres ten trwa do momentu, w którym do inwestorów dotrze informacja korygująca, czyli do chwili, gdy rynek uzyska prawdziwe informacje o sytuacji spółki⁹⁷.

3.3. Reżim odpowiedzialności

W literaturze przedmiotu można spotkać różne stanowiska odnośnie do charakteru prawnego odpowiedzialności z art. 98 OfertaPublU. Pierwsze z nich zakłada, że odpowiedzialność ta ma charakter odpowiedzialności deliktowej, a więc odpowiedzialności konkretnych podmiotów, i występuje niezależnie od istnienia jakiegokolwiek więzi umownej pomiędzy nimi a poszkodowanym⁹⁸. Wskazuje się przy tym, że w zakresie realizacji obowiązków informacyjnych konkretyzacja stosunku prawnego pomiędzy emitentem lub którymkolwiek z podmiotów wskazanych w art. 98 OfertaPublU a inwestorem następuje dopiero z chwilą powstania stanu naruszenia. Tak powstały stosunek prawny ma charakter pierwotny, a nie następczy, natomiast samo naruszenie obowiązku informacyjnego stanowi czyn niedozwolony, którego popełnienie powoduje zastosowanie reżimu odpowiedzialności deliktowej⁹⁹. Drugie stanowisko było wyrażane przede wszystkim na gruncie art. 162 PrPapW 1997 i wskazywało, że

⁹⁵ Ibidem.

⁹⁶ T. SÓJKA, *Odpowiedzialność odszkodowawcza za naruszenie obowiązków publikacyjnych dotyczących informacji poufnych*, W: *Prawo wobec wyzwań współczesności*, T. 4, Red. P. WILIŃSKI, O. KRAJNIAK, G. GUZIK, Poznań 2007, s. 35 i nast.

⁹⁷ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 300.

⁹⁸ Zob. A. CHŁOPECKI, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2012, s. 62—63; P. FRAŃCZAK, *Zasady odpowiedzialności deliktowej na przykładzie art. 98 ust. 1 OfertaPublU*, PUG 2007, nr 12, s. 22 i nast.

⁹⁹ Zdaniem K. Haładyja, dotyczy to zarówno odpowiedzialności prospektowej, jak i odpowiedzialności raportowej, zob. K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 553.

niezależnie od powyższego w pewnych sytuacjach możliwe jest oparcie odpowiedzialności odszkodowawczej emitenta lub sprzedającego także na przesłankach kontraktowych¹⁰⁰. Może to mieć miejsce w sytuacji, gdy w ramach oferty publicznej inwestorzy nabywają papiery wartościowe bezpośrednio od emitenta (tzn. w ramach nowej emisji) lub od sprzedającego. W tym przypadku nawiązuje się bezpośrednia relacja pomiędzy emitentem bądź sprzedającym a inwestorem, który nabywa papiery wartościowe na podstawie dokumentacji prospektowej. Z tego też względu naruszenie obowiązków prospektowych stanowi naruszenie warunków zawartej z inwestorem umowy i ma *de facto* następczy charakter¹⁰¹.

Wydaje się, że zasadniczo znacznie więcej argumentów przemawia za przyjęciem odpowiedzialności deliktowej, zarówno w przypadku odpowiedzialności za naruszenie informacyjnych obowiązków prospektowych, jak i stałych obowiązków informacyjnych. Odpowiedzialność osób, o których mowa odpowiednio w art. 98 ust. 1 i 7 OfertaPublU, powstaje w związku z naruszeniem norm prawa powszechnie obowiązującego, niezależnie od istnienia między nimi a podmiotem poszkodowanym jakiegokolwiek więzi kontraktowej. W przypadku odpowiedzialności za naruszenie obowiązków prospektowych problem zbiegu reżimów odpowiedzialności w praktyce może mieć ograniczone znaczenie. Obrót na rynku kapitałowym z założenia ma anonimowy charakter, a umowy zawierane są w trybie tzw. kompensacji wielostronnej¹⁰², wobec tego, ze względów dowodowych, trudne może się okazać ustalenie historii obrotu danym instrumentem finansowym. W związku z tym w praktyce najbardziej zasadne wydaje się oparcie roszczeń na przesłankach deliktowych¹⁰³.

Praktyczny aspekt przyjęcia deliktowego reżimu odpowiedzialności sprowadza się do terminu przedawnienia roszczeń poszkodowanych, które w tym przypadku będzie następowało na podstawie art. 442¹ § 1 KC. Zgodnie z tym przepisem, roszczenie o naprawienie szkody wyrządzonej czynem niedozwolonym ulega przedawnieniu z upływem lat trzech od dnia, w którym poszkodowany dowiedział się o szkodzie i o osobie obowiązanej do jej naprawienia. Jednakże termin ten nie może być dłuższy niż dziesięć lat od dnia, w którym nastąpiło zdarzenie wywołujące szkodę, tj. w tym przypadku naruszenie obowiązku informacyjnego przez spółkę publiczną¹⁰⁴.

¹⁰⁰ Zob. M. WIERZBOWSKI, w: R. CZERNAWSKI, M. WIERZBOWSKI, *Ustawa prawo o publicznym...*, s. 486 i nast.; M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 946.

¹⁰¹ Tak K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 553—554; IDEM, *Odpowiedzialność odszkodowawcza...*, s. 261—262.

¹⁰² Zob. szerzej A. CHŁOPECKI, *Dematerializacja i obrót papierami wartościowymi (instrumentami finansowymi)*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19: *Prawo papierów wartościowych*, Red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006, s. 914.

¹⁰³ Tak K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 554.

¹⁰⁴ Zob. T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 705.

Reasumując, należy stwierdzić, że odpowiedzialność cywilna za zdarzenia opisane w art. 98 ust. 1 i 7 OfertaPublU oparta została na reżimie odpowiedzialności deliktowej, pamiętając przy tym o podnoszonej w doktrynie możliwości zaistnienia odpowiedzialności kontraktowej w odniesieniu do odpowiedzialności prospektowej¹⁰⁵.

3.4. Zasady odpowiedzialności

Zasady odpowiedzialności odszkodowawczej za naruszenie obowiązków informacyjnych ukształtowane zostały na podstawie ogólnych zasad dotyczących odpowiedzialności cywilnej zawartych w kodeksie cywilnym, a regulacja art. 98 OfertaPublU jedynie je modyfikuje, dostosowując do specyfiki rynku kapitałowego. Odpowiedzialność odszkodowawcza podmiotów uczestniczących w realizacji obowiązków informacyjnych oparta jest na zasadzie winy¹⁰⁶.

Zarówno w zakresie odpowiedzialności prospektowej¹⁰⁷, jak i odpowiedzialności raportowej wprowadzone zostało domniemanie winy, które dotyczy osób odpowiedzialnych z tytułu wadliwości informacji przekazywanych do publicznej wiadomości przez emitenta. Domniemanie to jest wzruszalne i może zostać obalone przez wykazanie, że emitent bądź osoby, za które on odpowiada, nie ponoszą winy. Przepisy ustawy o ofercie publicznej wprowadzają w tym zakresie zasadę odpowiedzialności za cudze czyny, opartej na zasadzie winy w wyborze lub też odpowiedzialności za podwładnego¹⁰⁸.

Konstrukcja domniemanie winy wynika z założenia, że poszkodowany co do zasady dysponuje znikomą wiedzą o wewnętrznych procedurach związanych z wypełnianiem obowiązków informacyjnych przez spółkę publiczną. W związku z tym byłoby mu trudno udowodnić okoliczności, wskazujące na winę podmiotów odpowiedzialnych za upubliczniane informacje¹⁰⁹. Jednakże obalenie wprowadzonego domniemanie winy może nie być łatwe, w myśl art. 98 ust. 9 OfertaPublU bowiem podmioty odpowiedzialne powinny przy wykonywaniu swoich obowiązków dołożyć staranności, wynikającej z zawodowego charakteru swojej działalności. W praktyce trudno przyjąć, że podmiot, który obowiązany jest dołożyć należytej staranności wynikającej z zawodowego charakteru jego działalności, może, nie ponosząc winy, pozwolić na upublicznienie w prospekcie

¹⁰⁵ Zob. np. J. RÓG, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, 2014, s. 421—422.

¹⁰⁶ Tak też T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 703.

¹⁰⁷ T. SÓJKA, *Zasady odpowiedzialności prospektowej — replika*, PPH 2006, nr 12, s. 37 i nast.

¹⁰⁸ K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 556.

¹⁰⁹ Zob. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 235.

emisyjnym czy w raporcie informacji niezgodnej z rzeczywistym stanem lub też przemilczeć informację istotną dla oceny sytuacji emitenta lub jego papierów wartościowych¹¹⁰. Należyta staranność wynikająca z zawodowego charakteru działalności, którą co do zasady powinien wykazać się emitent, subemitent usługowy, sprzedający oraz osoby informację sporządzające lub w jej sporządzeniu biorące udział, zakłada gruntowną analizę rzeczywistej sytuacji emitenta oraz jego papierów wartościowych, która pozwala na zweryfikowanie prawdziwości, rzetelności i kompletności informacji zawartych w prospekcie emisyjnym lub raporcie¹¹¹. Obalenie wprowadzonego domniemania mogłoby opierać się na wykazywaniu, że podmiot, który sporządził nieprawdziwą informację, od emitenta uzyskał nieprawdziwe dane, o których wadliwości nie wiedział¹¹².

Wykonywanie obowiązków informacyjnych można powierzyć dwóm kategoriom podmiotów. Przede wszystkim będą to osoby, którym powierzono wykonywanie obowiązków informacyjnych jako samodzielnym wykonawcom w rozumieniu art. 429 KC, zgodnie z którym, kto powierza wykonanie czynności drugiemu, ten jest odpowiedzialny za szkodę wyrządzoną przez sprawcę przy wykonywaniu powierzonej mu czynności, chyba że nie ponosi winy w wyborze, albo że wykonanie czynności powierzył osobie, przedsiębiorstwu lub zakładowi, które w zakresie swej działalności zawodowej trudnią się wykonywaniem takich czynności¹¹³. W drugiej grupie znajdują się podwładni w rozumieniu art. 430 KC, zgodnie z którym, kto na własny rachunek powierza wykonanie czynności osobie, która przy wykonywaniu tej czynności podlega jego kierownictwu i ma obowiązek stosować się do jego wskazówek, ten jest odpowiedzialny za szkodę wyrządzoną z winy tej osoby przy wykonywaniu powierzonej jej czynności¹¹⁴.

Jeżeli podmioty, o których mowa w art. 98 ust. 1 i 7 OfertaPublU, powierzają sporządzanie określonych informacji prospektowych czy raportów w zakresie

¹¹⁰ Ibidem.

¹¹¹ Ibidem, s. 236.

¹¹² W praktyce, w szczególności w ramach odpowiedzialności prospektowej, na wypadek ewentualnych roszczeń odszkodowawczych podmioty uczestniczące w sporządzaniu dokumentów informacyjnych mogą wymagać od emitentów złożenia stosownych oświadczeń o prawdziwości oraz zupełności wszystkich udostępnionych na potrzeby sporządzenia informacji danych i dokumentów.

