

Rozdział I. Badanie rynku na tle regulacji informacji poufnych

§ 1. Badanie rynku jako uregulowana instytucja prawna

I. Aktualnie obowiązujące regulacje dotyczące badania rynku

Dostęp do informacji w dzisiejszej gospodarce jest kluczową wartością przesądzającą w większości przypadków o sukcesie ekonomicznym stron transakcji. Nie inaczej wygląda to na rynku kapitałowym. Z tego powodu kluczowe jest ustanowienie ram prawnych, które pozwalałyby wszystkim uczestnikom tego rynku podejmować decyzje inwestycyjne w tych samych warunkach, na podstawie tego samego zakresu informacji.

Badanie rynku jest nową instytucją prawną rynku kapitałowego. Wprowadzona regulacjami rozporządzenia MAR, które to rozporządzenie określa zasady przeprowadzania badań rynku (ang. *market sounding*)¹. Należy wskazać, że przepisy zawarte w rozporządzeniu MAR nie są regulacjami kompleksowymi. Rozporządzenie MAR określa jedynie zasady przeprowadzania badania rynku i warunki, których spełnienie determinuje możliwość uznania działania podmiotów za nienaruszające przepisów dotyczących bezprawnego ujawnienia informacji poufnych.

Stosownie do art. 11 rozporządzenia MAR celem regulacji jest zwiększanie możliwości pozyskiwania kapitału przy jednoczesnym zapewnieniu pełnej ochrony przepływu informacji pomiędzy uczestnikami rynku². Badanie rynku jest także niezwykle cennym narzędziem poznawania opinii potencjalnych in-

¹ W literaturze przedmiotu w sposób wymienny używa się terminu angielskiego *market sounding*. Z uwagi na fakt, że anglojęzyczne określenie stanowi element języka prawniczego w dalszej części pracy będę stosował także angielskie określenie badania rynku.

² A. Reisberg, w: M. Ventoruzzo, S. Mock (red.), *Market Abuse Regulation*, s. 302.

westorów, intensyfikacji dialogu z akcjonariuszami, zapewnienia sprawnego obrotu oraz uzgadniania stanowisk emitentów, dotychczasowych akcjonariuszy i potencjalnych nowych inwestorów.

Regulacje w zakresie prawa rynku finansowego posiadają swoistą specyfikę w stosunku do innych regulacji sektorowych, np. prawa ochrony konkurencji czy prawa energetycznego. Celem regulacji jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania, stabilność i bezpieczeństwo tego rynku finansowego³. Nie dziwi więc, że w ostatnim czasie widać szczególnie aktywny prąd prawodawczy na poziomie unijnym. W szczególności ujawnia się to poprzez dążenie do ujednoczenia otoczenia prawnego uczestników rynku. Jednocześnie stworzone regulacje, na co zwrócono uwagę w dalszej części niniejszej monografii, koncentrują się na urzeczywistnieniu idei pełnej transparentności rynku, która ma wyeliminować asymetrię informacyjną i spowodować wprowadzenie rynku w pełni efektywnego. Dlatego głównym przedmiotem regulacji rynku finansowego jest zapewnienie równego dostępu do informacji poprzez zniesienie monopolu informacyjnego. Powyższe ma zapewnić także większą efektywność informacyjną.

Działalność regulacyjna prawodawcy unijnego objawia się poprzez zwiększanie instytucjonalnej organizacji i funkcjonowania rynku finansowego. Ten drugi obszar łączy się z wprowadzaniem określonych standardów zachowań na rynku, w szczególności na rynku finansowym. Rynek ten stanowi element jednolitego rynku wewnętrznego. Przyjmuje się, że obecnie, odchodząc od regulacji minimalnych opartych na dyrektywach i działaniach harmonizacyjnych państw członkowskich, prawodawstwo unijne dąży do harmonizacji maksymalnej opartej na rozporządzeniach⁴. Zwiększająca się ingerencja regulacyjna prawodawcy może być oceniana krytycznie jako godząca w zasadę wolności gospodarczej. Niewątpliwie działania takie mogą ograniczać aktywność uczestników rynku. Wydaje się jednak, że na działalność regulacyjną należy patrzeć raczej przez pryzmat ochrony inwestorów i zapewnienia efektywnego ich funkcjonowania. To bowiem jasne regulacje normatywne, niedyskryminujące żadnego z podmiotów przyczyniają się do zwiększenia atrakcyjności takiego rynku. Ustanowienie przejrzystych reguł postępowania opartych na jasnych zasadach zwiększa także zaufanie inwestorów. W tym kontekście nie

³ Na wzrost roli bezpieczeństwa działania rynku w kontrze do jego konkurencyjności wskazuje *P. Wajda*, por. *P. Wajda*, *Cyberbezpieczeństwo*, s. 11.

⁴ *D. Wojtczak-Samoraj*, *Kilka uwag*, s. 100.

można mówić o ograniczaniu wolności. Czym innym jest tworzenie warunków do uczciwej wymiany dóbr, a czym innym ograniczanie przedsiębiorczości⁵.

