

Test racjonalnego inwestora w unijnym prawie rynku kapitałowego

Przejdź do produktu na ksiegarnia.beck.pl

Wprowadzenie

Na całym świecie podejmuje się badania dotyczące zwalczania nadużyć¹ czy też niwelowania asymetrii informacyjnej², a jednym z narzędzi służących realizacji tych celów jest definicja informacji poufnej, w ramach której kluczowe znaczenie ma właściwa interpretacja normatywnej koncepcji racjonalnego inwestora (art. 7 ust. 1 i 4 MAR). W zależności bowiem, jak będzie przebiegać ta interpretacja, zakres zastosowania chociażby zakazu wykorzystywania informacji poufnych (art. 14 lit. a MAR) czy też obowiązku niezwłocznego podawania informacji poufnych do wiadomości publicznej (art. 17 ust. 1 MAR) może być różny. Pomimo to, normatywna koncepcja racjonalnego inwestora nadal jest postrzegana niejednolicie tak w orzecznictwie, jak i w doktrynie. Tematyka ta nie doczekała się odrębnego, pogłębionego i wyczerpującego opracowania w formie monografii, a problemy poruszane w artykułach naukowych odwołują się tylko do pewnych aspektów stosowania tego elementu definicji informacji poufnej. Zauważa się, że w zakresie pojęcia racjonalnego inwestora nadal występuje istotna niepewność³. Normatywna koncepcja racjonalnego inwestora zasługuje zatem na samodzielne, pogłębione opracowanie, które kompleksowo przeanalizuje teoretyczne i praktyczne problemy tej konstrukcji prawnej.

Normatywna koncepcja racjonalnego inwestora, której zbadanie jest przedmiotem niniejszej monografii, jest jednym z czterech elementów składających się na definicję informacji poufnej (art. 7 ust. 1 i 4 MAR). Choć ta problematyka jest, co naturalne, silnie osadzona w prawie, dotyka także zagadnień ekonomicznych oraz etycznych⁴. Pojęcie racjonalnego inwestora od lat stanowi bowiem przedmiot dyskusji i opracowań naukowych w nauce o ekonomii⁵. W monografii zostały zatem uwzględnione nie tylko narzędzia prawne służące wypracowaniu najbardziej pożądanego i klarownego rezultatu wykładni, lecz także aspekty ekonomiczne i etyczne.

Terminologia przyjęta w ekonomii odcisnęła swoje piętno na procesie odtwarzania znaczenia normatywnej koncepcji racjonalnego inwestora. Posługiwanie się tym pojęciem w sposób nawiązujący do nauk ekonomicznych jest zabiegiem powszechnie stosowanym⁶. Trzeba się jednak pochylić nad zasadnością i dopuszczalnym zakresem recepcji dokonań nauk ekonomicznych. Istotna jest także próba ukazania zjawisk ekonomicznych oraz rynkowych w perspektywie tekstu normatywnego i przy zastosowaniu właściwych reguł jego wykładni. W szczególności duże znaczenie należy przypisać finansom behawioralnym, które ukazały, że teoretyczne modele ekonomiczne nie odzwierciedlają w pełni re-

¹ Zamiast wielu zob. A.J. Keown, J.M. Pinkerton, Merger, s. 855–869.

² Zamiast wielu zob. A. Busuioc, R.R. Birau, The Role, s. 892.

³ F.A. Schäfer, Handbuch, s. 703–704, Nb 14, 23.

⁴ Zamiast wielu zob. J.R. Macey, Insider, s. 7; K.L. Scheppele, It's Just Not Right, s. 123–173.

⁵ Zamiast wielu zob. K. Szarzec, Racjonalny, s. 17–18.

⁶ T. Nieborak, Tworzenie, s. 31 i n.

aliów rynkowych. Dlatego też celem niniejszej monografii jest kompleksowe ukazanie normatywnej koncepcji racjonalnego inwestora z uwzględnieniem koncepcji ekonomicznych oraz rzeczywistości rynkowej. Tylko w ten sposób jest możliwe lepsze zrozumienie zarówno istoty badanej regulacji, jak i jej otoczenia⁷, dzięki czemu jej krytyczna analiza zyskuje większą legitymację⁸.

Zabieg prowadzący do ustalenia realizacji kryterium racjonalnego inwestora określam testem racjonalnego inwestora. Oddaje on bowiem istotę wyzwania, jakie staje przed podmiotami stosującymi tę koncepcję. Do uzyskania pozytywnego wyniku tego testu niezbędne jest uprzednie: 1) zaznajomienie się z treścią koncepcji racjonalnego inwestora; 2) zwerifikowanie stanu faktycznego, w tym ocena, czy analizowana informacja spełnia kryteria wyznaczane treścią tej koncepcji.