¹¹³ Będą to zatem samodzielni wykonawcy, działający jako profesjonalści posiadający odpowiednie kwalifikacje, np. zewnętrzni doradcy prawni lub finansowi.

¹¹⁴ Zob. P. MACHNIKOWSKI, *Odpowiedzialność za wykonawcę powierzonej czynności*, w: Z. BANASZCZYK, A. BRZOWSKI, M. JAGIELSKA, M. KALIŃSKI, P. MACHNIKOWSKI, P. MOSTOWIAK, M. PYZIAK-SZAFNICKA, A. ŚMIEJA, K. ZAWADA, F. ZOLL, „System Prawa Prywatnego”, T. 6: *Prawo zobowiązań — część ogólna*, Warszawa 2009, s. 428 i nast.; A. SZPUNAR, *Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną przez podwładnego*, W: *Rozprawy z polskiego i europejskiego prawa prywatnego. Księga pamiątkowa ofiarowana profesorowi Józefowi Skąpskiemu*, Red. A. MACZYŃSKI, M. PAZDAN, A. SZPUNAR, Kraków 1994, s. 465 i nast.; A. REMBIELIŃSKI, *Odpowiedzialność cywilna za szkodę wyrządzoną przez podwładnego*, Warszawa 1971, s. 11 i nast.

informacji poufnych samodzielnemu wykonawcy, to nie mogą wyłączyć swojej odpowiedzialności przez wykazywanie zgodnie z art. 429 KC, że wykonanie czynności zostało powierzone osobie, przedsiębiorstwu lub zakładowi, które w zakresie swej działalności zawodowej trudnią się wykonywaniem takich czynności. W celu uchylenia się od odpowiedzialności konieczne byłoby wykazanie łącznie dwóch okoliczności, tj. po pierwsze, że podmioty te nie ponoszą winy w wyborze i nadzorze nad samodzielnym wykonawcą, a po drugie, że samodzielny wykonawca również winy nie ponosi. Podobnie jest w przypadku odpowiedzialności za działania podwładnych w rozumieniu art. 430 KC, czyli osób, które przy wykonywaniu powierzonych im czynności podlegają kierownictwu osób odpowiedzialnych i mają obowiązek stosować się do ich wskazówek. Odmienne od regulacji art. 430 KC, osoby odpowiedzialne nie mogą wyłączyć swej odpowiedzialności za wady informacji prospektowych czy poufnych, powołując się na brak winy swoich podwładnych. Powinny wykazać zarówno brak winy w nadzorze, jak i brak winy podmiotów im podlegających¹¹⁵.

Reguły odpowiedzialności za działania wskazanych tu osób, a w szczególności przesłanki uchylenia się od tej odpowiedzialności z art. 98 ust. 1 i 7 OfertaPublU określone zostały w sposób odrębny od tych wskazanych w art. 429 i art. 430 KC. W związku z tym należy zaznaczyć, że art. 98 OfertaPublU stanowi *lex specialis* w stosunku do reguł odpowiedzialności podżegacza oraz pomocnika określonych na gruncie kodeksu cywilnego¹¹⁶. Dlatego też osoby wymienione w art. 98 ust. 1 i 7 OfertaPublU, aby uchylić się od odpowiedzialności, powinny wykazać, że ani one, ani osoby, za które odpowiadają, nie ponoszą winy. Oznacza to, że podmioty te ponoszą odpowiedzialność za wszystkie osoby, którym powierzyły sporządzenie prospektu emisyjnego lub raportu dotyczącego informacji poufnej, i to niezależnie od stosunku prawnego, na podstawie którego doszło do powierzenia im zadań związanych ze sporządzaniem tych informacji¹¹⁷.

Podsumując, należy stwierdzić, że omówiona odpowiedzialność za cudze czyny, w przypadku posługiwania się innymi osobami przy realizowaniu obowiązków informacyjnych spółki publicznej, nakłada surowsze reguły odpowiedzialności niż te określone w art. 429 oraz art. 430 KC¹¹⁸.

¹¹⁵ M. ZELEK, w: *Kodeks cywilny. T. 1: Komentarz. Art. 1—449¹*, Red. M. GUTOWSKI, Warszawa 2016, s. 1734—1739.

¹¹⁶ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 236.

¹¹⁷ Tak T. SÓJKA, w: *Ustawa o ofercie...*, s. 706; G. DOMAŃSKI, *Odpowiedzialność odszkodowawcza...*, s. 2; odmiennie K. Haładaj, zdaniem którego podmiot potencjalnie odpowiedzialny może wyłączyć swoją odpowiedzialność za wady informacji prospektowych czy raportowych, wykazując, że z uwagi na wybór profesjonalisty sam winy nie ponosi; zob. K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 317.

¹¹⁸ W. DUBIS, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, Red. E. GNIEWEK, P. MACHNIKOWSKI, Warszawa 2016, s. 863—866.

Jak już sygnalizowano wcześniej¹¹⁹, art. 98 ust. 6 OfertaPublU przewiduje solidarny charakter odpowiedzialności za naruszenie obowiązków prospektowych. Zgodnie z tym przepisem, odpowiedzialność podmiotów określonych w art. 98 ust. 1, 2 i 5 OfertaPublU jest solidarna i nie można jej ograniczyć lub wyłączyć. Nie wyłącza to możliwości zawarcia umowy określającej wzajemne zobowiązania wymienionych podmiotów z tytułu tego rodzaju odpowiedzialności. Należy przy tym pamiętać, że z uwagi na treść art. 22 ust. 4 oraz art. 98 ust. 1, 2 i 5 OfertaPublU poszczególne podmioty będą ponosić zróżnicowaną odpowiedzialność związaną z własnym działaniem, a wystąpienie odpowiedzialności solidarnej jest niezależne od stopnia zawinienia i rodzajów poszczególnych deliktów¹²⁰. W pewnych sytuacjach odpowiedzialność prospektowa może zbliżyć się do zasady ryzyka, przy czym przesłanką tej odpowiedzialności jest wina któregośkolwiek z podmiotów sporządzających prospekt emisyjny¹²¹.

3.5. Przesłanki odpowiedzialności

Przesłanki odpowiedzialności prospektowej i raportowej kształtują się w sposób analogiczny do przesłanek odpowiedzialności cywilnej, gdyż regulacja art. 98 OfertaPublU stanowi *lex specialis* w stosunku do regulacji kodeksowej w zakresie odpowiedzialności odszkodowawczej, a ze względu na brak odrębnego trybu dochodzenia roszczeń należy posiłkować się art. 415 KC¹²². Wobec tego przesłanki te stanowią: zdarzenie, z którym system prawny łączy na określonych zasadach powstanie szkody, obowiązek naprawienia szkody oraz związek przyczynowy między zdarzeniem a szkodą¹²³.

Bezprawnym zdarzeniem wywołującym szkodę będzie naruszenie prospektowych lub stałych obowiązków informacyjnych, co sprowadza się do rozpowszechniania informacji nierzetelnej, nieprawdziwej lub niekompletnej bądź jej przemilczenia. Zatem w myśl z art. 98 ust. 1 i 7 OfertaPublU, bezprawność sprowadza się do naruszenia norm, które regulują zakres informacji udostępnianych w dokumentach, o których mowa w art. 22 OfertaPublU, lub norm dotyczących zasad raportowania na podstawie art. 56 ust. 1 OfertaPublU.

¹¹⁹ Zob. pkt 3.1.2 niniejszego rozdziału.

¹²⁰ Por. J. RÓG, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, 2014, s. 421.

¹²¹ Zob. M. DYL, w: A. CHŁOPECKI, M. DYL, *Ustawa o ofercie...*, s. 691—692.

¹²² Tak K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 552—553; A. CHŁOPECKI, *Typowe umowy i relacje kontraktowe funkcjonujące na rynku kapitałowym*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19..., s. 1006.

¹²³ Z. RADWAŃSKI, A. OLEJNICZAK, *Zobowiązania — część ogólna*, Warszawa 2006, s. 82.

Drugą z przesłanek jest szkoda w rozumieniu art. 361 § 2 KC, która obejmuje rzeczywistą stratę (*damnum emergens*) i utracone korzyści (*lucrum cessans*). Pojęcie szkody odnosi się do wszelkich uszczerbków w dobrach lub interesach prawnie chronionych, których poszkodowany doznał wbrew swojej woli¹²⁴. Judykatura wypracowała pogląd, że szkoda to uszczerbek w dobrach poszkodowanego, polegający na różnicy pomiędzy stanem tych dóbr, powstałym wskutek zdarzenia szkodzącego, a stanem, jaki by istniał, gdyby nie zaszło to zdarzenie¹²⁵. Na gruncie prawa cywilnego za stratę uważa się zmniejszenie majątku poszkodowanego wskutek zdarzenia, z którym związana jest czyjaś odpowiedzialność. Natomiast w przypadku utraty korzyści majątek poszkodowanego nie wzrósł tak, jakby to się stało, gdyby nie nastąpiło zdarzenie, z którym złączona jest czyjaś odpowiedzialność¹²⁶.

Podstawowym elementem szkody poniesionej przez inwestora wskutek nieprawidłowej realizacji obowiązków informacyjnych przez spółkę publiczną jest różnica pomiędzy ceną, jaką inwestor rzeczywiście zapłacił za kupione akcje, czy ceną uzyskaną za sprzedane akcje, a hipotetyczną ceną, którą inwestor by uzyskał, gdyby do naruszenia obowiązków informacyjnych spółki publicznej nie doszło. Różnica ta określa stratę (*damnum emergens*) poniesioną w majątku inwestora¹²⁷.

Podjęcie błędnej decyzji inwestycyjnej¹²⁸ przez inwestora nie jest tożsame ze szkoda, jest to bowiem obiektywny skutek naruszenia obowiązku informacyjnego spółki publicznej. Ten obiektywny skutek określa to, co stanowi szkodę, ale jej ostateczny rozmiar jest określany indywidualną sytuacją poszkodowanego, w jakiej ten mógłby się znaleźć, gdyby nie wystąpiło zdarzenie szkodzące¹²⁹.

W praktyce dochodzenia roszczeń odszkodowawczych z tytułu naruszenia obowiązków informacyjnych szczególnie problematyczna okazać się może konieczność wykazania wysokości szkody¹³⁰. Rzeczywista strata oznacza bez-

¹²⁴ Ibidem, s. 90; zob. szerzej M. KALIŃSKI, *Szkoda na mieniu i jej naprawienie*, Warszawa 2008.

¹²⁵ Zob. wyrok SN z 11 lipca 1957 r., II CR 304/57, LEX nr 49753; uchwała składu 7 sędziów SN z 22 listopada 1963 r., III PO 31/63, LEX nr 105247.

¹²⁶ M. KALIŃSKI, *Pojęcie i rodzaje szkody*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 6..., s. 76 i nast.; Z. RADWAŃSKI, A. OLEJNICZAK, *Zobowiązania...*, s. 92.

