

## Wprowadzenie

Niniejsza praca poświęcona jest problematyce informacji poufnych. Z uwagi na istotną rolę w gospodarce, obok faktycznej sytuacji finansowo-prawnej emitenta, cena instrumentów finansowych zależy również od informacji udostępnionych uczestnikom rynku<sup>1</sup>. Nie dziwi więc, że powszechny i równy dostęp do informacji stanowi kluczową zasadę rynku regulowanego<sup>2</sup>. Dodatkowo prawidłowe wykonywanie obowiązków informacyjnych przyczynia się do realizacji zasady swobody przepływu kapitału.

Głównym celem niniejszej pracy jest próba dokonania kompleksowej i wielopłaszczyznowej analizy definicji informacji poufnej w prawie europejskim. Powyższe dokonane jest na tle regulacji amerykańskich. Zidentyfikowanie elementów wspólnych w obu systemach, a także nakreślenie tych elementów, które decydują o ich odrębności jest w mojej ocenie istotne z punktu widzenia dyskursu nad regulacjami europejskimi. Konsekwencją powyższych rozważań ma być określenie wpływu regulacji amerykańskich na regulacje europejskie oraz ustalenie czy w obecnym kształcie definicji informacji poufnej w prawie europejskim możliwe jest zastosowanie elementów regulacji amerykańskich. Z uwagi bowiem na globalizację rynków kapitałowych inwestorzy i emitenci stosują często wzorce amerykańskie dokonując wykładni instytucji przewidzianych w prawie europejskim.

Należy podkreślić, że podstawowa różnica obu systemów polega na podejściu do regulacji informacji poufnych. O ile model amerykański koncentruje się na eliminacji zjawiska *insider trading*, o tyle model europejski dotyczy nie tylko wykorzystania informacji poufnych, lecz także kompleksowo obejmuje swoimi regulacjami sposób identyfikacji informacji poufnej, mechanizm jej przekazania do publicznej wiadomości i zakaz jej wykorzystywania i często określa się go jako *insider dealing*.

Z tego względu użyteczne było zbadanie równoległe dwóch wątków. Omówiono rozwój regulacji w obu systemach prawnych z uwzględnieniem różnic aksjologicznych leżących u podstaw omawianych regulacji. Stanowi to bazę do omówienia definicji informacji poufnych w obu systemach i wpływu regulacji amerykańskich na europejskie. Główna część pracy odnosi się do analizy definicji informacji poufnej na gruncie rozporządzenia MAR. Jednocześnie dokonano analiz regulacji amerykańskich, która to

---

<sup>1</sup> A. Romanowska, Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych insider trading, PPH 2006, Nr 6, s. 49.

<sup>2</sup> 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. 5.

analiza stanowi *novum* w literaturze polskiej. Kwestia informacji poufnych *ab initio* znajdowała się w kręgu zainteresowań polskiej literatury prawniczej. Doktryna prawa rynku kapitałowego dotykała tego problemu zazwyczaj przy okazji omawiania ustaw regulujących rynek kapitałowy. Problematyka rozumienia samej definicji „informacja poufna” nie doczekała się jednak kompleksowego i całościowego omówienia w formie monograficznej. Niniejsze opracowanie jest próbą wypełnienia tej luki oraz spojrzenia na omawianą instytucję z uwzględnieniem zmian wynikających z wejścia w życie rozporządzenia MAR.

Jest to o tyle istotne, że rozwój regulacji dotyczących informacji poufnych w prawie europejskim jest ściśle związany z regulacjami amerykańskimi. Podczas gdy w prawie amerykańskim zapadały przełomowe wyroki, które definiowały podejście do tego zjawiska, w prawie europejskim dopiero uchwalano wstępne przepisy odnoszące się do informacji poufnych. Uprawnione jest stwierdzenie, że prawo europejskie wyrosło z prawa amerykańskiego.