Nie inaczej wygląda to w przypadku regulacji badania rynku. W pierwszej kolejności należy wskazać, że model regulacji informacji poufnych w prawie UE podlega ciągłej ewolucji. Obserwując wysiłki regulacyjne, początkowo wspólnot europejskich, a obecnie UE, można stwierdzić, że historia europejskich regulacji jest ciągle obszarem nowym i rozwijającym się. Efektem działań regulacyjnych dotyczących zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym były akty prawne wydawane na poziomie UE od lat 70. XX w. Co istotne, pierwsze regulacje dotyczące informacji poufnych były przyjmowane nie na poziomie UE, ale na poziomie państw członkowskich⁶, a w większości państw członkowskich regulacje zwalczające *insider trading* wprowadzono dopiero w latach 80. i 90. XX w.⁷

Pierwsze akty prawne regulujące zwalczanie nadużyć na rynku zostały wydane przez Komisję w 1977 r.⁸ Rekomendacja ta wspierała ideę równego dostępu do informacji oraz eliminacji dysproporcji informacyjnych poprzez pełne i uczciwe wypełnianie obowiązków informacyjnych. Z uwagi na swój niewiążący charakter zalecenia zawarte w rekomendacji zostały w większości zlekceważone przez państwa członkowskie⁹.

Odpowiedzią Komisji Europejskiej na powyższe problemy było przyjęcie dyrektywy 89/592. Oprócz wprowadzenia modelu definicji informacji poufnej zbliżonego do obecnego, dyrektywa ta wprowadzała także przepisy zakazujące wykorzystania informacji poufnych w przypadku zbywalnych papierów wartościowych.

⁵ Podobnie P. Wajda, *Rynki finansowe*, s. 115–116.

⁶ Pierwsze europejskie regulacje w tej materii zostały wprowadzone na poziomie państw członkowskich we Francji i w Szwecji. Pomimo takich działań nie jest nadużyciem stwierdzenie, że większość z państw członkowskich nie dostrzegała potrzeby regulacji omawianego zjawiska i w wielu krajach, np. w Niemczech, w ogóle nie rozpoczęto debaty nad koniecznością wprowadzenia takich regulacji, więcej w R. Woźniak, *Definicja informacji poufnej*, s. 3–7; por. także J. Lau Hansen, *The New*, s. 250.

⁷ Pierwszym aktem prawnym regulującym zjawisko *insider dealing* w Niemczech była *Zweites Finanzmarktförderungsgesetz* przyjęta w 1994 r. Z kolei w Wielkiej Brytanii *insider dealing* nie był zakazany do lat 80. XX w., por. U.C. Pfeil, *Finanzplatz Deutschland*; D.J. Standen, *Insider Trading Reforms*, s. 177; H. Chitimira, *An Analysis*, s. 50.

⁸ Była to rekomendacja dotycząca europejskiego zbioru zasad postępowania w zakresie transakcji dotyczących instrumentów finansowych – *Commission Recommendation 77/534/EEC*.

⁹ Por. M. Niamh, *EU Securities*, s. 706.

Jakkolwiek przyjęcie dyrektywy 89/592 należy uznać za ważne i wpływające stymulująco na prawodawstwo państw członkowskich¹⁰, to jednocześnie przyczyniło się ono do znacznego zróżnicowania przepisów w poszczególnych państwach członkowskich¹¹. Z tego też powodu w efekcie prac grupy Lamfalussy'ego¹² w maju 2001 r. Komisja Europejska przedstawiła projekt dyrektywy 2003/6, która miała obejmować zagadnienia zwalczania zjawiska *insider trading*¹³.

Jedną z kluczowych zmian było wprowadzenie, wprost w dyrektywie MAD2003, obowiązku niezwłocznego publikowania informacji poufnych. Wskazywano, że fakt zobligowania emitenta do publikowania wszelkich informacji korporacyjnych zredukuje ryzyko osiągania korzyści przez podmiot w związku z występowaniem asymetrii informacyjnej¹⁴. Pomimo faktu, że dyrektywa MAD2003 była istotnym etapem w rozwoju europejskich regulacji zwalczających nadużycia na rynku kapitałowym, obarczona była tymi samymi wadami co poprzednia regulacja, tzn. fakt różnego podejścia do transpozycji przepisów do porządków krajowych powodował trudności w zapewnieniu skutecznego i jednolitego egzekwowania jej postanowień¹⁵. W konsekwencji powyższego Komisja Europejska przedłożyła projekt nowego rozporządzenia, które weszło w życie 3.7.2014 r. Co istotne w przeciwieństwie do poprzednich regulacji nowemu aktowi prawnemu nadano formę rozporządzenia. Tego typu podejście miało stanowić odpowiedź na wady poprzednich regulacji i zapobiec rozbieżnościom między wymogami krajowymi. Pomimo to, nie doszło do cał-

¹⁰ Efektem wejścia w życie dyrektywy 89/592 było np. wprowadzenie w Niemczech pierwszych w historii regulacji zwalczających *insider dealing*.

¹¹ Por. M. Hotel, Wybrane zagadnienia europejskiej regulacji, s. 21.