¹²⁷ Sytuacja ta ulegnie pewnym modyfikacjom w przypadku rynku informacyjnie nieefektywnego, gdzie nie można zakładać, że np. upublicznienie nieprawdziwej informacji wpłynęło na poziom cen akcji w momencie transakcji. Na temat koncepcji rynku informacyjnie nieefektywnego zob. szerzej T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 258—274.

¹²⁸ Błędne decyzje inwestycyjne podejmowane są tak długo, jak długo trwa okres dezinformacji. Z reguły trwa on do momentu, w którym do inwestorów dotrze tzw. informacja korygująca, zatem aż do czasu, gdy rynek uzyska prawdziwe informacje o sytuacji spółki.

¹²⁹ Zob. T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 300—301.

¹³⁰ Zob. szerzej K. HAŁADY, J. JASTRZĘBSKI, *Naruszenie obowiązków informacyjnych emitentów — zagadnienie szkody*, PPH 2008, nr 4, s. 48.

pośredni uszczerbek majątkowy, jaki poszkodowany inwestor poniósł wskutek naruszenia obowiązków informacyjnych przez emitenta. Inwestor, działając w zaufaniu do informacji podawanych przez emitenta, podjął określone decyzje inwestycyjne i nabył papiery wartościowe za cenę przewyższającą ich rzeczywistą wartość bądź sprzedał je za cenę zbyt niską, gdyż sytuacja rynkowa, powstała w chwili uzdrowienia dotychczasowych nieprawidłowości informacyjnych, doprowadziła do weryfikacji poziomu kursów. Przy czym możliwość poniesienia straty związana jest także z faktem podjęcia decyzji inwestycyjnej o niezbywaniu posiadanych akcji¹³¹.

W doktrynie wskazuje się na możliwość wyodrębnienia czterech wariantów hipotetycznego modelu postępowania inwestora. Model ten zakłada, że stratą rzeczywistą inwestora jest wartość pieniężna stanowiąca różnicę kursową, będącą reakcją rynku na uzdrowienie stanu naruszenia, przy założeniu wykluczenia innych czynników zewnętrznych, które mogłyby wypaczyć wpływ podawanych przez emitenta informacji w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych¹³².

W pierwszym przypadku inwestor nabył papiery wartościowe w momencie, w którym aktualna ich cena ukształtowana została przez podaną przez emitenta nieprawdziwą informację pozytywną, a następnie nie zdążył ich sprzedać przed podaniem informacji korygujących. Wówczas stratę stanowi różnica pomiędzy ceną, jaką inwestor zapłacił za nabycie przedmiotowych papierów, a ceną, która ukształtowała się po ujawnieniu stanu naruszenia. W drugim przypadku mamy do czynienia z inwestorem, który nabył papiery wartościowe przed podaniem przez emitenta do publicznej wiadomości nieprawdziwych, a przy tym negatywnych informacji, a zbył je w trakcie trwania stanu naruszenia prawa. Wówczas stratę stanowi różnica pomiędzy ceną, jaką inwestor otrzymał w wyniku zbycia papierów wartościowych, a ceną po ujawnieniu informacji korygujących. Trzeci przypadek ma miejsce w sytuacji, gdy inwestor nabył papiery wartościowe w czasie stanu naruszenia prawa w zakresie realizacji obowiązków informacyjnych, polegającego na przemilczeniu przez emitenta negatywnych informacji, jednak nie zdążył zbyć papierów wartościowych przed podaniem informacji korygujących. Wówczas stratą inwestora będzie różnica pomiędzy ceną, jaką zapłacił przy nabyciu, a ceną, która ukształtowała się po ujawnieniu stanu naruszenia. W czwartym przypadku inwestor nabył papiery wartościowe przed wystąpieniem stanu naruszenia obowiązków informacyjnych, przez przemilczenie przez emitenta informacji pozytywnych, po czym dokonał ich zbycia w trakcie trwania stanu naruszenia. Stratę stanowi wówczas różnica pomiędzy ceną otrzymaną przez inwestora wobec zawarcia transakcji zbycia papierów wartościowych a ceną, jaka ukształtowała się po ujawnieniu informacji korygujących¹³³.

¹³¹ K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 557.

¹³² Ibidem, s. 557—558.

¹³³ Na ten temat zob. szerzej K. HAŁADYJ, *Odpowiedzialność odszkodowawcza...*, s. 326—327; K. HAŁADYJ, J. JASTRZĘBSKI, *Naruszenie obowiązków informacyjnych...*, s. 53 i nast.

W praktyce wystąpienie wymienionych sytuacji w modelowym ujęciu jest mało prawdopodobne, gdyż w czasie trwania okresu naruszenia przepisów prawa na rynek oddziaływać może wiele innych czynników, które mogą wpływać na kształtowanie kursu papierów wartościowych. Z tego też względu właściwa ocena rozmiaru rzeczywistej straty każdorazowo wymaga przyjęcia dodatkowych założeń i zastrzeżeń, które pozwolą precyzyjniej ocenić wpływ upublicznianej informacji na kształtowanie się kursu papierów wartościowych¹³⁴. Ponadto należy zauważyć, że podstawowe znaczenie dla stwierdzenia faktu zaistnienia szkody oraz jej rozmiarów ma ustalenie momentu wystąpienia zakłóceń informacyjnych¹³⁵.

Ostatnią z przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej wynikających wprost z art. 361 § 1 KC jest zaistnienie adekwatnego związku przyczynowo-skutkowego¹³⁶. Okoliczność ta sprowadza się do udowodnienia, że określone zachowanie stanowiło rezultat wpływu danej informacji, co w konsekwencji spowodowało powstanie szkody. Decyzją inwestycyjną jest nie tylko aktywne działanie w postaci nabycia lub zbycia papierów wartościowych, ale również pasywność polegająca na zaniechaniu sprzedaży lub zakupu, w tym utrzymanie uprzednio objętej pozycji inwestycyjnej. Obowiązek wykazania adekwatnego związku przyczynowo-skutkowego spoczywa na inwestorze, który dochodzi odszkodowania. W praktyce sprowadza się to do wykazania, że określona informacja miała cenotwórczy charakter, czego skutkiem było podjęcie przez inwestora takiej a nie innej decyzji inwestycyjnej¹³⁷. Na gruncie tej przesłanki dla istnienia odpowiedzialności z art. 98 OfertaPublU nie jest wystarczające ograniczenie się do ustalenia związku przyczynowego pomiędzy pierwotnym naruszeniem obowiązków informacyjnych a szkodą finalnie poniesioną, ale konieczne jest ustalenie takiego związku między naruszeniem realizacji obowiązków informacyjnych a konkretną decyzją inwestycyjną, w wyniku którego inwestor poniósł szkodę¹³⁸.

¹³⁴ K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie...*, s. 558.

¹³⁵ Por. M. GÓRECKI, *Informacje poufne na rynku kapitałowym — obowiązki, procedury, sankcje*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2008, nr 1, s. 109.

¹³⁶ Zob. szerzej A. KOCH, *Związek przyczynowy jako podstawa odpowiedzialności odszkodowawczej w prawie cywilnym*, Warszawa 1975; M. NESTOROWICZ, *Adekwatny związek przyczynowy jako przesłanka odpowiedzialności cywilnej w świetle orzecznictwa*, W: *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi S. Sołtysińskiemu*, Red. A. NOWICKA, Poznań 2005; T. SÓJKA, *Związek przyczynowy jako przesłanka odpowiedzialności spółki publicznej za naruszenie obowiązków informacyjnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” [dalej: RPEiS] 2007, nr 2, s. 110 i nast.

¹³⁷ A. NOWICKA, P. WAJDA, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, 2014, s. 497—506.

¹³⁸ Por. J. JASTRZĘBSKI, *Odpowiedzialność audytora spółki publicznej wobec osób trzecich*, PPH 2011, nr 11, s. 55.

3.6. Sposób naprawienia szkody wynikłej z naruszenia obowiązku informacyjnego

Zgodnie z art. 363 § 1 KC, naprawienie szkody powinno nastąpić, według wyboru poszkodowanego, bądź przez przywrócenie stanu poprzedniego (tzw. restytucja naturalna), bądź przez zapłatę odpowiedniej sumy pieniężnej. Jednakże gdyby przywrócenie stanu poprzedniego było niemożliwe, albo gdyby pociągało za sobą dla zobowiązanego nadmierne trudności lub koszty, roszczenie poszkodowanego ogranicza się do świadczenia w pieniądzu.

Wobec tego podstawowym sposobem naprawienia szkody powstałej w wyniku nieprawidłowego wykonywania obowiązków informacyjnych będzie zapłata odpowiedniej sumy pieniężnej. W literaturze przedmiotu brak jednolitego stanowiska co do faktu, czy z tego przepisu wynika konstrukcja tzw. zobowiązania przemiennego z art. 365 KC¹³⁹ z prawem wyboru świadczenia przez wierzyciela¹⁴⁰. Wydaje się, że w omawianym przypadku zastosowanie znajdzie rozwiązanie pośrednie, zgodnie z którym art. 365 KC stosowany będzie jedynie w drodze analogii, a tym samym nie wszystkie unormowania dotyczące zobowiązań przemiennych będą dotyczyły wyboru sposobu naprawienia szkody przez pokrzywdzonego na gruncie art. 363 § 1 KC¹⁴¹.

Przez przywrócenie stanu poprzedniego należy rozumieć działanie zmierzające do naprawienia naruszonego dobra lub konkretnego interesu. Może ono przyjąć różną postać, w zależności od charakteru naruszonego dobra i rodzaju szkody¹⁴². W literaturze przedmiotu dominuje stanowisko opowiadające się za szerokim ujęciem restytucji naturalnej¹⁴³, zgodnie z którym nie jest konieczne stworzenie identycznego stanu gospodarczego, który by zaistniał, gdyby nie doszło do zdarzenia wywołującego szkodę¹⁴⁴. Wystarczy, jeżeli w wyniku restytucji naturalnej dojdzie do ukształtowania bardzo zbliżonej sytuacji gospodarczej poszkodowanego¹⁴⁵. Przywróceniem stanu poprzednie-

¹³⁹ Zgodnie z którym, jeżeli dłużnik jest zobowiązany w ten sposób, że wykonanie zobowiązania może nastąpić przez spełnienie jednego z kilku świadczeń (zobowiązanie przemienne), to wybór świadczenia należy do dłużnika, chyba że z czynności prawnej, z ustawy lub z okoliczności wynika, że uprawnionym do wyboru jest wierzyciel lub osoba trzecia.

¹⁴⁰ Za taką koncepcją opowiedział się A. SZPUNAR, *Ustalenie odszkodowania w prawie cywilnym*, Warszawa 1975, s. 168; odmiennie A. OHANOWICZ, *Zobowiązania przemienne*, RPEiS 1947, nr 3, s. 185.

¹⁴¹ Zob. Z. RADWAŃSKI, A. OLEJNICZAK, *Zobowiązania...*, s. 100.

¹⁴² A. SZPUNAR, *Restytucja naturalna jako sposób naprawienia szkody*, „Nowe Prawo” 1985, nr 1, s. 6.

¹⁴³ Por. M. KALIŃSKI, *Szkoda na mieniu...*, s. 508.

