

Badanie rynku jako szczególna podstawa dostępu do informacji poufnych na rynku kapitałowym

Przejdź do produktu na ksiegarnia.beck.pl

Wprowadzenie

Zapewnienie równych warunków wszystkim uczestnikom rynku kapitałowego stanowi *ratio* większości europejskich regulacji dotyczących instrumentów finansowych. Poprzez wprowadzenie mechanizmów ochronnych prawodawca europejski stara się przyczynić do zwiększenia transparentności rynku kapitałowego i przez to stymuluje jego rozwój.

Jednym z mechanizmów służących temu celowi są regulacje zwalczające nadużycia na rynku. Akceptując potrzebę walki ze zjawiskami nadużyć na rynku, prawodawca opiera się na intuicji, że takie działania w obrocie papierami wartościowymi są nieuczciwe¹. Próbując objąć swoim zakresem możliwie szerokie spektrum działań, prawodawca europejski zdecydował się zdefiniować nadużycia na rynku poprzez identyfikację trzech głównych przejawów działalności uczestników rynku. W konsekwencji regulacje antyabuzywne dotyczą: zakazu wykorzystania informacji poufnych (*insider dealing*), manipulacji na rynku i bezprawnego ujawnienia informacji poufnych.

Jakkolwiek każde z tych działań określa się łącznym terminem „nadużycie na rynku”, różny jest cel i charakter każdej z powyższych regulacji. Analiza przepisów rozporządzenia MAR daje podstawy do twierdzenia o kompleksowym charakterze regulacji.

Podkreślić należy, że działania mające cechy badania rynku stanowią znaną praktykę rynków kapitałowych na całym świecie. Niemniej jednak w przeważających przypadkach działania te nie były przedmiotem intensywnego zainteresowania prawodawców. Poza regulacjami unijnymi, badania rynku istniały we Francji oraz Wielkiej Brytanii, a także w prawie amerykańskim.

Pomimo tytułu jaki nadano rozporządzeniu MAR, model regulacji określony w tym akcie prawnym w sposób subsydiarny koncentruje się na zwalczaniu nadużyć. Kluczowe są przepisy, które dotyczą informacji poufnych i odnoszą się do upublicznienia informacji poufnych. Powyższe wynika z celu regulacji, którym jest zapewnienie równego dostępu do informacji poufnych. Powyższe osiągane jest poprzez władcze działania organów państwowych (głównie KNF) w odniesieniu do całego rynku kapitałowego. Pomimo swojej roli nadzorcy nad rynkiem kapitałowym, w przypadku informacji poufnych działania KNF uwidaczniają się także poprzez działania regulacyjne.

Przyznanie subsydiarnej roli przepisom, które odnoszą się do zwalczania nadużyć na rynku powoduje, że ich praktyczna rola sprowadza się do funkcji ochronnej informacji poufnej. W konsekwencji przepisy antyabuzywne aktualizują się jedynie w okre-

¹ M. Niamh, EU Securities, s. 925.

się od wytworzenia informacji do jej upublicznienia. W tym kontekście odmienne są przepisy odnoszące się do manipulacji na rynku. Jakkolwiek stanowią one triadę przepisów antyabuzywnych, to ich charakter i cel są inne. W szczególności mogą one się aktualizować, i w większości przypadków tak się dzieje, niezależnie od informacji poufnej.

Niewątpliwie regulacje europejskie są istotnie sformalizowane i szczegółowe w zakresie proceduralnym. Jednocześnie analiza głównego przepisu rozporządzenia MAR, tj. definicji informacji poufnej, pozwala na postawienie tezy, zgodnie z którą regulacje europejskie w znaczeniu materialnym są ogólne i dają swobodę interpretacyjną podmiotom stosującym prawo. Swoboda ta nie jest niczym niezwykłym. Nie jest też wadą regulacji. Przyjęcie odmiennego podejścia powodowałoby pozostawienie poza zakresem regulacji szeregu negatywnych zjawisk. Czyniąc informację poufną osią regulacji, prawodawca europejski sprowadził przepisy antyabuzywne do roli przepisów wspierających równy dostęp do informacji. Co też oczywiste, formalizm regulacji nie może skutkować *a priori* odrzuceniem danej instytucji. Może jednakże wpłynąć na jej rozumienie i praktyczne stosowanie.