¹² Por. M. Cejmer, J. Napierata, T. Sójka (red.), Europejskie prawo spółek, s. 387.

¹³ C. Visscher De, O. Maiscoq, F. Varone, The Lamfalussy Reform in the EU, s. 22–25.

¹⁴ C. Di Noia, M. Gargantini, The Market Abuse Directive Disclosure Regime, s. 7; G.A. Ferrarini, The European Market Abuse Directive, s. 711 i n.

¹⁵ Por. R. Woźniak, Definicja informacji poufnej, s. 10. Wskazano na to w motywie 3 Preambuły do rozporządzenia MAR. Zgodnie z tym punktem w dyrektywie MAD2003 Parlamentu Europejskiego i Rady uzupełniono i zaktualizowano unijne ramy prawne mające chronić integralność rynku. Jednak ze względu na zmiany legislacyjne, rynkowe i technologiczne, jakie zaszły od czasu wejścia w życie tej dyrektywy, które przyniosły znaczne modyfikacje w otoczeniu finansowym, dyrektywę tę należy obecnie zastąpić. Nowy instrument ustawodawczy jest także potrzebny, aby zapewnić jednolite zasady i jasność kluczowych pojęć oraz jednolity zbiór przepisów, zgodnie z wnioskami ze sprawozdania z 25.2.2009 r. sporządzonego przez grupę wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE, pod przewodnictwem Jacquesa de Larosière'a (grupa de Larosière'a).

kowej rezygnacji z dyrektyw jako instrumentu służącego regulacji prawnej rynków kapitałowych¹⁶.

Powyższe znalazło odzwierciedlenie w Preambule do rozporządzenia MAR. Wskazano w niej, że nadanie formy rozporządzenia wymogom dotyczącym zwalczania nadużyć na rynku zapewni bezpośrednie stosowanie tych wymogów. Podkreślono, że powinno to zapewnić jednolite warunki, zapobiegając rozbieżnościom między wymogami krajowymi, jakie mogą wystąpić w wyniku transpozycji dyrektywy. Ponadto przyjęcie regulacji w formie rozporządzenia wymusi przestrzeganie tych samych zasad przez wszystkie osoby w całej Unii¹⁷. Na marginesie należy zauważyć, że zgodnie ze stanowiskiem TSUE Preambuła nie ma wiążącej mocy prawnej i nie można się na nią powoływać w celu odstąpienia od przepisów danego aktu ani w celu interpretowania jego przepisów w sposób oczywiście sprzeczny z ich treścią¹⁸. Preambuły stanowią jednakże doskonałe źródło wiedzy na temat celów i wartości, które mają być realizowane. Z uwagi na umieszczenie w akcie unijnym pośrednio wpływają na treść norm odtworzonych z części artykułowej aktu prawnego¹⁹.

Stosownie do art. 288 TFUE rozporządzenie ma zasięg ogólny. Wiąże w całości i jest bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich. Adresatami rozporządzeń są oprócz państw członkowskich także jednostki²⁰. Wskazał na to TSUE w wyroku w sprawie *SpA Marimex v. Ministero delle Finanze*²¹. W wyroku tym podkreślono natychmiastowy skutek rozporządzeń oraz to, że bezpośrednio przyznają one uprawnienia podlegające ochronie sądowej. Oznacza to, że przepisy rozporządzeń, w tym – co oczywiste – także rozporządzenia MAR, obowiązują i są stosowane bezpośrednio, bez potrzeby ich inkorporowania lub transponowania do krajowych porządków prawnych²².

Niewątpliwie takie podejście w swoim założeniu w sposób pełniejszy przyczynia się do wprowadzenia jednolitych regulacji na poziomie UE. W przeciwieństwie do poprzednio stosowanego podejścia, a więc regulacji informacji poufnych na poziomie dyrektywy, przyjęte podejście wprowadza jednolite

¹⁶ Por. M. Spyra, w: M. Stec (red.), System Prawa Handlowego, t. 4, s. 29; J. Róg-Dyrda, S. Jak-szuk, w: M. Grzywacz, J. Jagielski, D. Kijowski (red.), Prawo administracyjne, s. 635.

¹⁷ Motyw 5 do Preambuły rozporządzenia MAR.

¹⁸ Wyr. TSUE z 13.9.2018 r., C-287/17, *Česká pojišťovna a.s. v. WCZ, spol. s r.o.*, EC-LI:EU:C:2018:707, pkt 33.

¹⁹ Więcej J. Napierała, Wykładnia prawa, s. 190–194 i cytowana tam literatura.

²⁰ M.M. Kenig-Witkowska, A. Łazowski, R. Ostrihansky, Prawo instytucjonalne, s. 190.

²¹ Wyr. TSUE z 7.3.1972 r., 84/7, *SpA Marimex v. Ministero delle Finanze*.