¹⁴⁴ Tak A. SZPUNAR, *Odszkodowanie za szkodę majątkową. Szkoda na mieniu i osobie*, Bydgoszcz 1998, s. 115.

¹⁴⁵ A. SZPUNAR, *Restytucja naturalna...*, s. 7.

go będzie zarówno przywrócenie poprzedniego stanu faktycznego, jak i stanu prawnego¹⁴⁶.

Jeżeli inwestor nabył lub objął akcje pod wpływem nieprawdziwej informacji, to naprawienie szkody w postaci restytucji naturalnej oznacza ukształtowanie takiej sytuacji ekonomicznej poszkodowanego, która powstałaby, gdyby nie dokonał on tej transakcji. Wówczas podmiot odpowiedzialny za upublicznienie informacji zobowiązany jest do świadczenia na rzecz poszkodowanego sumy pieniężnej odpowiadającej cenie kupna, w zamian uzyskując uprawnienie do nabycia przedmiotowych akcji od inwestora¹⁴⁷.

Należy jednak zauważyć, że w przypadku spółki publicznej restytucja naturalna w zasadzie nie będzie miała miejsca, w myśl art. 362 § 1 KSH bowiem nie może ona nabywać akcji własnych. W związku z tym z przyczyn prawnych generalnie brak jest możliwości dokonania restytucji naturalnej. Zgodnie z art. 363 § 1 KC, gdyby przewrócenie stanu poprzedniego było niemożliwe, roszczenie poszkodowanego ogranicza się do świadczenia w pieniądzu. Wobec tego poszkodowany inwestor w zasadzie może domagać się od spółki publicznej wyłącznie odszkodowania. Nawet gdyby przyjąć możliwość nabycia akcji własnych na podstawie jednego z wyjątków określonych w art. 362 § 1 KSH, to żądanie restytucji naturalnej może być wyłączone z innej przyczyny. Regulacja art. 363 § 1 KC bowiem stanowi, że gdyby przywrócenie stanu poprzedniego pociągało za sobą dla zobowiązanego nadmierne trudności lub koszty, roszczenie poszkodowanego ogranicza się do świadczenia w pieniądzu. W przypadku gdy po transakcji nabycia akcji przez inwestora ich kurs znajdował się w trendzie spadkowym pod wpływem czynników niezależnych od niewłaściwego realizowania obowiązków informacyjnych przez spółkę, zapłata na rzecz inwestora sumy pieniężnej równej cenie kupna wydaje się działaniem pociągającym dla zobowiązanego (tu: spółki publicznej) nadmierne koszty. Wynika to z faktu, że w zamian za akcje emitent zapłaci na rzecz inwestora cenę równą kursowi tych akcji w momencie ich kupna przez inwestora, podczas gdy w momencie dokonania restytucji naturalnej akcje te mogą mieć już mniejszą wartość, i to również z powodów zupełnie niezwiązanych z nieprawidłową realizacją obowiązków informacyjnych. Sytuacja kształtuje się inaczej w przypadku wzrostowego trendu kursu akcji, gdzie dokonanie restytucji naturalnej będzie w zasadzie niekorzystne dla inwestora, gdyż pozabawiłaby go ona zysków, jakie osiągnął w wyniku wzrostu kursu akcji¹⁴⁸.

Podsumowując, należy stwierdzić, że możliwość zastosowania restytucji naturalnej jako sposobu naprawienia szkody spowodowanej nieprawidłowym

¹⁴⁶ Zob. szerzej M. KALIŃSKI, *Naprawienie szkody*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 6..., s. 170 i nast.

¹⁴⁷ T. SÓJKA, *Obowiązki informacyjne...*, s. 298.

¹⁴⁸ Ibidem, s. 299.

realizowaniem obowiązków informacyjnych wydaje się bardzo ograniczona, z reguły bowiem prowadziłyby ona do rozwiązań, które w świetle art. 363 § 1 KC mogłyby zostać uznane za niedopuszczalne. Wobec tego podstawowym sposobem naprawienia szkody inwestora będzie zapłata odpowiedniej sumy pieniężnej¹⁴⁹.

¹⁴⁹ Ibidem.

Zakończenie

Transparentność to niewątpliwie podstawowa cecha rynku kapitałowego. Oznacza ona jasność, jawność, przejrzystość oraz zrozumiałość podstawowych mechanizmów funkcjonujących na tym rynku. Rynek jest tym bardziej transparentny, im więcej informacji o emitentach i instrumentach finansowych posiadają jego uczestnicy. Wprowadzenie odpowiednich standardów przejrzystości obrotu związane jest z istnieniem oraz próbą eliminacji ryzyka występowania zjawiska asymetrii informacyjnej.

Warunkiem efektywnego rynku w ujęciu informacyjnym jest dostęp inwestorów do wszystkich istotnych informacji na temat spółek publicznych i wyemitowanych przez nie akcji (szerzej: emitentów oraz instrumentów finansowych). Racjonalny inwestor, podejmując decyzję inwestycyjną, zainteresowany jest wszelkimi okolicznościami wpływającymi na ocenę jego sytuacji prawnej, ekonomicznej i rynkowej emitenta. W tym kontekście niezwykle istotną rolę odgrywają informacje o szczególnym charakterze, jakimi są informacje poufne.

Analiza kształtu obecnej definicji legalnej informacji poufnej może rodzić zastrzeżenia. Wśród pojawiających się wątpliwości można wymienić fakt, że definicja nie wskazuje, w jaki sposób dana informacja powinna zostać przekazana do publicznej wiadomości, aby nie uchodzić już za poufną. Ustawodawca nie odpowiada na pytanie, w jakim przypadku należy uznać informację za przekazaną do publicznej wiadomości — czy tylko wtedy, gdy zostanie upubliczniona w wyniku realizacji ustawowego obowiązku informacyjnego, czy może również za pośrednictwem innego kanału dystrybucji. Czy konieczne jest, aby stała się znana nieograniczonemu kręgowi adresatów, czy może wystarczy, by informacja dotarła do wiadomości wyłącznie profesjonalnych uczestników obrotu, i to bez względu na tryb upublicznienia. Ustalenie przesłanki upublicznienia ma istotne znaczenie praktyczne, gdyż przekazanie do publicznej wiadomości dyskwalifikuje informację jako poufną, a różne ujęcia sposobu upublicznienia mogą prowadzić do sytuacji, w której informacja zostanie przekazana do publicznej wiadomości przez podmiot inny niż emitent. W takim przypadku rynkowi zo-

staną przekazane istotne informacje w rzeczywistości nie pochodzące od emitenta jako wiarygodnego źródła informacji, co w konsekwencji może wpłynąć na obniżenie poziomu zaufania inwestorów do emitenta.

Znaczenie, jakie ma informacja dla funkcjonowania rynku kapitałowego, leży u podstaw wprowadzenia regulacji prawnych określających obowiązki informacyjne, które mają gwarantować prawidłową dystrybucję informacji, zapewniającą właściwe działanie rynku, który jest szczególnie wrażliwy na informacje dotyczące emitentów i instrumentów finansowych. Inwestorzy w celu podejmowania racjonalnych decyzji inwestycyjnych potrzebują informacji o okolicznościach mających wpływ na cenę lub wartość akcji. W rzeczywistości w praktyce obrotu występuje asymetria informacyjna pomiędzy spółką a jej aktualnymi i potencjalnymi akcjonariuszami w zakresie dostępu do cenotwórczych informacji.

Mimo że regulacja prawna w zakresie obowiązków informacyjnych emitentów ma na celu przede wszystkim ochronę inwestorów i samego obrotu na rynku kapitałowym, nie może być kształtowana w oderwaniu od realnych możliwości i słuszych interesów samych emitentów. Obowiązki informacyjne nie mogą utrudniać emitentom prowadzenia ich bieżącej działalności, a ich zakres nie powinien być kształtowany na podstawie subiektywnych potrzeb informacyjnych każdego inwestora, lecz obiektywnych kryteriów modelu racjonalnie działającego inwestora, z uwzględnieniem założeń efektywności rynku kapitałowego. Brak zapewnienia dostępu do informacji powodowałby, że inwestowanie stałoby się bardzo ryzykowne; w rezultacie inwestorzy mogliby ograniczać swoje zaangażowanie.

Osobnym zagadnieniem są ograniczenia nałożone na kategorię podmiotów, którymi są tzw. insiderzy. Przybierają one postać zakazów wykorzystywania oraz ujawniania informacji poufnej, a także udzielania rekomendacji lub nakłaniania do nabycia, lub zbycia instrumentów finansowych na podstawie takiej informacji. Warunkiem koniecznym do naruszenia wymienionych zakazów jest dokonanie określonej czynności zgodnie z informacją poufną. W tym przypadku problemów mogą dostarczać kwestie dowodowe. O ile bowiem odnośnie do insiderów pierwotnych, czy też tzw. *criminal insiders*, ustalenie, że podmioty te wiedziały, że posiadana przez nie informacja stanowi informację poufną nie jest tak istotne, o tyle w przypadku insiderów wtórnych, którzy nie uzyskali tej informacji w wyniku popełnienia przestępstwa, wiedza ta ma konstytutywne znaczenie. Sprowadza się to do ustalenia, czy konkretna osoba miała wiedzę, że jest w posiadaniu informacji poufnej, co w rzeczywistości, w braku obiektywnych dowodów, może okazać się nie do wykazania.

W kontekście ewentualnych naruszeń prawa i pociągnięcia określonych podmiotów do odpowiedzialności w praktyce dochodzenia roszczeń odszkodowawczych z tytułu naruszenia obowiązków informacyjnych szczególnie problematyczny może okazać się sposób ustalania wysokości poniesionej szkody

oraz adekwatnego związku przyczynowego. Inwestor, działając w zaufaniu do informacji podawanych przez emitenta, podjął określone decyzje inwestycyjne, a z uwagi na istniejący w tym momencie stan dezinformacji poniósł bezpośredni uszczerbek majątkowy. Przepisanie odpowiedzialności emitentowi w tym przypadku związane jest z zaistnieniem adekwatnego związku przyczynowo-skutkowego, co sprowadza się do ustalenia, że określone zachowanie inwestora stanowiło rezultat wpływu danej informacji. Dla zaistnienia odpowiedzialności emitenta nie wystarczy ograniczenie się do wykazania związku przyczynowego między pierwotnym naruszeniem obowiązków informacyjnych a szkodą finalnie poniesioną, ale konieczne jest ustalenie takiego związku między naruszeniem realizacji obowiązków informacyjnych a konkretną decyzją inwestycyjną, w wyniku której inwestor poniósł szkodę.