Przyjęte podejście do przepisów antyabuzywnych wyznacza i definiuje ramy badania rynku. Przepisy poświęcone instytucji badania rynku stanowią wyjątek od ogólnego zakazu ujawnienia informacji poufnych. Ujawnienie takie jest dopuszczalne i zgodne z prawem jedynie w przypadku, jeżeli badanie rynku jest przeprowadzane zgodnie z procedurą określoną w rozporządzeniu MAR. Jest to o tyle skomplikowane, że procedura badania rynku jest istotnie sformalizowana.

Jednocześnie zwrócić należy uwagę na przyjęty na gruncie rozporządzenia MAR jednostopniowy model informacji poufnych, który w praktyce ogranicza możliwość zastosowania badania rynku. W modelu jednostopniowym poziom wytworzenia informacji poufnej jest tożsamy z momentem aktualizującym obowiązki informacyjne. Z kolei w modelu dwustopniowym podlegają upublicznieniu jedynie te spośród informacji poufnych, które są kluczowe z punktu widzenia emitenta². Przyjęty jednostopniowy model regulacji powoduje, że rola badania rynku jest ograniczona, a samo badanie rynku może być przeprowadzone w praktyce jedynie w okresie opóźnienia informacji poufnej. W każdym innym przypadku badanie takie będzie łączyło się z naruszeniem odnośnych przepisów rozporządzenia MAR.

Jednocześnie z uwagi na cel pracy omówione zostały europejskie regulacje poświęcone zwalczaniu nadużyć na rynku finansowym. Tylko bowiem ukazanie regulacji badania rynku w perspektywie pozostałych regulacji rozporządzenia MAR, daje możliwość określenia roli i pozycji prawnej instytucji *market sounding*. W niniejszej pracy wymiennie używam terminu badanie rynku oraz jego angielskiego odpowiednika, tj. *market sounding*.

Głównym celem niniejszej pracy jest próba dokonania analizy możliwości udostępnienia informacji, w tym informacji poufnych, w ramach procedury tak zwanego badania rynku (*market sounding*). Procedura ta, jakkolwiek nie jest niczym nowym

² Por. J. Jastrzębski, Opóźnienie publikacji informacji, s. 8.

w praktyce uczestników rynku kapitałowego, stanowi *novum* regulacyjne w prawie europejskim. W niniejszym opracowaniu postaram się wykazać, że przyjęte w prawie europejskim sformalizowane podejście jest elementem istotnie ograniczającym możliwość efektywnego stosowania badania rynku w praktyce.

Zaletą przyjętego formalizmu regulacji i procedur *market sounding* jest niewątpliwie fakt, że możliwe jest przyjęcie standardu postępowania uczestników rynku. Jednakże ten sam formalizm, który wprowadza standardy, może skutecznie odstraszać od stosowania powyższej procedury. W praktyce więc podmioty albo nie stosują badania rynku, albo stosują go jedynie w celu eliminacji ryzyka zarzutu wykorzystania informacji poufnych.

Pewnym rozwiązaniem, mogącym przyczynić się do rozwoju badania rynku, w prawie europejskim mogłoby być odejście od modelu jednostopniowego i przyjęcie modelu dwustopniowego. W modelu tym tylko istotne informacje poufne podlegałyby ujawnieniu, podczas gdy ochronie podlegałyby również inne niejako „mniej ważne” informacje poufne.

Powyższe pozwoliło określić następującą hipotezę badawczą. Przyjęte w prawie europejskim podejście do badania rynku ogranicza możliwość efektywnego stosowania tego instrumentu w praktyce, jednakże formalizm ten dopuszcza i zapewnia pewność zgodnego z prawem ujawnienia informacji poufnej.