²² Por. T. Jaroszyński, Rozporządzenie Unii Europejskiej, s. 101.

ramy regulacyjne i daje nadzieję na jednolite stosowanie. Jak pokazuje historia rozwoju powyższych regulacji, regulacji w UE, pozostawienie możliwości regulacyjnej na poziomie państw członkowskich przyczyniało się do rozbieżności w implementacji przepisów. Tytułem przykładu można wskazać przyjęty w poprzednim stanie prawnym model informacji poufnej, kiedy to państwa członkowskie stosowały model albo jednostopniowy, albo dwustopniowy, a czasem kombinację tych dwóch modeli²³.

Podkreślić należy, że wprowadzenie powyższych regulacji w formie rozporządzenia oznacza, że niedopuszczalne jest nie tylko wydawanie przepisów krajowych sprzecznych względem przepisów rozporządzenia, ale również w jakikolwiek sposób wkraczających w sferę regulowaną rozporządzeniem²⁴.

Jakkolwiek działania mające cechy badania rynku stanowią znaną praktykę rynków kapitałowych na całym świecie, to działania te nie były przedmiotem intensywnego zainteresowania prawodawców. Z racji tego porównania z systemami innych państw – mogą mieć charakter jedynie ograniczony. Jak wskazano wyżej w przypadku UE, zbliżone regulacje normatywne istniały we Francji oraz Wielkiej Brytanii, gdzie były efektem praktyki nadzorczej. Francuski organ nadzoru AMF wymagał od podmiotów świadczących usługi inwestycyjne, które badają rynek, aby przed przeprowadzeniem transakcji finansowania przedsiębiorstw spełniały wymagania określone w regulacji AMF oraz w kodeksie dobrego postępowania, zatwierdzonym przez AMF²⁵. Dodatkowo warto wspomnieć o przepisach zbliżonych do instytucji badania rynku występujących w prawie amerykańskim.

Analizując przepisy regulacji francuskiej, należy stwierdzić, że były one porównywalne do tych zawartych w przepisach rozporządzenia MAR. Przepisy prawa francuskiego łączyły więc procedurę badania rynku z przekazaniem informacji poufnych, a podmiot organizujący badanie musiał być w posiadaniu takich informacji. Praktyka francuska wykształciła jednak procedurę tzw. *soft sounding*, w ramach której przekazywano informacje niebędące informacjami poufnymi. W przypadku zakwalifikowania informacji jako poufnej powstawały dodatkowe obowiązki. Podmiot taki musiał przed przeprowadzeniem badania zwrócić się o zgodę do osób, do których kierowano bada-

²³ Więcej zob. R. Woźniak, Definicja informacji poufnej, s. 34.

²⁴ Powyższe znane jest jako doktryna przejęcia (*doctrine of pre-emption*), por. P. Saganek, w: A. Wróbel, D. Miąsik, N. Półtorak (red.), Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, s. 205; M. Dereń, Przepis karny, s. 46.

²⁵ Por. art. 216-1 RG AMF (Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers) za Final Report ESMA, s. 116.

nie, wskazać przed przeprowadzeniem badania, że badanie może wiązać się z przekazaniem informacji poufnych, ustanowić procedurę badania oraz przygotować listę osób, które wyraziły zgodę na przeprowadzenie badania, wskazując datę i godzinę, w której każda z tych osób została przebadana²⁶. Dodatkowo przepisy francuskie nakładały obowiązek umożliwienia ścisłej analizy całej procedury poprzez wprowadzenie obowiązku archiwizacji przez okres co najmniej 6 miesięcy interakcji przeprowadzanych w ramach badania rynku w przypadku nagrań telefonicznych i co najmniej 5 lat w przypadku innych dokumentów²⁷.

Dodatkowo odniesienia do sposobów interakcji z rynkiem przed ogłoszeniem transakcji i z transakcją taką związane można odnaleźć w orzecznictwie brytyjskim. W tym zakresie kluczowa staje się decyzja brytyjskiego organu nadzoru FCA w sprawie *Einhorn*. *David Einhorn* był zarządzającym portfelem (i jedynym udziałowcem) amerykańskiej spółki inwestycyjnej (Greenlight Capital Inc.), która posiadała około 13% kapitału zakładowego brytyjskiej spółki Punch Tavern plc. Punch zamierzała podnieść swój kapitał i wyemitować nowe akcje. Dlatego też w tym celu podjęła rozmowy z wybranymi potencjalnymi inwestorami, aby ocenić ich zainteresowanie objęciem tych nowo emitowanych akcji. Podczas gdy inni inwestorzy zaakceptowali otrzymanie informacji poufnych i podpisali szczegółowe umowy o nieujawnianiu informacji, *Einhorn* wyraźnie odmówił zaakceptowania zasad określonych w zaproszeniu (tzw. *crossing the wall*). Co jednak istotne, podczas jednej z rozmów z firmą inwestycyjną oferującą akcje spółki Punch uzyskał on informację dotyczącą ewentualnej emisji nowych akcji przez Punch, mającej na celu spłatę obligacji zamiennych. W następstwie otrzymanych informacji *Einhorn* postanowił sprzedać część posiadanych przez Greenlight akcji w Punch. W swoim orzeczeniu CA odrzuciła argumentację *Einhorna*, w konsekwencji nałożyły na niego i Greenlight karę za naruszenie przepisów dotyczących wykorzystania informacji poufnych. W orzeczeniu tym brytyjski organ nadzoru podkreślił, że z uwagi na doświadczenie *Einhorna*, powinno być dla niego oczywiste, że otrzymane przez niego informacje stanowiły informacje poufne i miały wpływ na cenę. Sam fakt, że odbiorca informacji poufnej nie wyraża intencji jej otrzy-

²⁶ O. Jouffroy, *Les sondages de marché*, s. 1412.