Problematyka niniejszego opracowania sprowadza się do twierdzenia, że pewne obszary rynku kapitałowego nie mogą być poddane wyłącznie regulacjom prawa prywatnego czy też oddziaływaniu mechanizmu tzw. niewidzialnej ręki rynku, nie pozwalają one bowiem na ograniczenie ryzyka związanego ze zjawiskiem asymetrii informacyjnej. Obowiązujące regulacje prawne w pewnych obszarach są niedoskonałe, a niejednokrotnie prowadzą do wystąpienia niepożądanego stanu, w której to instrumenty prawa administracyjnego, zamiast zapobiegać zawodności mechanizmu rynkowego, mogą ją pogłębiać. Ustawodawca, tworząc regulacje w zakresie prawa rynku kapitałowego, powinien mieć na uwadze konieczność dopasowania ich treści do wymogów płynących z praktyki obrotu. Regulacje w tym zakresie powinny stanowić najlepszy kompromis pomiędzy wolnością działalności gospodarczej a reglamentacją obrotu, natomiast niedopasowanie regulacji normatywnych do specyfiki rynku kapitałowego może skutkować niezapewnieniem rynku efektywnego ekonomicznie. Mając to na względzie, a także fakt, że rynek kapitałowy stale się rozwija i ewoluuje, na prawodawcy spoczywa obowiązek dokonywania nieprzerwanej modyfikacji istniejących regulacji oraz wprowadzania nowych rozwiązań normatywnych w taki sposób, by w jak największym stopniu realizowały one potrzeby praktyki.

Bibliografia

Publikacje

- ASSMANN H.D., SCHNEIDER U., *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, Aufl. 6, Köln 2012.
- BANASZCZAK-SOROKA U., ZAWADZKA P., *Ochrona rynku kapitałowego przed manipulacją w zjednoczonej Europie*, W: *Integracja gospodarcza — od wolnego handlu do unii walutowej. Materiały konferencji międzynarodowej*, Red. J. KUNDERA, Wrocław 2008.
- BARCZAK M., *Odpowiedzialność członka zarządu za naruszenie obowiązków przez spółkę publiczną — glosa do wyroku WSA w Warszawie z 22 czerwca 2007 r., VI SA/Wa 688/07*, „Prawo Spółek” 2008, nr 12.
- BARCZAK M., *Odpowiedzialność spółki publicznej za naruszenie obowiązków informacyjnych. Glosa do wyroku WSA w Warszawie z 8 czerwca 2005 r., VI SA/Wa 2015/04*, „Prawo Spółek” 2007, nr 10.
- BLICHAZ R., *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Toruń 2013.
- BLICHAZ R., *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Bydgoszcz—Katowice 2009.
- BLICHAZ R., LICHOSIK A., *Prawo rynku kapitałowego*, W: *Publiczne prawo gospodarcze. Zarys wykładu*, Red. R. BLICHAZ, Warszawa 2015.
- BOJARSKI J., *Przestępstwa wykorzystania poufnych informacji w obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1997, nr 4.
- BORKOWSKI J., w: ADAMIAK B., BORKOWSKI J., *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Warszawa 2009.
- CHŁĄD J., *Zakres zastosowania przepisów o „insider trading” do alternatywnego systemu obrotu*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2009, nr 1.
- CHŁOPECKI A., *Informacja poufna w prawie papierów wartościowych*, W: *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi S. Sołtyś-iskiemu*, Red. A. NOWICKA, Poznań 2005.
- CHŁOPECKI A., *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 7.

- CHŁOPECKI A., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 9.
- CHŁOPECKI A., *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19: *Prawo papierów wartościowych*, Red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006.
- CHŁOPECKI A., *Publiczny obrót i instrumenty finansowe — redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 11.
- CHŁOPECKI A., *Zasady odpowiedzialności prospektowej — polemika*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 9.
- CHŁOPECKI A., w: CHŁOPECKI A., DOMAŃSKI G., JURGA R., MICHALSKI M., SOBOLEWSKI L., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999.
- CHŁOPECKI A., w: CHŁOPECKI A., DYL M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2012.
- CHŁOPECKI A., w: CHŁOPECKI A., DYL M., *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014.
- CZECH T., *Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej oraz instrumentów finansowych według MiFID*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7.
- CZERNIAWSKI R., *Akcjonariusz*, Warszawa 2010.
- CZERNIAWSKI R., w: WIERZBOWSKI M., CZERNIAWSKI R., *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002.
- DADAK W., *Prawnokarna ochrona tajemnicy w obrocie papierami wartościowymi*, „Czasopismo Prawa Karnego i Nauk Penalnych” 2000, nr 1.
- DĘBSKI W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2001.
- DOMAŃSKI G., *Odpowiedzialność za wady prospektu emisyjnego*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1998, nr 1.
- DOMAŃSKI G., w: CHŁOPECKI A., DOMAŃSKI G., JURGA R., MICHALSKI M., SOBOLEWSKI L., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999.
- DOMAŃSKI G., GOSZCZYK M., *Nabycie akcji spółki publicznej — obowiązek ogłaszania wezwań*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 4.
- DUBIS W., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, Red. E. GNIEWEK, P. MACHNIKOWSKI, Warszawa 2016.
- DUDA A., *Interes prawny w polskim prawie administracyjnym*, Warszawa 2008.
- DULINIEC A., *Operacje wykupu przez spółkę własnych akcji*, W: *Zarządzanie finansami. Cele — organizacja — narzędzia*, Red. D. ZARZECKI, T. 2, Warszawa 2001.
- DYL M., *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa 2001.
- DYL M., *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19: *Prawo papierów wartościowych*, Red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006.
- DYL M., *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012.
- DYL M., *Termin prawa materialnego a podstawa prawna wydania decyzji administracyjnej. Glosa do wyroku WSA w Warszawie z dnia 17 marca 2009 r., VI SA/Wa 1716/08*, „Glosa” 2011, nr 4.

- DYL M., w: CHŁOPECKI A., DYL M., *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014.
- DYL M., w: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Red. M. WIERZBOWSKI, Warszawa 2015.
- ELŻANOWSKI F., *Ekonomiczna analiza regulacji „insider trading”*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2012, nr 12.
- FAMIRSKI A., w: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Red. M. MICHALSKI, Warszawa 2014.
- FLEISCHER H., *Directors’ Dealings*, „Zeitschrift für Wirtschaftsrecht” 2002, Nr. 28.
- FRAŃCZAK P., *Zasady odpowiedzialności deliktowej na przykładzie art. 98 ust. 1 OfertaPublU*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2007, nr 12.
- GĘBUSIA I., *Dostęp do informacji poufnej a wykonanie praw z warrantów subskrypcyjnych emitowanych w ramach programu motywacyjnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2012, nr 8.
- GLICZ M., *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 10.
- GLICZ M., *Stany faktyczne rozciągnięte w czasie a obowiązki informacyjne spółki publicznej*, W: *Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego*, Red. J. KRUCZALAK-JANKOWSKA, Warszawa 2013.
- GLICZ M., w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Red. M. WIERZBOWSKI, L. SOBOLEWSKI, P. WAJDA, Warszawa 2012.
- GOŁACZYŃSKI J., w: *Zastaw rejestrowy i rejestr zastawów. Komentarz*, Red. J. GOŁACZYŃSKI, M. LEŚNIAK, Warszawa 2009.
- GONTAREK A., w: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Red. M. MICHALSKI, Warszawa 2014.
- GÓRECKI M., *Informacje poufne na rynku kapitałowym — obowiązki, procedury, sankcje*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2008, nr 1.
- GÓRECKI M., *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, nr 1.
- GRABOWSKI J., *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996.
- GROMEK K., w: *Kodeks rodzinny i opiekuńczy. Komentarz*, Warszawa 2016.
- GRYKIEL J., w: *Kodeks cywilny. T. 1. Komentarz. Art. 1—449¹¹*, Red. M. GUTOWSKI, Warszawa 2016.
- HAŁADYJ K., *O dopuszczalności dochodzenia roszczeń odszkodowawczych przez akcjonariuszy od spółek publicznych w związku z naruszeniem obowiązków informacyjnych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2007, nr 3.
- HAŁADYJ K., *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Warszawa 2008.
- HAŁADYJ K., *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009.
- HAŁADYJ K., JASTRZĘBSKI J., *Naruszenie obowiązków informacyjnych emitentów — zagadnienie szkody*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 4.

- HEINRICH T., in: *Kölner Kommentar zum WpHG*, Eds. H. HIRTE, T.M.J. MÖLLERS, Köln—Berlin—München 2007.
- HELIN A., *Komentarz do art. 1—79 ustawy o rachunkowości*, W: *Kodeks spółek handlowych*, T. 5: *Pozakodeksowe prawo handlowe. Komentarz*, Red. S. SOLTYSIŃSKI, A. SZAJKOWSKI, A. SZUMAŃSKI, J. SZWAJA, Warszawa 2015.
- HOC S., w: *Kodeks karny. Komentarz*, Red. R.A. STEFAŃSKI, Warszawa 2015.
- IDZIKOWSKA G., w: *Komentarz do ustawy o rachunkowości. Rachunkowość — MSR — Podatki*, Red. A. JARUGOWA, T. MARTYNIUK, Gdańsk 2005.
- IGNACZEWSKI J., *Kodeks rodzinny i opiekuńczy. Komentarz*, Warszawa 2010.
- JAGODZIŃSKI B., *Nowacja rozliczeniowa transakcji pochodnych*. „Monitor Prawa Bankowego” 2013, nr 10.
- JASTRZĘBSKI J., *Odpowiedzialność audytora spółki publicznej wobec osób trzecich*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 11.
- JASTRZĘBSKI J., *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — dopuszczalność „due diligence” spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 2.
- JASTRZĘBSKI J., *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 1.
- JAŚKOWSKA M., WRÓBEL A., *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Kraków 2005.
- JAŚKOWSKI K., w: JAŚKOWSKI K., MANIEWSKA E., *Kodeks pracy. Komentarz*, T. 1, Warszawa 2014.
- JURGA R., MICHALSKI M., w: CHŁOPECKI A., DOMAŃSKI G., JURGA R., MICHALSKI M., SOBOLEWSKI L., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Red. L. SOBOLEWSKI, Warszawa 1999.
- KALIŃSKI M., *Odpowiedzialność odszkodowawcza*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 6: *Prawo zobowiązań — część ogólna*, Red. A. OLEJNICZAK, Warszawa 2009.
- KALIŃSKI M., *Szkoda na mieniu i jej naprawienie*, Warszawa 2008.
- KAMERSCHEN D.R., MCKENZIE R.B., NARDINELLI C., *Ekonomia*, Gdańsk 1991.
- KĘDZIORA J., *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Warszawa 2005.
- KĘDZIORA R., *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Warszawa 2014.
- KIDYBA A., *Kodeks spółek handlowych*, T. 2: *Komentarz do art. 301—633 KSH*, Warszawa 2013.
- KOCH A., *Związek przyczynowy jako podstawa odpowiedzialności odszkodowawczej w prawie cywilnym*, Warszawa 1975.
- KOLWAS A., *Obowiązki kodeksów „Corporate Governance” spółek publicznych — uwagi na tle prawno-porównawczym*, „Prawo Spółek” 2008, nr 7—8.
- KOŁACZ J., *Nowe praktyki w spółkach publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 9.
- KOŁACZ J., *Obowiązki informacyjne uczestników rynku kapitałowego a tajemnica bankowa*, „Prawo Bankowe” 2007, nr 7—8.
- KOŁACZ J., *Prowadzenie korporacyjnych stron internetowych przez spółki publiczne — możliwość czy prawny obowiązek*, „Prawo Spółek” 2009, nr 3.
- KOMAR Z., w: *Sztuka spekulacji*, Red. J. KALISIAK, Warszawa 1993.