W niniejszej pracy staram się zwrócić uwagę na specyficzne problemy związane z badaniem rynku. Przede wszystkim postaram się wskazać w jaki sposób struktura regulacji europejskich, które koncentrują się w warstwie aksjologicznej na równości informacyjnej, a w warstwie merytorycznej regulują głównie przypadki nadużyć na rynku, wpływa na możliwość stosowania instytucji badania rynku. Wskazuję także na rolę badania rynku w świetle innych regulacji dotyczących zwalczania nadużyć na rynku, w szczególności możliwości przekazania informacji i uznania takiego przekazania za dopuszczalne. Jednocześnie dokonuję analizy regulacji badania rynku w świetle przepisów KSH i oceny czy regulacje te nie stoją z nimi w sprzeczności bądź też czy regulacje KSH nie ograniczają stosowania instytucji badania rynku. Dodatkowo przedmiotem weryfikacji badawczej jest kwestia formalizmu badania rynku i wpływu tego formalizmu na skłonność uczestników rynku do stosowania tej instytucji.

Z zaprezentowanych względów w opracowaniu zastosowano różnorodne metody badawcze. Główną zastosowaną metodą badawczą jest metoda dogmatyczna. Metoda ta wyznacza podstawę rozważań teoretycznych. Pomocniczo wykorzystano także metodę historyczną. Oprócz powyższych metod badawczych, w celu omówienia specyfiki amerykańskich przepisów prawa, wykorzystano metodę komparatystyczną. Analiza przepisów amerykańskich ma na celu skonfrontowanie europejskich regulacji z najstarszymi regulacjami dotyczącymi zwalczania nadużyć na rynku. Rozważania teoretyczne wspierane są przykładami praktycznymi i orzecznictwem sądów mającymi pozwolić czytelnikowi na lepsze zrozumienie omawianej materii. W ograniczonym zakresie praca ma charakter deskryptywny, ukazujący regulacje. Jest to w mojej ocenie niezbędne, aby czytelnik w sposób pełny mógł dokonać oceny przeprowadzonych rozważań. Z opisem

deskryptywnym połączone jest jednakże podejście interpretacyjne i omówienie kluczowych problemów związanych z instytucją wraz ze stanowiskiem dotyczącym ich rozwiązania.

Należy podkreślić, że w monografii wykorzystano zróżnicowaną literaturę, opierając się głównie na opracowaniach zagranicznych. Wynika to z faktu, że, poza nielicznymi wyjątkami, literatura polska w zakresie badania rynku jest uboga i niewystarczająca. Sama instytucja badania rynku nie doczekała się całościowego i kompleksowego omówienia w formie monograficznej. Z kolei dostępne omówienia zawarte w komentarzach do przepisów prawa poruszają tę instytucję w sposób pobieżny, pomijając istotne kwestie teoretyczne. Można jedynie zakładać, że wynika to głównie z faktu, iż badanie rynku w powszechnej percepcji traktowane jest jako dość „praktyczna” i sformalizowana instytucja. Poczynione rozważania wskazują, że obok kwestii praktycznych istnieją liczne problemy konstrukcyjne jak choćby zakres możliwych ujawnień, możliwość faworyzowania akcjonariuszy w dostępie do informacji czy też sama rola instytucji w kompleksie przepisów regulujących zwalczanie nadużyć na rynku kapitałowym.

Wskazane względy determinują tematykę podjętą w niniejszej monografii. W pierwszej kolejności w pracy omówiono europejskie podejście do informacji poufnych. W syntetyczny sposób dokonano charakterystyki samej definicji informacji poufnej. Okrojoną analizę zaprezentowano w rozdziale pierwszym. Takie podejście ma wyłącznie na celu skrótowe zaprezentowanie przedmiotu ochrony. Szczegółową analizę definicji informacji poufnej dokonałem w monografii pt. *Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego*³. Zważywszy, że w większości przypadków rozważania, które dotyczą samej informacji poufnej, stanowiłyby powtórzenie wcześniejszego opracowania, zdecydowałem się na znaczne pominięcie tego zagadnienia.