²⁷ Por. S. Hubert, B. De Saint Mars, *Les sondages*, s. 450 i n.

mania nie wpływa na fakt, że późniejsze wykorzystanie takiej informacji stanowi bezprawne wykorzystanie informacji poufnych²⁸.

Jak wspomniano wyżej, badania rynku są stałym elementem praktyki rynków kapitałowych. Nie dziwi więc, że występują także poza granicami UE, np. w USA. Stwierdzić należy, że przepisy prawa amerykańskiego zawierają przepisy wpływające na badanie rynku, aczkolwiek nie dotyczą ich *expressis verbis*.

Głównym aktem regulującym tę kwestię jest Regulation FD. Zgodnie z Regulation FD, w przypadku gdy emitent ujawnia informacje poufne jakiegokolwiek osobie, jest on zobowiązany do natychmiastowego ujawnienia tych informacji rynkowi. Regulation FD zawiera jednakże wyjątek, w przypadku gdy emitent planuje przeprowadzić znaczącą transakcję i przed jej przeprowadzeniem zamierza zbadać zainteresowanie inwestorów. W takiej sytuacji strony, które otrzymują informacje poufne, zobowiązane są do wyrażenia zgody na utrzymanie ich w tajemnicy. Komunikacja między potencjalnym oferentem a akcjonariuszami spółki przejmowanej jest dozwolona, jeśli spełnione są następujące warunki: wszelka pisemna korespondencja dotycząca transakcji w dniu wykorzystania lub przed pierwszym wykorzystaniem materiałów pisemnych jest składana w SEC, wszelkie pisemne informacje od pierwszego publicznego ogłoszenia do zakończenia publicznej oferty przejęcia są składane w SEC, a we wszystkich pisemnych komunikatach znajduje się legenda, która wzywa akcjonariuszy do zapoznania się z pełnym tekstem wezwania.

Fakt skorzystania z przepisów dotyczących badania rynku nie wyłącza ogólnych zasad określonych w przepisie 10b-5. Oznacza to, że akcjonariusze mogą przeprowadzić transakcję dopiero po publicznym ogłoszeniu przez potencjalnego oferenta publicznej oferty przejęcia. Jednocześnie Regulation FD zakazuje selektywnego ujawniania informacji i reguluje natychmiastowe publiczne ujawnianie informacji po selektywnym ujawnieniu informacji wewnętrznych. W tym zakresie Regulation FD zbliżone jest do obowiązków określonych w art. 17 ust. 8 rozporządzenia MAR²⁹.

²⁸ Zob. <https://www.fca.org.uk/publication/decision-notice/dn-einhorn-greenlight.pdf> (do-step: 25.5.2022 r.).

²⁹ A. Moubarak, *The Boundaries of Insider*, s. 111–113.

II. Regulacja a reglamentacja dostępu do informacji poufnych

Pogłębiająca się integracja gospodarcza spowodowała ograniczenie roli państwa pozytywnego, jednocześnie doprowadzając do wzrostu roli państwa regulacyjnego. Ingerencja państwa w gospodarkę przyjmująca postać państwa jako dostawcy usług publicznych określana jest mianem *public service* lub troski o byt (*Daseinsvorsorge*). Wzrost tendencji regulacyjnych państw pozwala wskazać trzy podstawowe podejścia do interwencji państwa w gospodarkę. W literaturze wskazuje się, że są to: redystrybucja dochodów, stabilizacja makroekonomiczna oraz regulacje rynkowe³⁰.

W nowoczesnej koncepcji państwa regulacje rynkowe, a szerzej polityka regulacyjna państwa, mają na celu przeciwdziałanie różnego rodzaju „zawodności” rynku: wpływom monopolu, negatywnym efektom zewnętrznym, niepełnej informacji i niedostatecznej podaży dóbr publicznych. Nie ulega wątpliwości, że obecnie wszystkie nowoczesne państwa praktykują redystrybucję dochodów i zarządzanie makroekonomiczne oraz regulują rynki³¹. Sama zaś regulacja stanowi instrument interwencyjny państwa³².

Analiza europejskich regulacji dotyczących badania rynku nie może jednak zostać przeprowadzona bez dokonania ustaleń o charakterze terminologicznym. W szczególności uściślenia wymaga charakter norm prawnych określających dostęp do informacji poufnych.

Poszukując znaczenia terminu „regulacja”, należy odwołać się do jego etymologii, tj. do łacińskiego słowa *regula*, które oznacza „regułę” oraz pokrewnego słowa *rego* odnoszącego się do rządzenia, władania, panowania i kierowania³³. Zgodnie ze słownikową definicją regulacja oznacza działania podejmowane w celu nadania lub przywrócenia czemuś prawidłowego przebiegu, funkcjonowania, ujmowanie czegoś w pewne przepisy i normy. Regulacja

³⁰ Więcej zob. K. Strzyczkowski, Prawo regulacji, s. 3.