O znaczeniu aspektów ekonomicznych prawa w obszarze rynku finansowego pisze *T. Nieborak*, podkreślając że „[...] w procesie tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego należy respektować prawa i prawidłowości ekonomiczne, ale także i inne wartości (zasady), które służą ochronie podmiotów korzystających z dobrodziejstw rynków finansowych”⁹. Oprócz ekonomii, na proces tworzenia i stosowania prawa mają wpływ także czynniki natury społecznej oraz psychologicznej¹⁰. Podobnie uważa *M. Glicz*, który stwierdza, że „[...] paradygmat efektywności ekonomicznej jest najbardziej przydatny dla rozwiązań prawnych w sferze prawa gospodarczego. W tego rodzaju wypadkach problematyka dogmatyczna pozostaje bowiem pod wpływem potrzeb ekonomicznych, a ocena prawa przy zastosowaniu modelu efektywności ekonomicznej może doprowadzić do pożądanego ekonomicznie wyniku. Prawo gospodarcze będzie wtedy efektywne, kiedy jego regulacje będą pozostawać w zgodzie z regułami ekonomicznymi, determinującymi sytuację uczestników życia gospodarczego”¹¹.

Analizę literatury ekonomicznej traktuję zatem jako nieodłączny element analizy prawnej pojęcia, które tak silnie oddziałuje na mechanizmy rynku kapitałowego. Z jednej strony, sięgnięcie do ekonomii jest warunkiem koniecznym rozważania postępowania się pewnymi pojęciami przy opisywaniu instytucji prawnych, z drugiej strony, ta analiza jest podstawą do odtworzenia celu regulacji prawnej. Niemniej niniejsza monografia jest poświęcona rozważaniom nad normatywną koncepcją racjonalnego inwestora i należy podkreślić, że jej przedmiotem nie jest przeprowadzenie analizy ekonomicznej, a jedynie, w ramach lepszego zrozumienia mechanizmów rynkowych, poczynienie pewnych ustaleń na podstawie analizy literatury ekonomicznej. W tej rozprawie korzystam zatem z ekonomii, która w dużej mierze (w badanym obszarze) odwołuje się do uwarunkowań psychologicznych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

W monografii prezentuję proces myślowy zmierzający do ustalenia znaczenia normatywnej koncepcji testu racjonalnego inwestora przede wszystkim na podstawie zasto-

⁷ *R.A. Posner*, *The Problems*, s. 232.

⁸ „Stosowanie nowoczesnych teorii i koncepcji pochodzących z nauk ekonomicznych może stanowić instrument głębszej analizy i zrozumienia problemów prawnych, co sprzyja lepszej i bardziej racjonalnej argumentacji prawniczej.” Tak też *M. Glicz*, *Efektywność*, s. 138.

⁹ *T. Nieborak*, *Tworzenie*, s. 32.

¹⁰ *D. Howarth*, *Law as Engineerings*, 51–96, za: *T. Nieborak*, *Tworzenie*, s. 36.

¹¹ *M. Glicz*, *Efektywność*, s. 135.

sowania reguł wykładni językowej, celowościowej (teleologicznej) oraz funkcjonalnej¹². Jest to bowiem standard postępowania wyznaczony przez orzecznictwo TSUE, szczególnie zaakcentowany w wyroku w sprawie C-283/81, *Srl CILFIT i Lanificio di Gavardo SpA v. Ministero della Sanità*¹³. Stosowanie tych reguł jest pożądanym sposobem postępowania interpretatora powszechnie przyjmowanym w doktrynie¹⁴ i podzielanym w zachodniej kulturze prawnej¹⁵. Jednocześnie uwzględnij wykładnię autonomiczną, rozumianą jako główna zasada wykładni prawa UE wypracowaną w orzecznictwie TSUE¹⁶. Pojęcia występujące w MAR muszą być zatem interpretowane w sposób autonomiczny¹⁷, bez nawiązywania do prawa krajowego. Pozwoli to także wypracować operatywne konkluzje, w tym wysunąć postulaty *de lege ferenda*. Metodą wykorzystywaną w monografii jest zatem przede wszystkim metoda dogmatyczno-prawna z wykorzystaniem metod komparatystycznej, historyczno-prawnej oraz analizy literatury ekonomicznej.

Monografia jest podzielona na pięć rozdziałów, z których każdy prezentuje spójną tematycznie problematykę badawczą.