Analiza i ocena instytucji badania rynku nie może się odbyć bez próby zdefiniowania i umiejscowienia jej na tle innych przepisów rozporządzenia MAR. Dlatego też omówienie regulacji badania rynku zostało rozpoczęte od zaprezentowania regulacji ogólnych służących do zwalczania nadużyć na rynku poprzez zaprezentowanie przewidzianych prawem wyłączeń od zakazów nadużyć na rynku.

Przedstawiona w pracy problematyka badawcza determinuje strukturę niniejszej pracy. Składa się ona z sześciu rozdziałów. W rozdziale pierwszym zaprezentowano model regulacji informacji poufnej oraz definicję informacji poufnej. Omówienie to ma na celu przybliżenie czytelnikowi siatki pojęciowej, która będzie podstawą rozważań w dalszych częściach. W rozdziale drugim omówiono podstawy i cele europejskich regulacji *insider dealing*. Ma to na celu ukazanie różnic i podobieństw w podejściu do regulacji *insider dealing* i badań rynku. Wskazano także na główne sposoby zapobiegania wykorzystaniu informacji poufnych. Podobny cel przyświecał rozważaniom w rozdziale trzecim. W rozdziale tym przeanalizowano przepisy dotyczące zwalczania manipulacji na rynku kapitałowym oraz zakaz bezprawnego ujawniania. Przepisy te stano-

³ R. Woźniak, *Definicja informacji poufnej*.

wią element triady regulacyjnej dotyczącej zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym. Są też istotne dla rozważań dotyczących badania rynku. Główną część rozważań stanowią rozdziały czwarty, piąty i szósty.

Rozdział czwarty ma charakter teoretyczny, a jego celem jest zaprezentowanie czytelnikowi instytucji badania rynku określonego w rozporządzeniu MAR. W rozdziale tym staram się przedstawić charakter prawny badania rynku. *Prima facie* przepisy regulujące badanie rynku mogą sprawiać wrażenie niezgodnych z innymi przepisami rozporządzenia MAR. Dlatego też w rozdziale tym omówiono relację przepisów dotyczących instytucji badania rynku i innych regulacji rozporządzenia MAR. Omówione w niniejszym opracowaniu inne regulacje łagodzące ogólne zakazy nadużyć na rynku zbliżone są do przepisów regulujących badanie rynku. W tym zakresie podejście prawodawcy europejskiego należy uznać za spójne. Jednocześnie omówiono możliwość udostępnienia informacji w ramach badania rynku akcjonariuszom spółki. Przy tej okazji została postawiona teza, że takie przekazanie nie narusza prawa akcjonariuszy do informacji ani nie stanowi działania dyskryminacyjnego. Przede wszystkim staram się wykazać, że relacja spółka–akcjonariusz w ramach badania rynku nie jest relacją wynikającą ze stosunku korporacyjnego. Z tego też powodu nie można w żadnym przypadku mówić o naruszeniu zasady równości, czy też prawa do informacji.

Rozdział piąty stanowi omówienie badania rynku w kontekście jego przedmiotu i podmiotów uczestniczących w badaniu. Omówienie takie koncentrujące się na opisie deskryptywnym z uwzględnieniem głównie metody dogmatyczno-prawnej jest niezbędne dla ukazania przyjętego podejścia do instytucji badania rynku i ukazania istotnego formalizmu regulacji. W rozdziale zaprezentowano wymogi formalne związane z badaniem rynku.

Rozdział szósty stanowi omówienie innych wyjątków od zakazów nadużyć na rynku. Powyższe ma na celu przybliżenie czytelnikowi podejścia prawodawcy europejskiego do stosowania i regulacji działań, które *prima facie* mogą być uznane za sprzeczne z *ratio* rozporządzenia MAR, ale pomimo to są akceptowane jako istotne dla działalności rynku kapitałowego. Do działań tych należą przyjęte praktyki rynkowe, programy stabilizacyjne i programy odkupu. Prezentacja tych informacji ma na celu odpowiedź na pytanie, czy regulacje dotyczące badania rynku są zbieżne z innymi podobnymi regulacjami, czy też stanowią regulacje o odmiennym charakterze.

dr Rafał Woźniak

Warszawa, grudzień 2022 r.

[Przejdź do księgarni →](#)



ksiegarnia.beck.pl