³¹ G. Majone, Od państwa pozytywnego, s. 52.

³² Na podobną rolę wskazał SN w odniesieniu do prawa ochrony konkurencji w wyr. z 20.3.2018 r., III SK 5/17, Legalis, gdzie stwierdził, że: „prawo, w tym prawo ochrony konkurencji, jest instrumentem kształtowania stosunków gospodarczo-społecznych odzwierciedlających pewną wizję ustawodawcy konstytucyjnego, uszczegóławianą przez sąd konstytucyjny”.

³³ Por. T. Klement, Metody i narzędzia regulacji rynków, s. 43. Autor ten wskazuje także na posiadające to samo źródło odpowiedniki w innych językach: niemieckim – *Regulierung*, angielskim – *regulation*, francuskim – *réglementation*.

oznacza również przepis lub akt prawny oraz odpowiednie nastawianie przyrządu, mechanizmu lub urządzenia, warunkujące jego prawidłowe działanie³⁴.

W ekonomii brak jest powszechnie akceptowalnej definicji terminu regulacja, dlatego też wśród licznych teorii można tytułem przykładu wskazać kilka prób klasyfikacji tego pojęcia. Jedną z najczęściej spotykanych typologii jest podział regulacji na strukturalną oraz czynną. Regulacja strukturalna związana jest z architekturą rynku, którego dana regulacja dotyczy i w szczególności może odnosić się do barier wejścia. Regulacja czynna definiuje rynkowe zachowania uczestników rynku za pomocą instrumentów regulacyjnych. Wskazać można także podział na regulację ekonomiczną – dotyczącą sterowania naturalnymi monopolami i procesami konkurencji w celu stabilizacji gospodarki oraz socjalną – skoncentrowaną na zabezpieczeniu określonych społecznie cennych wartości konkretnych, takich jak środowisko, ludzka praca, rzetelna informacja handlowa³⁵.

Na gruncie nauki prawa regulacja jest przedmiotem wzrastającego zainteresowania i sporów³⁶. Należy podkreślić, że zarówno polski, jak i unijny prawodawca posługuje się terminem regulacja w różnych przypadkach. Regulacja pojawia się w nielicznych przypadkach w aktach prawnych, gdzie termin ten występuje w odmiennym znaczeniu. Można spotkać regulację w znaczeniu stanowienia prawa, w znaczeniu węższym, wynikającym z kontekstu danego aktu prawnego, a także w znaczeniu ściśle zdefiniowanym³⁷. Należy jednocześnie zauważyć, że w przypadku tego ostatniego to jedyna legalna definicja regulacji została zawarta w art. 3 pkt 15 PrEnerg, gdzie regulację zdefiniowano jako stosowanie określonych ustawą środków prawnych, włącznie z koncesjonowaniem, służących do zapewnienia bezpieczeństwa energetycznego, prawidłowej gospodarki paliwami i energią oraz ochrony interesów odbiorców. Co oczywiste, definicja ta właściwa jest prawu energetycznemu i nie można przyznać jej waloru ogólnosystemowego³⁸.

W literaturze termin regulacja definiuje się w różny sposób. *T. Woś* wskazywał, że istotą regulacji jest kształtowanie w drodze działań organów państwo-

³⁴ Słownik języka polskiego PWN, sjp.pwn.pl.

³⁵ Por. *M. Banasik*, Administracyjnoprawne formy działań, s. 81.

³⁶ Por. także poglądy ekonomiczne przedstawione w *M.J. Golecki*, W poszukiwaniu optymalnego prawodawcy, s. 11.

³⁷ *M. Kraśniewski*, Otwarty dostęp do infrastruktury kolejowej, s. 386.

³⁸ Zauważyć tu należy krytyczny głos *W. Hoffa*, który wskazuje, że jest to „definicja na tyle ogólna, że wykracza poza ramy pojęcia regulacji nawet w szerokim rozumieniu”, *W. Hoff*, Prawny model, s. 41; podobnie również *M. Szyski*, Rola samorządu terytorialnego, s. 24.

wych pewnych ram, wewnątrz których podmioty gospodarcze mogą podejmować działalność społecznie pożądaną³⁹. Z kolei *T. Skoczny* określił instytucje państwowe odpowiedzialne za sferę regulacji jako aparat regulacyjny i utożsamiał regulację z władczą działalnością administracyjną, która zapewnia indywidualne, skierowane przyszłościowo kształtowanie rynku lub zachowania na rynku określonych przedsiębiorstw. Wyróżnił on dwa zakresy regulacyjne – regulację uczestnictwa w rynku oraz regulację zachowań rynkowych i zaproponował podział regulacji władczej działalności administracyjnej na dwa rodzaje: administrację nadzorczą i administrację regulacyjną⁴⁰.