W rozdziale pierwszym przedstawiłem normatywną koncepcję testu racjonalnego inwestora w perspektywie kształtowania się polskiego i unijnego prawa rynku kapitałowego. Zaprezentowanie rozwoju badanej instytucji prawnej pozwala bardziej krytycznie spojrzeć na jej obecny kształt, a także umożliwia zacerpnięcie inspiracji w zakresie jej postulowanego kształtu. Szczególnie istotne okazują się te aspekty ewolucyjne, które odnoszą się do etapu harmonizacji prawa w zakresie zwalczania nadużyć na rynku, ponieważ na tym etapie można dostrzec różne modele jego wdrożenia w państwach członkowskich. W rozdziale podjąłem się także próby rozstrzygnięcia teoretycznego problemu dotyczącego samej konstrukcji definicji informacji poufnej, a w niej normatywnej koncepcji testu racjonalnego inwestora. Jak dotychczas nie przedstawiono tego zagadnienia z perspektywy narzędzi służących do konstruowania definicji legalnych tekstu prawnego.

Rozdział drugi jest w całości poświęcony orzecznictwu i nie ogranicza się jedynie do prawa polskiego. Uwzględniono w nim także praktykę orzecniczą sądów amerykańskich oraz TSUE. Każdy z tych elementów stanowi ważny wkład w próbę poznania istoty badanej instytucji, jej celów, wyzwań, przed którymi stoi, a także jej złożoności. Orzecznictwo sądów amerykańskich może być inspiracją dla badacza, z uwagi na długoletnią tradycję tamtejszego rynku kapitałowego oraz osadzenie koncepcji *materiality* na koncepcji racjo-

¹² Zob. J. Helios, W. Jedlecka, Wykładnia, s. 165 i n.; M. Ahl, M. Szpunar, M. Nowacki, Prawo europejskie, s. 65.

¹³ Wyr. TS z 6.10.1982 r., C-283/81, *Srl CILFIT i Lanificio di Gavardo SpA v. Ministero della Sanità*, EU:C:1982:335.

¹⁴ J. Komárek, Legal Reasoning, s. 3, wraz z przywołaną tam literaturą.

¹⁵ M. Szuniewicz, Interpretacja prawa, s. 26 i n.

¹⁶ Wyr. TS z 18.1.1984 r., C-327/82, *Ekro Vee en- Vleeshandel v. Produktschap voor Vee en Vlees*, EU:C:1984:11: „The need for a uniform application of Community law and the principle of equality require that the terms of a provision of Community law which makes no express reference to the law of the Member States for the purpose of determining its meaning and scope must normally be given an independent and uniform interpretation throughout the Community; that interpretation must take into account the context of the provision and the purpose of the relevant regulations”; zob. także wyr. TS z 7.12.1995 r., C-499/93, *Rockfon*, EU:C:1993:742.

¹⁷ J. Helios, W. Jedlecka, Wykładnia, s. 134–137.

nalnego inwestora. Z kolei orzecznictwo TSUE wyznacza kierunki interpretacyjne oraz pozwala dostrzec te aspekty, które dotychczas nie doczekały się dostatecznego omówienia na poziomie unijnym. Orzecznictwo TSUE jest ważnym elementem w ramach oceny podstawowych założeń i celów MAR. Analiza orzecznictwa polskiego w tak szerokim ujęciu pozwoli z kolei zweryfikować, na ile pojęcia ekonomiczne są wdrażane do praktyki sądowej oraz na ile są stosowane świadomie i konsekwentnie.

Rozdział trzeci jest poświęcony analizie literatury ekonomicznej, w ramach której omawiam pojęcia, mające istotne znaczenie przy ocenie normatywnej koncepcji racjonalnego inwestora. Wzbogacenie rozważań prawnych o pojęcia ekonomiczne może być nie tylko ciekawe, lecz także niezbędne, zwłaszcza w tak szczególnym obszarze regulacyjnym, jakim jest prawo rynku kapitałowego. Celem tego rozdziału jest więc ukazanie złożoności mechanizmów rynkowych, na które prawo ma wpływ. Przede wszystkim jednak rozdział ten jest próbą rekonstrukcji ekonomicznie rozumianego racjonalnego inwestora. Jest to próba, ponieważ nie jest przesądzona możliwość jednoznacznego ustalenia zakresu pojęciowego tak ujętego bytu. Stałem przed pytaniem, na które jak dotąd wyniki analiz prawno-ekonomicznych nie dostarczyły jednoznacznej odpowiedzi, a mianowicie, jaką rolę w wykładni normatywnej koncepcji testu racjonalnego inwestora pełnią takie elementy jak: różnice pomiędzy wartością wewnętrzną a ceną rynkową, długoterminowy horyzont czasowy inwestycji racjonalnego inwestora, stosowanie różnych technik analizy informacji oraz znaczenie rozwoju nauk z zakresu zachowań inwestorów, w szczególności dokonania działu ekonomii zajmującego się analizą wpływu inklinacji psychologicznych na decyzje inwestorów (finanse behawioralne)¹⁸.