Niniejsza praca nie obejmuje całościowo problematyki regulacji nadużyć na rynku kapitałowym, ale dotyczy informacji poufnej *sensu stricte* i skupia się wokół rozumienia regulacji art. 7 rozporządzenia MAR. Definicja zawarta w tym przepisie stanowi bowiem centralny przepis rozporządzenia MAR<sup>3</sup>. W tym celu niezbędne było dokonanie omówienia poszczególnych elementów składowych definicji informacji poufnych. Powyższe spowodowało że poza zakresem niniejszej pracy są szczegółowe rozważania dotyczące mechanizmów eliminacji zjawiska wykorzystania informacji poufnych. Bliższe zaangażowanie w pracę nad tą problematyką, a w szczególności kwerenda i badania prawnoporównawcze, pokazały, że jej gruntowne i odpowiedzialne opracowanie nie jest – bez narażenia się na zarzut powierzchowności, nieładu czy odtwórczości – możliwe do zrealizowania w ramach jednej, objętościowo akceptowalnej monografii. Z tego względu konieczne stało się wprowadzenie zasadniczych ograniczeń problematyki badawczej, co zdeterminowało konstrukcję i zakres prezentowanej pracy. Z tych samych powodów jedynie wzmiankowo omówiono kwestie fundamentów aksjologicznych tych regulacji w prawie UE. Miało to na celu zaprezentowanie różnicy w podejściu do materii informacji poufnych w obu omawianych systemach prawnych a nie dokonanie ich kompleksowego omówienia.

Wskazane powyżej cele badawcze dały asumpt do sformułowania następującej hipotezy badawczej. Rozwój regulacji dotyczących informacji poufnych w prawie europejskim jest ściśle związany z regulacjami amerykańskimi. Oba systemy cechują się odmiennociami, które nie pozwalają w sposób prosty zastosować regulacji szczegółowych prawa amerykańskiego w procesie interpretacji regulacji europejskich. Niemniej jednak w wielu elementach oba modele są do siebie zbliżone, co z pewnością jest wynikiem późniejszego, w stosunku do USA, przyjęcia zasad regulujących zwalczanie zjawiska wykorzystania informacji poufnych.

---

<sup>3</sup> Więcej na temat roli przepisów w B. Kanarek, M. Zieliński, Porządkująca faza wykładni prawa, RPEiS 2001, Nr 3, s. 5.

W tym miejscu należy poczynić kilka uwag o charakterze terminologicznym i porządkowym. W niniejszej pracy używam pojęcia informacja poufna. Termin ten używany jest w polskim tłumaczeniu rozporządzenia MAR. Jest on także ugruntowany w polskim języku prawnym i prawniczym. W literaturze można jednak spotkać poglądy kwestionujące zasadność używania pojęcia informacja poufna<sup>4</sup>. Podkreśla się niefortunność używania terminu informacja poufna wskazując, że termin ten pokrywa się z używanym, a odmiennym znaczeniowo informacja tajna. Jednocześnie pojęcie informacja poufna budzi wątpliwości natury semantycznej. Skoro dana informacja jest poufna to naturalne wydaje się utrzymanie danej informacji w poufności. Tymczasem głównym celem europejskich regulacji dotyczących informacji poufnej jest jej niezwłoczne upublicznienie<sup>5</sup>. Również z angielskiego brzmienia aktów prawnych trudno uznać, że jest to właściwe tłumaczenie. Angielska wersja językowa rozporządzenia MAR jak i dyrektywy 2003/6/WE używa terminu *inside information*. Wierniejszym językowo tłumaczeniem jest użyte w polskiej wersji językowej dyrektywy 2003/6/WE określenie „informacje wewnętrzne”. Jak się wydaje używanie na gruncie prawa polskiego powyższego określenia lepiej oddawałoby sens i zakres znaczeniowy pojęcia. Niemniej jednak na gruncie przepisów prawa polskiego praktycznie przez cały okres rozwoju rynku kapitałowego w Polsce używano pojęcia „informacje poufne”. Dlatego też zmiana semantyczna w tym zakresie może być trudna. Z tego powodu w niniejszej pracy używam określenia informacja poufna.

Jednocześnie w pracy używam pojęcia *insider trading*. Należy zauważyć, że pojęcie to jest anglicyzmem, który trwale zagościł w polskim języku prawniczym<sup>6</sup> i oznacza wykorzystywanie informacji poufnych przez osoby, które mają do nich dostęp z racji swoich szczególnych relacji ze spółką. Z tego względu w pracy stosuje wymienię określenia *insider trading* i wykorzystanie informacji poufnych. Ponadto dla jasności wykładu w pracy używam w odniesieniu do zakresu przedmiotowego objętego informacją poufną zamiennie terminu papiery wartościowe i instrumenty finansowe. Czynię tak mając pełną świadomość odmienności tych terminów. Instrumenty finansowe są pojęciem szerszym obejmującym swym zakresem nie tylko papiery wartościowe<sup>7</sup>. Uproszczenie takie jest czynione również pamiętając o tym, że zakres przedmiotowy rozporządzenia MAR jest o wiele szerszy. Obejmuje on bowiem nie tylko papiery wartościowe czy też szerzej instrumenty finansowe ale także m.in. uprawnienia do emisji czy też kontraktów na powyższe instrumenty. Szczegółowy opis zakresu przedmiotowego został przedstawiony w rozdziale IV dotyczącym elementów definicji informacji poufnej. Powyższe