Niewątpliwie regulacja łączy się z interwencją organów władzy publicznej. W tym kontekście regulację definiowała *H. Gronkiewicz-Waltz*, która odniosła regulację do wszelkiego rodzaju normatywnej interwencji organów władzy publicznej, bez względu na to, czy ma charakter ogólny czy indywidualny, ale nakierowanej na określony cel⁴¹. W szerokim znaczeniu regulacja jest więc rozumiana jako władcze organizowanie przez państwo, w tym organy administracji, warunków funkcjonowania rynku, warunków podejmowania i wykonywania działalności gospodarczej, bez przywiązywania wagi do skutku w postaci ograniczenia wolności gospodarczej. Ten rodzaj regulacji przeciwstawia się regulacji cywilnoprawnej, która cechuje się tzw. nieautorytatywną konkretyzacją normy prawnej⁴². Bliski jest mi pogląd wyrażony przez *K. Jaroszyńskiego* i *M. Wierzbowskiego*. Autorzy ci łączą funkcję regulacyjną głównie z interwencją w mechanizmy rynkowe nakierowaną na przywrócenie odpowiedniego mechanizmu konkurencji i wykonywania właściwych zadań użyteczności publicznej⁴³. Podejście to według mnie optymalnie wpisuje się w działania prawodawcy europejskiego w obszarze informacji poufnych. Ten bowiem obszar skonstruowany jest w ten sposób, aby zapewnione zostały równe warunki wszystkim uczestnikom rynku.

W zbliżony sposób do regulacji podchodzi *W. Hoff*, według którego regulacja to władcze oddziaływanie na przedsiębiorstwa przez niezależne organy administracji celem stworzenia skutecznej konkurencji, zrekomensowania jej braku lub niemożliwości realizacji celów społecznych w warunkach konkurencji, przy czym oddziaływanie to podejmowane jest na podstawie norm

³⁹ *T. Woś*, *Niezależne organy*, s. 3.

⁴⁰ *T. Skoczny*, *Stan i tendencje rozwojowe prawa*, s. 162.

⁴¹ *H. Gronkiewicz-Waltz*, w: *H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski* (red.), *Prawo gospodarcze*, s. 354.

⁴² *T. Długosz, K. Horubski, L. Kieres, T. Kocowski*, *Publiczne prawo gospodarcze*, s. 733.

⁴³ *K. Jaroszyński, M. Wierzbowski*, *Organy regulacyjne*, s. 316.

dających tym organom władzę uznaniową ograniczoną stanem konkurencji na rynku⁴⁴. Z kolei K. Strzyczkowski wskazuje, że regulacja ma charakter przyszłościowy (antycypujący), albowiem jest nastawiona na osiągnięcie zamierzonego celu w przyszłości, czyli na powstanie na rynku, wprowadzenie i rozwój konkurencji oraz jej ochronę przed przyszłymi praktykami antykonkurencyjnymi. Jest jedną z zasadniczych funkcji ingerencji władzy publicznej i państwa w gospodarkę rynkową, której to zasadniczym celem jest zastąpienie mechanizmów rynkowych i konkurencji w tych obszarach działalności gospodarczej, w których mechanizmy te naturalnie nie funkcjonują⁴⁵.

Powyższe omówienie doktrynalnego podejścia do definicji regulacji nie ma charakteru wyczerpującego i do takiego pretendować nie może. Jak wspomniano wcześniej, termin regulacja budzi spory w literaturze, co powoduje, że trudno mówić o jednolitym stanowisku przedstawicieli doktryny dotyczącym *definiens* terminu regulacja. Próbując dokonać własnej definicji terminu regulacja, stwierdzić należy, że regulacja stanowi niewątpliwie rodzaj władczego oddziaływania państwa na działalność gospodarczą. To oddziaływanie dokonywane jest na podstawie przepisów normatywnych przez specjalnie do tego powołane organy. Interwencja taka odbywa się więc w celu zapewnienia zbliżonych warunków działalności wszystkim uczestnikom rynku. Jednocześnie ograniczenia wprowadzane przez państwo i wzmacniane aktywnością wyspecjalizowanych organów gwarantują zachowanie balansu pomiędzy prawem a wolnością. W kontekście regulacyjnym zwracał na to uwagę C. Banasiński. Podnosił on, że ingerencja podejmowana na podstawie tego prawa gwarantuje poszanowanie wolności gospodarczej i zarazem przeciwdziała zagrożeniom, jakie niesie jej niekontrolowane wykonywanie⁴⁶. Tak więc regulacja ogranicza wolność gospodarczą podmiotów, ale ograniczenia takie dotyczą w równym stopniu wszystkich uczestników rynku.

Niewątpliwie celem regulacji jest osiągnięcie lepszych rezultatów aniżeli miałyby to miejsce bez regulacji. Regulacja ma chronić słabych i ograniczać silnych, ma promować i chronić inwestycje z jednej strony oraz chronić konsumentów i interes publiczny z drugiej strony⁴⁷. Jednocześnie typowe dla instrumentów regulacyjnych jest stosowanie ich *ex ante*, tj. wyprzedzająco (z góry)⁴⁸. Powszechnie przyjmuje się, że regulacja posiada dwa główne cele, które to de-

⁴⁴ W. Hoff, Prawny model, s. 22.