- KRAWCZYK T., *Normatywne ujęcie problematyki przestępczości „insider trading” w polskim prawie karnym*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2000, nr 61.
- KUBSIK S., *Przedkontraktowa odpowiedzialność odszkodowawcza z tytułu nieuczciwych negocjacji*, Warszawa 2015.
- KUCIŃSKI R., *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2004.
- KUNICKA-MICHALSKA B., *Przestępstwa przeciwko ochronie informacji i wymiarowi sprawiedliwości*, Warszawa 2000.
- KUSKA-ŻAK I., ŻAK M., *Komentarz do ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, LEX 2006.
- LEOŃSKI Z., *O istocie tzw. kar administracyjnych*, W: *Jednostka w demokratycznym państwie prawa*, Red. J. FILIPEK, Bielsko-Biała 2003.
- LEWANDOWSKI R., *Obowiązek zachowania tajemnicy zarządu spółki akcyjnej i prawa akcjonariusza do informacji odnośnie do badania „due diligence”*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 7.
- LICHOSIK A., *Ewolucja pojęcia spółki publicznej w prawie rynku kapitałowego*, W: *Sytuacja przedsiębiorcy na tle zmian w prawie publicznym i prywatnym w perspektywie europejskiej*, Red. J. MOJAK, A. ŻYWICKA, Lublin 2016.
- LICHOSIK A., *„Insider trading” w branży lotniczej*, W: *Wybrane problemy prawne związane z funkcjonowaniem portu lotniczego*, Red. K. ŁUCZAK, Katowice 2015.
- LICHOSIK A., *Klauzula generalna istotnego wpływu informacji poufnej na cenę lub wartość instrumentu finansowego*, W: *Klauzule generalne w prawie krajowym i obcym*, Red. L. ZACHARKO, Katowice 2016.
- LICHOSIK A., *Prospekt emisyjny jako podstawa prawna do informacji o emitencie*, W: *Prawne instrumenty oddziaływania na gospodarkę*, Red. A. POWAŁOWSKI, Warszawa 2016.
- LICHOSIK A., *Zakres przedmiotowy prawa rynku kapitałowego — zagadnienia wybrane*, „Przegląd Naukowy Disputatio” 2015, T. 19, nr 1.
- LIPIEC-WARZECHA L., *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010.
- LONGCHAMPS F., *Osobiste doświadczenia wojenne*, Lwów 1936.
- ŁASZCZYCA G., MARTYSZ C., MATAN A., *Postępowanie administracyjne ogólne*, Warszawa 2003.
- ŁUGOWSKI M., *Odpowiedzialność cywilnoprawna za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym*, „Przegląd Corporate Governance” 2007, nr 4.
- MACHNIKOWSKI P., *Odpowiedzialność za wykonawcę powierzonej czynności*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 6: *Prawo zobowiązań — część ogólna*, Red. A. OLEJNICZAK, Warszawa 2009.
- MACHNIKOWSKI P., w: BURIAN B., CISEK A., DRELA M., DUBIS W., GNIEWEK E., GOŁACZYŃSKI J., GOŁĘBIEWSKI K., GÓRSKA K., JEZIORO J., KREMIS J., MACHNIKOWSKI P., NADLER J., STRZEBIŃCZYK J., SZYDŁO W., ZAGROBELNY K., *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2011.
- MAJEWSKI J., *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrecji w obrocie papierami wartościowymi*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 9.
- MALINOWSKI A., *Członek zarządu — funkcjonariusz spółki czy powiernik interesów dominującego akcjonariusza?*, „Prawo Spółek” 2001, nr 10.

- MARKOWSKI K., *Podmiotowe uwarunkowania decyzji inwestycyjnych*, W: *Zarządzanie finansami firm — teoria i praktyka*, Red. W. PLUTA, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu”, Nr 965, Wrocław 2002.
- MARTYSZ C.B., *Manipulacje instrumentami finansowymi i „insider trading”*. *Analiza prawnoekonomiczna*, Warszawa 2015.
- MATUSZEWSKI P., *Zachowania inwestorów i znaczenie informacji a efektywność rynku kapitałowego*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu” 2000, Seria 1, nr 277.
- MICHALSKI M., *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Kraków 2004.
- MICHALSKI M., *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 1.
- MICHALSKI M., *Umorzenie definitywne akcji w świetle przepisów kodeksu handlowego oraz ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Prawo Spółek” 1999, nr 10.
- MICHALSKI M., *Zastaw na papierach wartościowych w obrocie tradycyjnym oraz na papierach dopuszczonych do publicznego obrotu*, „Prawo Spółek” 2000, nr 1.
- MICHALSKI M., w: CHŁOPECKI A., DOMAŃSKI G., JURGA R., MICHALSKI M., SOBOLEWSKI L., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999.
- MICHALSKI M., w: *Spółka akcyjna*, Red. A. KIDYBA, Warszawa 2010.
- MICHÓR A., *Odpowiedzialność administracyjna notariuszy jako insiderów pierwotnych w obrocie instrumentami finansowymi*, „Rejent” 2007, nr 11.
- MICHÓR A., *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009.
- MÖLLERS T.M., KERNCHEN E., *Information Overload am Kapitalmarkt*, „Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht” 2011, Nr. 1.
- MULARSKI K., w: *Kodeks cywilny. T. 1. Komentarz. Art. 1—449¹¹*, Red. M. GUTOWSKI, Warszawa 2016.
- NESTOROWICZ M., *Adekwatny związek przyczynowy jako przesłanka odpowiedzialności cywilnej w świetle orzecznictwa*, W: *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi S. Soltysińskiemu*, Red. A. NOWICKA, Poznań 2005.
- NIEBORAK T., w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Red. T. SÓJKA, Warszawa 2015.
- NIEBORAK T., w: *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, Red. T. NIEBORAK, T. SÓJKA, Warszawa 2011.
- NOGALSKI B., DADEJ R., *Kodeks dobrych praktyk jako narzędzie budowania zaufania na rynku kapitałowym*, W: *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Red. S. RUDOLF, Łódź 2006.
- OHANOWICZ A., *Zobowiązania przemienne*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1947, nr 3.
- OPALSKA D., *Zakaz stosowania informacji wewnętrznych w działalności inwestycyjnej. Glosa do wyroku TS z 23.12.2009 r., C 45/08*, „Glosa” 2011, nr 3.
- OPALSKI A., *Monistyczny i dualistyczny system organizacyjny spółki akcyjnej — ewolucja, problemy, perspektywy (cz. 1)*, „Prawo Spółek” 2005, nr 11.
- OPALSKI A., *O pojęciu interesu spółki handlowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 11.

- OPALSKI A., *Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Warszawa 2006.
- OPALSKI A., *Umorzenie akcji spółki publicznej — zagadnienia wybrane*, „Monitor Prawa Handlowego” 2011, T. 2.
- OPALSKI A., w: *Kodeks spółek handlowych*, T. 3 B: *Spółka akcyjna. Komentarz art. 393—490*, Red. A. OPALSKI, Warszawa 2016.
- OPLUSTIL K., „Corporate governance”: *Komitet audytu w radzie nadzorczej spółki publicznej*, „Prawo Spółek” 2005, nr 7—8.
- OPLUSTIL K., *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym*, cz. 2, „Prawo Spółek” 2005, nr 3.
- OPLUSTIL K., WIÓREK P.M., *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym*, cz. 1, „Prawo Spółek” 2005, nr 2.
- OPLUSTIL K., w: *Prawo instrumentów finansowych*, Red. M. STEC, Warszawa 2016.
- PACHUCKI M., *Alternatywny System Obrotu — nowe miejsce obrotu instrumentami finansowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 1.
- PACHUCKI M., *Informacja poufna po nowelizacji ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 5.
- PACHUCKI M., *Raportowanie informacji poufnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2012, nr 5.
- PAWILIK Ch., in: *Kölner Kommentar zum WpHG*, Eds. H. HIRTE, T.M.J. MÖLLERS, Köln—Berlin—München 2007.
- PINIOR P., *Problematyka wynagradzania członków rady nadzorczej w spółce akcyjnej*, „Prawo Spółek” 2007, nr 7/8.
- PINIOR P., POPIOLEK W., STRZĘPKA J.A., ZIELIŃSKA E., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013.
- PINIOR P., ZIELIŃSKA E., *Europejskie tendencje w zakresie wynagradzania członków zarządów spółek akcyjnych*, W: *Ewolucja prawa prywatnego*, Red. P. PINIOR, E. ZIELIŃSKA, Katowice 2014.
- POREDA A., w: *Zastaw rejestrowy i rejestr zastawów. Komentarz*, Red. R. DYBKA, K. GLIWIŃSKI, A. POREDA, Warszawa 2016.
- Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Red. L. SOBOLEWSKI, Warszawa 1999.
- RADWAŃSKI Z., OLEJNICZAK A., *Zobowiązania — część ogólna*, Warszawa 2006.
- REMBIELIŃSKI A., *Odpowiedzialność cywilna za szkodę wyrządzoną przez podwładnego*, Warszawa 1971.
- RODZYNKIEWICZ M., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2005.
- RODZYNKIEWICZ M., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013.
- ROMANOWSKA A., *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych „insider trading”*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 9.
- ROMANOWSKA A., „Insider trading” — *obowiązki emitentów oraz insiderów*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 4.
- ROMANOWSKA-ZIELONKA A., *Opcje walutowe a obowiązki informacyjne emitentów*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7.
- ROMANOWSKI M., *Nabywanie akcji w trybie publicznego wezwania*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 11.