---

<sup>4</sup> A. Gontarek, w: M. Michalski (red.), Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Warszawa 2014, s. 313.

<sup>5</sup> *Ibidem*, s. 345.

<sup>6</sup> L. Enriques, P. Volpin, Reforms Corporate Governance w Europie kontynentalnej, Czasopismo Kwartalne Calego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego 2007, Nr 2, s. 195.

<sup>7</sup> A. Chłopecki, Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym, PPH 2004, Nr 7, s. 16.

podejście ma charakter wyłącznie praktyczny. Odnoszenie się każdorazowo do pełnego katalogu instrumentów objętych regulacją sprawiałoby w mojej ocenie, że wywód prowadzony w niniejszej pracy byłby trudniejszy w odbiorze.

Analiza regulacji dotyczących *insider trading* w dwóch odmiennych kulturach prawnych stanowi znaczące wyzwanie zarówno pod względem metodologicznym, jak i teoretycznym. Z tego powodu w pracy zastosowano różnorodne metody badawcze.

Główną metodą badawczą zastosowaną w pracy stanowi metoda dogmatyczna. Stanowi ona podstawę do teoretycznych rozważań o znaczeniu informacji poufnej. Oprócz powyższej metody duże znaczenie dla prowadzonych analiz i dla ukazania różnic i podobieństw pomiędzy regulacjami europejskimi i amerykańskimi ma metoda komparatystyczna. Za wyborem amerykańskiego systemu prawnego przemawia fakt, że jest to najbardziej rozwinięty system prawny odnoszący się do omawianego zagadnienia a regulacje przyjęte w Stanach Zjednoczonych wpływały i wpływają na treść i rozumienie pojęcia „informacja poufna” w prawie europejskim. Rozważania teoretyczne wspierane są przykładami praktycznymi i orzecznictwem sądów mającymi pozwolić czytelnikowi na lepsze zrozumienie omawianej materii. Praca wzbogacona jest o analizę orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej, polskich sądów administracyjnych oraz wybranych orzeczeń sądów angielskich. W części dotyczącej rozważań na temat prawa amerykańskiego z uwagi na specyfikę systemu prawnego dużo miejsca poświęcono orzecznictwu sądów amerykańskich. Pomocniczo wykorzystywano w pracy metodę historyczną.

Jak wskazano wyżej, celem niniejszej pracy jest analiza znaczenia pojęcia informacja poufna. Próba tej analizy dokonana została z uwzględnieniem dorobku, oprócz polskiej, także jurysprudenencji europejskiej (głównie anglojęzycznej) i amerykańskiej. Z uwagi na ciągłość regulacji informacji poufnych w prawie europejskim i amerykańskim rozważania będą się odnosiły do początków regulacji. Muszą więc uwzględniać odniesienia nie tylko do obowiązujących aktów prawnych.

Przedstawiona w pracy problematyka badawcza determinuje strukturę niniejszej pracy. Składa się ona z siedmiu rozdziałów, z których dwa pierwsze dotyczą rozwoju regulacji informacji poufnych i europejskiego modelu informacji poufnych. Rozdział III zawiera omówienie regulacji amerykańskich a rozdziały od czwartego do siódmego zawierają omówienie definicji informacji poufnej i podejścia do zjawiska *insider trading* w prawie europejskim.

W rozdziale I zaprezentowano początki regulacji informacji poufnych w prawie europejskim jak i w Stanach Zjednoczonych. Z uwagi na fakt, że rozwój tych regulacji ma charakter ewolucyjny kolejne akty prawne czerpią z wypracowanych wcześniej rozwiązań. Zarysowanie kontekstu historycznego ma również na celu wskazanie etapów rozwoju na jakim są oba te systemy prawne. Jako wątek poboczny zaprezentowano rozwój regulacji informacji poufnych w prawie polskim. Analiza tych przepisów pozwala stwierdzić, że polskie prawo po 1989 r. było zbieżne w tym zakresie z regulacjami europejskimi.