Kolejne rozdziały, czwarty i piąty, to najważniejsza część rozważań prawnych skoncentrowanych na normatywnej koncepcji testu racjonalnego inwestora. W rozdziałach tych wykorzystuję analizę przeprowadzoną w rozdziale pierwszym, orzecznictwo zaprezentowane w rozdziale drugim oraz dorobek ekonomiczny omówiony w rozdziale trzecim.

W rozdziale czwartym prezentuję normatywną koncepcję testu racjonalnego inwestora, która do tej pory nie została omówiona w literaturze przedmiotu w sposób kompleksowy. Dla pełnej jasności wywód rozpoczynam od prezentacji istoty problemu badawczego, zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i praktycznym. Korzystam przy tym z praktyki orzeczniczej, w szczególności ze sprawy *Matrixx*¹⁹, która wprawdzie została rozstrzygnięta w prawie amerykańskim, ale która najwierniej oddaje istotę problematyki znaczenia normatywnej koncepcji testu racjonalnego inwestora. Spór leżący u podstaw tego rozstrzygnięcia dotyczy bowiem sposobu rozumienia pojęcia racjonalnego inwestora, gdzie są prezentowane całkowicie odmienne podejścia interpretacyjne. Następnie przedstawiam dotychczasowe doktrynalne próby objaśniania tego, co w literaturze określa się mianem „cenotwórczości” informacji poufnej. W dalszej kolejności omawiam znaczenie normatywnej koncepcji testu racjonalnego inwestora z perspektywy celów MAR oraz skutków przyjęcia określonego kierunku wykładni. Pozwala to lepiej zrozumieć znaczenie i oczekiwania, jakie rzeczywistość stawia regulacji zwalczającej nadużycia na rynku. Dzięki tej krytycznej analizie podejmuję próbę sformułowania wniosków *de lege lata* oraz postulatów *de lege ferenda*.

¹⁸ A. Szyszka, *Finanse*, s. 8–9.

¹⁹ Zob. § 2 rozdz. IV.

Postulaty te powinny skłonić do refleksji nad postrzeganiem MAR i pobudzić do dyskusji nad zmianą wypracowanej już przed wieloma laty formy. Takie ujęcie problematyki znaczenia normatywnej koncepcji testu racjonalnego inwestora, wpisujące się w stosowanie celowościowych i funkcjonalnych reguł wykładni, jest niezbędnym uzupełnieniem teoretycznych rozważań zapoczątkowanych w rozdziale pierwszym, które skupiają się na konstrukcji definicji informacji poufnej ze szczególnym uwzględnieniem testu racjonalnego inwestora. Oprócz tej części analizy, w rozdziale czwartym omawiam także wszystkie zagadnienia problemowe wynikające z samej konstrukcji normatywnej koncepcji testu racjonalnego inwestora. Zwieńczeniem rozdziału czwartego jest wzmianka o karnoprawnej perspektywie podejmowanego przeze mnie problemu badawczego.

Rozdział piąty to uszczegółowienie omawianej problematyki badawczej. Wykorzystując ustalenia z zakresu znaczenia normatywnej koncepcji testu racjonalnego inwestora zaprezentowane we wcześniejszych rozdziałach monografii, podejmuję się próby ukazania poszczególnych problemów badawczych w nowym świetle. Zagadnienia takie jak: kierunek zmiany ceny w kontekście konstrukcji definicji informacji poufnej, transakcje M&A (ang. *mergers & acquisitions*; pol. fuzje i przejęcia) oraz spory sądowe z perspektywy powstawania informacji poufnych, a także pojawienie się plotek wpływających na cenę rynkową, uznaję za jedne z najważniejszych zagadnień problemowych podejmowanych w literaturze przedmiotu. Włączenie do nich wniosków wypracowanych w tej monografii jest warunkiem koniecznym stawianym kompleksowemu opracowaniu naukowemu. Ponadto nowe spojrzenie na te zagadnienia może stanowić asumpt do ożywionej dyskusji i pogłębionej refleksji, co będzie istotną korzyścią dla badanego obszaru prawa.

[Przejdź do księgarni →](#)



ksiegarnia.beck.pl