- ROMANOWSKI M., *Okresy zamknięte w prawie rynku kapitałowego a opcje menedżerskie*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 5.
- ROMANOWSKI M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003.
- ROMANOWSKI M., *Reforma prawa spółek handlowych a rynek kapitałowy (zagadnienia wybrane)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 2.
- ROMANOWSKI M., *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 3.
- ROMANOWSKI M., *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych na podstawowe konstrukcje prawa papierów wartościowych*, „Państwo i Prawo” 1999, nr 10.
- ROMANOWSKI M., *Zatajenie informacji mających znaczny wpływ na cenę akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 3.
- SAFIAN M., w: *Kodeks cywilny. T. 1. Komentarz. Art. 1—449*¹⁰, Red. K. PIETRZYKOWSKI, Warszawa 2015.
- SCHLETTE V., BOUCHON M., in: FUCHS A., *Wertpapierhandelsgesetz: WpHG, Kommentar*, München 2009.
- SCHWARK E. in: SCHWARK E., ZIMMER D., *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, München 2010.
- SOKAL P., *Obowiązki informacyjne emitentów*, „Prawo Spółek” 2012, nr 3.
- SOKAL P., *Zastaw zwykły i rejestrowy na akcjach*, Warszawa 2011.
- SOLTYSIŃSKI S., SÓJKA T., w: *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna. Komentarz do artykułu 301—490*. T. 3, Red. S. SOLTYSIŃSKI, Warszawa 2013.
- SOLTYSIŃSKI S., w: SOLTYSIŃSKI S., SZAJKOWSKI A., SZUMAŃSKI A., SZWAJA A., *Kodeks spółek handlowych. T. 3: Komentarz do art. 301—458*, Warszawa 2008.
- SÓJKA T., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008.
- SÓJKA T., *Odpowiedzialność odszkodowawcza członków zarządu i rady nadzorczej za upublicznianie fałszywych informacji w raportach okresowych*, W: „Europejskie Prawo Spółek”, T. 3: *Corporate governance*, Red. M. CEJMER, J. NAPIERAŁA, T. SÓJKA, Warszawa 2006.
- SÓJKA T., *Odpowiedzialność odszkodowawcza za naruszenie obowiązków publikacyjnych dotyczących informacji poufnych*, W: *Prawo wobec wyzwań współczesności*, T. 4, Red. P. WILIŃSKI, O. KRAJNIAK, G. GUZIK, Poznań 2007.
- SÓJKA T., *Odpowiedzialność odszkodowawcza za upublicznienie fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym w świetle dyrektywy prospektowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 4.
- SÓJKA T., *Rekomendowanie klientom transakcji dotyczącej instrumentów finansowych we własnym interesie (scalping)*, W: *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Red. T. SÓJKA, Warszawa 2016.
- SÓJKA T., *Zasady odpowiedzialności prospektowej — replika*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 12.
- SÓJKA T., *Związek przyczynowy jako przesłanka odpowiedzialności spółki publicznej za naruszenie obowiązków informacyjnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2007, nr 2.
- SÓJKA T., w: MATA CZYŃSKI M., SKOCZYŁAS A., SÓJKA T., WACŁAWIK-WEJMAN A., ZAWŁOCKI R., *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finan-*

- sowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz, Warszawa 2010.
- STEFANOWICZ B., *Informacja*, Warszawa 2004.
- STEFANOWICZ B., *Informacja. Wiedza. Mądrość*, „Biblioteka Wiadomości Statystycznych”, T. 66, Warszawa 2013.
- STRAFFIN D.P., *Teoria gier*, Warszawa 2004.
- STRZEBINCYK J., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, Red. E. GNIEWEK, P. MACHNIKOWSKI, Warszawa 2016.
- SUCHARSKI M., *Prawnokarna ochrona giełdowego obrotu papierami wartościowymi*, Toruń 2006.
- SZEWczyk J.M., *Nowacja rozliczeniowa transakcji derywatywnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2014, nr 1.
- SZPUNAR A., *Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną przez podwładnego*, W: *Rozprawy z polskiego i europejskiego prawa prywatnego. Księga pamiątkowa ofiarowana profesorowi Józefowi Skąpskiemu*, Red. A. MĄCZYŃSKI, M. PAZDAN, A. SZPUNAR, Kraków 1994.
- SZPUNAR A., *Odszkodowanie za szkodę majątkową. Szkada na mieniu i osobie*, Bydgoszcz 1998.
- SZPUNAR A., *Restytucja naturalna jako sposób naprawienia szkody*, „Nowe Prawo” 1985, nr 1.
- SZPUNAR A., *Ustalenie odszkodowania w prawie cywilnym*, Warszawa 1975.
- SZUMAŃSKI A., *Źródła prawa, wartość i znaczenie gospodarcze akcji*, W: „System Prawa Prywatnego”, T. 19: *Prawo papierów wartościowych*, Red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006.
- SZWAJA A., MIKA I., w: SOLTYSIŃSKI S., SZAJKOWSKI A., SZUMAŃSKI A., SZWAJA J., HERBERT A., MATA CZYŃSKI M., MIKA I., SÓJKA T., TARSKA M., WYRWIŃSKI M., *Kodeks spółek handlowych. T. 3: Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301—490*, Warszawa 2013.
- SZYMAŃSKI R.F., KOCEMBA K., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa 2013.
- WAJDA P., *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011.
- WAJDA P., *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Warszawa 2009.
- WAJDA P., *Ryzyko rynku kapitałowego jako istotne wyzwanie dla prawodawcy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 3.
- WAJDA P., *Sankcje administracyjne jako mechanizm zabezpieczający realizację obowiązków informacyjnych w toku oferty publicznej papierów wartościowych na rynek giełdowy*, W: *Sankcje administracyjne*, Red. M. STAHL, R. LEWICKA, M. LEWICKI, Warszawa 2011.
- WALASZEK-PYZIOŁ A., *Zasada proporcjonalności w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1995, nr 1.
- WEISS I., *Sposoby wykonania zobowiązań wynikających z obligacji*, „Prawo Spółek” 2005, nr 3.
- WELCH J., PANNIER M., BARRACHINO E., BERND J., LEDEBOER P., *Comparative Implementation Of EU Directives — Insider Dealing and Market Abuse*, The British Institute of International and Comparative Law, CityResearch Series no. 8, dec. 2005.

- WIERZBOWSKI M., w: CZERNIAWSKI R., WIERZBOWSKI M., *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002.
- WIKTOROWICZ M., *Dobre praktyki w spółkach („corporate governance“)*, „Prawo Spółek” 2003, nr 10.
- WIKTOROWICZ M., *Stan dobrych praktyk w spółkach notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych*, „Prawo Spółek” 2004, nr 7—8.
- WINCENCIAK M., *Sankcje w prawie administracyjnym i procedura ich wymierzania*, Warszawa 2008.
- WRÓBEL W., w: BOGDAN G., BUCHAŁA K., ĆWIAKAŁSKI Z., DĄBROWSKA-KARDAS M., KARDAS P., MAJEWSKI J., RODZYNKIEWICZ M., SZEWCZYK M., WRÓBEL W., ZOLL A., *Kodeks karny. Część szczególna. Komentarz, T. 2: Komentarz do art. 117—277 k.k.*, Kraków 1999.
- ZACHARZEWSKI K., *Prawo giełdowe*, Warszawa 2010.
- ZAGAJEWSKA A., *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, Warszawa 2012.
- ZAKRZEWSKI R., *Przestępstwa przeciwko obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi*, „Monitor Prawniczy” 1998, nr 12.
- ZAPADKA P., w: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Red. M. MICHAŁSKI, Warszawa 2014.
- ZELEK M., w: *Kodeks cywilny. T. 1: Komentarz. Art. 1—449¹*, Red. M. GUTOWSKI, Warszawa 2016.
- ZIARKO-SIWEK U., *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, Warszawa 2005.
- ZWOLIŃSKA A., *Rekomendacje i doradztwo inwestycyjne w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2000.
- ZWOLIŃSKA-DOBOSZYŃSKA A., *Wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 1.
- ŻÓŁTEK S., *Prawo karne gospodarcze w aspekcie zasady subsydiarności*, Warszawa 2009.

Źródła prawa

- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. 1997.78.483).
- Ustawa z 25 lutego 1964 r. — Kodeks rodzinny i opiekuńczy (Dz.U. 2012.788 z późn. zm.).
- Ustawa z 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny (Dz.U. 2014.121 z późn. zm.).
- Ustawa z 17 listopada 1964 r. — Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. 2014.101 z późn. zm.).
- Ustawa z 6 czerwca 1997 r. — Kodeks karny (Dz.U. 1997.88.553 z późn. zm.).
- Ustawa z 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2013.1030 z późn. zm.).
- Ustawa z 18 stycznia 1951 r. o dniach wolnych od pracy (Dz.U. 2015.90 z późn. zm.).

- Ustawa z 26 stycznia 1984 r. — Prawo prasowe (Dz.U. 1984.5.24 z późn. zm.).
- Ustawa z 22 marca 1991 r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1994.58.239 z późn. zm.).
- Ustawa z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2015.238).
- Ustawa z 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (Dz.U. 2009.67.569 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. 2003.99.919 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. — Prawo bankowe (Dz.U. 2015.128).
- Ustawa z 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2013.1030 z późn. zm.).
- Ustawa z 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (Dz.U. 2014.197 z późn. zm.).
- Ustawa z 16 listopada 2000 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (Dz.U. 2014.455 z późn. zm.).
- Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 2014.157 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2014.94 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2013.1382 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2014.1537 z późn. zm.).
- Ustawa z 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. 2009.77.649 z późn. zm.).
- Ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. 2013.885 z późn. zm.).
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 2273/2003 z 22 grudnia 2003 r. wykonujące dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych (Dz.Urz. WE L 336 z 23.12.2003).
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r. w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie do informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym (Dz.Urz. UE L 149 z 30.04.2004, s. 1).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.Urz. UE L nr 201, s. 1).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. 2005.206.1715 z późn. zm.).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 15 listopada 2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi

- oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych (Dz.U. 2005.229.1950).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 13 lutego 2006 r. w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (Dz.U. 2006.25.188 z późn. zm.).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 13 kwietnia 2006 r. w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnieniem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych (Dz.U. 2006.67.476 z późn. zm.).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U. 2012.1078 z późn. zm.).
- Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), (Dz.Urz. WE L 96 z 12.04.2003, s. 16).
- Dyrektywa Komisji 2003/124/WE z 22 grudnia 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. UE L 339 z 24.12.2003, s. 70).
- Dyrektywa Komisji 2004/72/WE z 29 kwietnia 2004 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach (Dz.Urz. UE L 162 z 30.04.2004, s. 70).
- Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, s. 38).

Orzecznictwo

Sąd Najwyższy

- Wyrok SN z 11 kwietnia 2008 r., II CSK 618/07, LEX nr 496844.
- Wyrok SN z 2 października 2002 r., sygn. akt III RN 149/01, LEX nr 79473.
- Wyrok SN z 11 lipca 1957 r., II CR 304/57, LEX nr 49753.
- Uchwała składu 7 sędziów SN z 22 listopada 1963 r., III PO 31/63, LEX nr 105247.
- Uchwała SN z 21 maja 2002 r., III CZP 26/02, LEX nr 53966.

Uchwała SN z 8 września 1995 r., III CZP 105/95, LEX nr 9230.
Postanowienie SN z 2 czerwca 2011 r., I CSK 520/10, LEX nr 1129076.