W rozdziale II podjęto próbę analizy europejskiego modelu informacji poufnej. Pozwala to nie tylko wskazać różnice pomiędzy rozwiązaniami europejskimi i amerykańskimi, ale także stanowi podstawę do analizy rozumienia istoty informacji poufnej. Nie ulega bowiem wątpliwości, że założenia aksjologiczne leżące u podstaw danej regulacji mają istotny wpływ na proces rozumienia danej instytucji prawnej.

Rozdział III pracy zawiera omówienie prawa amerykańskiego dotyczącego informacji poufnych. Z uwagi na brak definicji informacji poufnej w amerykańskim systemie prawnym omówiono bogate orzecznictwo odnoszące się do tej kwestii. Rozumienie i wykładnia terminu informacja poufna jest bowiem efektem działalności orzeczniczej sądów amerykańskich. Dodatkowo tak szczegółowe omówienie jest szczególnie istotne z uwagi na wpływ jaki te regulacje i koncepty wypracowane na gruncie prawa amerykańskiego mają na podejście i rozumienie informacji poufnej w UE. W rozdziale tym zaprezentowano też poglądy doktryny amerykańskiej kwestionujące zasadność jakichkolwiek regulacji. Jest to o tyle ciekawe, że w doktrynie europejskiej potrzeba regulacji informacji poufnych nie budzi wątpliwości i jest niekwestionowana.

Rozdział IV stanowi wprowadzenie do zasadniczej części pracy. Rekonstrukcja znaczenia normatywnego definicji informacji poufnej zawartej w rozporządzeniu MAR może dokonać się jedynie poprzez analizę znaczeniową elementów składowych definicji konstytuujących jej cechy. W części tej omówiono elementy definicyjne informacji poufnej, a więc atrybuty związku informacji z emitentem, poufności, precyzyjności oraz cenotwórczości. Z uwagi na znaczenie dwóch ostatnich zostały one odrębnie omówione w dalszej części niniejszej pracy. W rozdziale dokonano analizy rozumienia cechy poufności i związku informacji z emitentem, relacji wszystkich przesłanek oraz zakresu definicji informacji poufnej w prawie europejskim. Analiza dokonywana jest w kontekście regulacji amerykańskich.

Rozdziały V i VI stanowią główne rozdziały pracy. Dotyczą one kluczowych elementów informacji poufnej tj. przesłanek cenotwórczości i precyzyjności. Jakkolwiek wszystkie przesłanki są równoważne to jednak te dwie następują najczęściej problemów interpretacyjnych.

W rozdziale V omówiono poszczególne elementy definicyjne informacji precyzyjnej. W tej części zaproponowano także własne podejście do rozumienia prognoz oraz informacji niesprawdzonych jako informacji precyzyjnych. W przypadku tych ostatnich, odmiennie od dominującego poglądu, w mojej ocenie informacje te należy dzielić na plotki i przecieki. Podział ten wyznacza także zakres obowiązków emitenta. Jakkolwiek informacje te nie stanowią informacji precyzyjnych w pewnych przypadkach emitent zobowiązany będzie do odniesienia się do takich informacji.

W rozdziale VI omówiono element cenotwórczości informacji poufnej. Omówiono model racjonalnego inwestora oraz relacje przepisów dotyczących tego modelu z główną definicją informacji cenotwórczej. W rozdziale zaprezentowano pogląd, zgodnie z którym test cenotwórczości informacji nie może być utożsamiany wyłącznie z elementem racjonalnego inwestora.

## Wprowadzenie

---

W ostatnim rozdziale podjęto próbę analizy zagadnienia wykorzystania informacji poufnych w kontekście porównawczym. Prezentowane w tym rozdziale rozważania nie mają na celu szczegółowego omówienia materii wykorzystania informacji poufnych a jedynie zaprezentowanie głównych regulacji w tym zakresie. Wydaje się bowiem, że omówienie regulacji dotyczących informacji poufnych bez choć wzmiankowego omówienia podejścia do *insider tradingu* byłoby niepełne. Konkluzja rozważań została zaprezentowana w podsumowaniu.

Warszawa, 1.6.2017 r.

Dr Rafał Woźniak