Naczelny Sąd Administracyjny

Wyrok NSA z 17 lutego 2015 r., II GSK 2354/13, Legalis nr 1218170.
Wyrok NSA z 17 października 2014 r., II GSK 1359/13, Legalis nr 1219067.
Wyrok NSA z 25 marca 2014 r., II GSK 250/13, Legalis nr 908584.
Wyrok NSA z 6 maja 2014 r., II GSK 489/13, Legalis nr 1042477.
Wyrok NSA z 15 stycznia 2014 r., II GSK 834/12, LEX nr 1452773.
Wyrok NSA z 22 listopada 2013 r., II GSK 911/12, Legalis nr 744002.
Wyrok NSA z 21 listopada 2013 r., II GSK 931/12, Legalis nr 742582.
Wyrok NSA z 19 lutego 2013 r., II GSK 2226/11, Legalis nr 617863.
Wyrok NSA z 18 stycznia 2012 r., II GSK 1256/11, LEX nr 1137859.
Wyrok NSA z 5 lipca 2011 r., II GSK 710/10, LEX nr 1083369.
Wyrok NSA z 18 grudnia 2008 r., II GSK 526/08, LEX nr 522422.
Wyrok NSA z 15 lipca 2008 r., II GSK 269/08, LEX nr 483687.
Wyrok NSA z 24 kwietnia 2008 r., II GSK 429/07, Legalis nr 117276.
Wyrok NSA z 10 kwietnia 2008 r., II OSK 382/07, LEX nr 1012455.
Wyrok NSA z 15 listopada 2007 r., II GSK 103/07, LEX nr 420711.
Wyrok NSA z 25 kwietnia 2006 r., II OSK 714/05, LEX nr 197983.
Wyrok NSA z 17 lipca 2003 r., SA/BD 1271/03, LEX nr 109729.
Wyrok NSA z 25 września 2001 r., III SA 3330/00, LEX nr 78858.
Wyrok NSA z 13 marca 2000 r., sygn. akt V SA 821/99, LEX nr 41268.
Wyrok NSA z 4 listopada 1998 r., I SA 660/98, LEX nr 44589.
Wyrok NSA z 17 listopada 1982 r., I SA/Kr 664/82, LEX nr 9711.

Wojewódzki Sąd Administracyjny

Wyrok WSA w Warszawie z 25 listopada 2013 r., VI SA/Wa 643/13, Legalis nr 1063642.
Wyrok WSA w Warszawie z 23 sierpnia 2013 r., VI SA/Wa 739/13, Legalis nr 774463.
Wyrok WSA w Warszawie z 14 listopada 2012 r., VI SA/Wa 1013/12, Legalis nr 818831.
Wyrok WSA w Warszawie z 25 września 2012 r., VI SA/Wa 559/12, Legalis nr 554878.
Wyrok WSA w Warszawie z 8 lutego 2012 r., VI SA/Wa 1604/11, Legalis nr 525582.
Wyrok WSA w Warszawie z 28 grudnia 2011 r., VI SA/Wa 1707/11, Legalis nr 446726.
Wyrok WSA w Warszawie z 6 grudnia 2011 r., VI SA/Wa 994/11, Legalis nr 834425.
Wyrok WSA w Warszawie z 8 listopada 2011 r., VI SA/Wa 1736/11, Legalis nr 409150.
Wyrok WSA w Warszawie z 12 maja 2011 r., VI SA/Wa 467/11, Legalis nr 376131.

- Wyrok WSA w Warszawie z 27 kwietnia 2011 r., VI SA/Wa 2480/10, Legalis nr 347303.
- Wyrok WSA w Warszawie z 12 kwietnia 2011 r., VI SA/Wa 2431/10, Legalis nr 347553.
- Wyrok WSA w Warszawie z 12 kwietnia 2011 r., VI SA/Wa 2429/10, Legalis nr 377822.
- Wyrok WSA w Warszawie z 25 marca 2011 r., VI SA/Wa 2018/10, Legalis nr 375829.
- Wyrok WSA w Warszawie z 27 stycznia 2011 r., VI SA/Wa 1816/10, Legalis nr 366144.
- Wyrok WSA w Warszawie z 24 stycznia 2011 r., VI SA/Wa 1511/10, Legalis nr 360515.
- Wyrok WSA w Warszawie z 22 marca 2010 r., VI SA/Wa 2182/09, Legalis nr 834937.
- Wyrok WSA w Warszawie z 22 marca 2010 r., VI SA/Wa 2181/09, Legalis nr 834932.
- Wyrok WSA w Warszawie z 16 grudnia 2009 r., VI SA/Wa 1466/09, Legalis nr 828772.
- Wyrok WSA w Łodzi z 8 października 2009 r., III SA/Łd 322/09, LEX nr 572912.
- Wyrok WSA w Warszawie z 21 stycznia 2009 r., IV SA/Wa 1700/08, LEX nr 538308.
- Wyrok WSA w Olsztynie z 24 września 2008 r., II SA/OI 409/08, LEX nr 559080.
- Wyrok WSA w Warszawie z 6 września 2007 r., VI SA/Wa 811/07, LEX nr 372743.
- Wyrok WSA w Warszawie z 22 czerwca 2007 r., VI SA/Wa 688/07, LEX nr 466379.
- Wyrok WSA w Warszawie z 15 listopada 2005 r., VII SA/Wa 490/05, LEX nr 199043.
- Postanowienie WSA w Warszawie z 3 września 2013 r., VI SA/Wa 904/13, Legalis nr 906353.

Inne

- Wyrok TSUE z 11 marca 2015 r., C-628/13, Legalis nr 1195599.

Pozostałe źródła

CESR's Advice on Level 2 Implementing Measure for the proposed Market Abuse Directive, December 2002, Ref: CESR/02.089d.

- Decyzja KNF z 15.10.2013 r. ws. MIT Mobile Internet Technology S.A.; Decyzja KNF z 23.02.2010 r. ws. Sfinks Polska S.A.; Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z 3.09.2013 r. ws. Eurocash S.A.; Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z 3.09.2013 r. ws. Emperia Holding S.A.; Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z 13.08.2013 r. ws. Rovese S.A. oraz Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z 9.10.2012 r. ws. Internet Group S.A., w: *Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego*; http://bip.knf.gov.pl/pliki/kary_KNF_wg_naruszen_04_02_14_tcm6-36391.pdf.

- Dobre Praktyki Autoryzowanych Doradców NewConnect — Załącznik nr 2 do Uchwały nr 795/2008 Zarządu Giełdy z 31 października 2008 r.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW — Załącznik do Uchwały nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z 21 listopada 2012 r.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na NewConnect — Załącznik nr 1 do Uchwały nr 795/2008 Zarządu Giełdy z 31 października 2008 r.
- Kodeks dobrej praktyki domów maklerskich; http://www.idm.com.pl/images/regulacje/Kodeks_dobrej_praktyki_domow_maklerskich.pdf.
- Market Abuse Directive Level 3 — second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market. July 2007.*
- Opinia rzecznika generalnego J. Kokott, wyrok TS w sprawie C-45/08 *Spector Photo Group i Van Raemdonck*, pkt 66.
- Opracowanie Urzędu KNF, *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Warszawa 2011, s. 7; http://www.knf.gov.pl/Images/wzmocnienie_ochrony_uczestnikow_ryнку_kapitałowego_tcm75-25693.pdf.
- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu organizowanego przez BondSpot S.A. w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 103/09 Zarządu BondSpot S.A. z 4 listopada 2009 r. zatwierdzonego uchwałą nr 27/O/09 Rady Nadzorczej BondSpot S.A. z 5 listopada 2009 r. z późn. zm.
- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 147/2007 Zarządu Giełdy z 1 marca 2007 r., z późn. zm.
- Regulamin korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI) — Zarządzenie nr 90/2012 Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego z 13.07.2012 r.; http://www.knf.gov.pl/Images/Z_90_2012_13-07-2012_tcm75-31372.pdf.
- Sprawozdanie Parlamentu Europejskiego na temat propozycji dyrektywy w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), druk PE 307.438 30/79 z 27.02.2002 r., s. 31.
- Zasady etyki zawodowej maklerów i doradców*; <http://zmid.org.pl/pliki>.
- Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych wydane przez KNF*, Warszawa, 22 lipca 2014 r.; https://www.knf.gov.pl/Images/Zasady_ladu_korporacyjnego_22-07-2014_tcm75-38575.pdf.
- Zasady przekazywania informacji bieżących i okresowych w Alternatywnym Systemie Obrotu na rynku NewConnect i na Catalyst, informacji bieżących i okresowych przez emitentów dłużnych instrumentów finansowych, które uzyskały autoryzację przy Catalyst, oraz przekazywania przez spółki giełdowe raportów dotyczących stosowania zasad ładu korporacyjnego* — Załącznik do Uchwały nr 646/2011 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z 20 maja 2011 r., z późn. zm.

Anna Lichosik

Confidential information in a public company

Summary

The monograph is a comprehensive treatment of the occurrence of confidential information in a public company. The work determines in a novel way the range of the legal definition of confidential information by means of the study of the significance of its constitutive features and by means of the determination of the referents of their content. The categories of subjects which may possess such information were isolated and systematically presented in an authorial way. Moreover, the situation in which illegal use and divulgence of confidential information as well as offering unlawful recommendations regarding specific transactions on financial instruments were analysed. The work presents in a detailed manner the information-related obligations of public companies associated with confidential information, including the range, mode and the means of using such information. The author also devoted her attention to the obligations of other subjects which are obliged to notify the organs of public administration about the particular events associated with confidential information. The final part of the work specifies the framework of the administrative and civil responsibility/accountability of the subjects which violate the legal regulations concerning confidential information.

Anna Lichosik

Vertrauliche Informationen in einer Publikumsgesellschaft

Zusammenfassung

Die Monografie schildert ganzheitlich das Vorhandensein von vertraulichen Informationen in einer Publikumsgesellschaft. Auf innovative Art und Weise setzt die Verfasserin den Themenbereich der Definition „legale vertrauliche Information“ fest, indem sie die Bedeutung von ihren einzelnen konstitutiven Eigenschaften untersucht und die Designate deren Inhalte bestimmt. Sie unterscheidet und systematisiert die Kategorien der Subjekte, welche über eine solche Information verfügen können und analysiert Situationen, in denen es zur Ausnutzung oder Veröffentlichung der vertraulichen Information, als auch zu verbotenen Empfehlungen, bestimmte Transaktionen mit Finanzinstrumenten durchzuführen, kommen kann. Die Monografie legt ausführlich die Pflichten der Publikumsgesellschaften im Bereich der vertraulichen Informationen dar, darunter die Vorgehensweise der Pflichterfüllung. Hervorgehoben werden auch die Pflichten von anderen Subjekten, die dazu verpflichtet sind, den Organen der öffentlichen Verwaltung über die mit einer vertraulichen Information verbundenen Ereignisse mitzuteilen. Der Schlussteil der Arbeit beinhaltet Rahmen der Verwaltungs- und Haftpflicht von Subjekten, welche die Rechtsvorschriften im Bereich der vertraulichen Informationen verletzen.

Redaktor Barbara Todos-Burny
Projektant okładki Magdalena Starzyk
Redaktor techniczny Barbara Arenhövel
Łamanie Alicja Załęcka

Copyright © 2016 by
Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego
Wszelkie prawa zastrzeżone

ISSN 0208-6336
ISBN 978-83-8012-912-2
(wersja drukowana)
ISBN 978-83-8012-913-9
(wersja elektroniczna)

Wydawca
Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego
ul. Bankowa 12B, 40-007 Katowice
www.wydawnictwo.us.edu.pl
[e-mail: wydawus@us.edu.pl](mailto:wydawus@us.edu.pl)

Wydanie I. Ark. druk. 16,5. Ark. wyd. 21,5. Papier
offset. kl. III, 90 g Cena 30 zł (+ VAT)

Druk i oprawa:
„TOTEM.COM.PL Sp z o.o.” Sp.K.
ul. Jacewska 89, 88-100 Inowrocław

Więcej o książce



CENA 30 ZŁ | ISSN 0208-6336
(+ VAT) | ISBN 978-83-8012-912-2