⁴⁵ K. Strzyczkowski, Prawo publiczne, s. 160–161.

⁴⁶ C. Banasiński, Dyskrecjonalność, s. 44.

⁴⁷ T. Klement, Metody i narzędzia regulacji rynków, s. 44.

⁴⁸ W. Hoff, Uznanie regulacyjne, s. 22.

terminują podział regulacji na regulację prokonkurencyjną i regulację prosojalną, czy też prospołeczną⁴⁹. Regulacja prokonkurencyjna, ukierunkowana na powstanie i rozwój konkurencji, realizowana jest za pomocą instrumentów. Z kolei regulacja prospołeczna, mająca na celu zapewnienie dostępu do usług powszechnych, osiągana jest przede wszystkim przy wykorzystaniu takich instrumentów, jak wyznaczenie podmiotu do świadczenia usługi powszechnej czy instrumentów związanych z zapewnieniem jej finansowania⁵⁰. Niewątpliwie więc przedmiotem działania regulacji jest rynek, a przyjęte regulacje mają na celu doprowadzenie do jego sprawnego funkcjonowania⁵¹.

W literaturze podkreśla się termin regulacja w asocjacji z funkcją regulacyjną. Pojęcie funkcji regulacji utożsamia się z zadaniami wykonywanymi przez organy administracji publicznej, co wywodzone jest z pojęcia funkcji państwa⁵². Za *M. Szydło* wyróżnić można szerokie pojęcie regulacji w odniesieniu do stanowienia i stosowania norm o charakterze administracyjnym i utożsamiać ją z pewną funkcją państwa. Autor ten poszczególne działania państwa w ramach stanowienia oraz władczego stosowania norm prawnych łączy z określonymi celami⁵³. Jednocześnie funkcję regulacji gospodarczej przedstawia się jako zbiór norm prawnych oraz zindywidualizowanych aktów ich stosowania i egzekwowania, które ograniczają wolność gospodarczą przedsiębiorców⁵⁴. Bliskie jest mi jednak stanowisko *K. Jaroszyńskiego*, dla którego funkcja regulacji ma charakter kompleksowy. Jest ona najdalej idącą władczą ingerencją państwa w określonym sektorze gospodarki⁵⁵.

Z pojęciem regulacji łączy się model lub metoda regulacji danego rynku. Metoda regulacji oznacza zbiór powtarzających się w pewnym przedziale czasowym określonych działań regulacyjnych państwa prowadzących do ukształtowania konkretnej struktury rynku oraz dopuszczania sprecyzowanych zachowań jego uczestników. Aktywność regulacyjna w poszczególnych sektorach infrastrukturalnych i dolegliwość nałożonych obowiązków regulacyjnych

⁴⁹ *T. Skoczny*, Stan i tendencje rozwojowe prawa, s. 150.

⁵⁰ Tamże.

⁵¹ *Por. M. Lemonnier*, w: *A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak* (red.), *Prawo rynku finansowego*, s. 43.

⁵² *T. Kuta*, *Funkcje współczesnej administracji*, s. 7. Co więcej akcentuje się konstytucyjny obowiązek wykonywania przez władze publiczne funkcji regulacyjnej, *por. L. Garlicki, M. Zubik*, w: *L. Garlicki, M. Zubik* (red.), *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej*, art. 20.

⁵³ *M. Szydło*, *Regulacja sektorów infrastrukturalnych*, s. 55.

⁵⁴ *M. Rogalski, D. Gałęcka*, w: *M. Rogalski* (red.), *Prawo*, s. 31.

⁵⁵ *K. Jaroszyński*, w: *H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski* (red.), *Prawo gospodarcze*, s. 176 i n.

na przedsiębiorcę jest stopniowalna. Jest ona bowiem zależna od sytuacji (np. stanu konkurencji na rynku)⁵⁶. Model regulacji charakteryzowany jest poprzez cel podejmowanych działań regulacyjnych (w tym decyzji administracyjnych). Metodę regulacji może niekiedy sprowadzić do celu danej regulacji. Metoda regulacji określa zakres powtarzania się określonych działań regulacyjnych, zbliżony okres temporalny podejmowanych działań regulacyjnych oraz skutek podejmowanych działań regulacyjnych⁵⁷. To oddziaływanie skutkować ma zapewnieniem jasnych i tożsamyh reguł dla wszystkich uczestników⁵⁸. Regulację odróżnić należy od techniki regulacji, czyli bardzo szczegółowo określonej metody, procedury⁵⁹.

Warto zauważyć, że działania prawodawcy zmierzające do uregulowania badań rynku wprost wynikają z działań regulacyjnych podejmowanych w obszarze informacji poufnych. Skoro ochrona informacji poufnych i pełna transparentność rynku jest głównym celem leżącym u podstaw całego modelu regulacji informacji poufnych, to powyższe będzie istotnie oddziaływać na kształt przepisów dotyczących badania rynku. W tym kontekście nie budzą zdziwienia wady, o czym będzie mowa później, całego procesu badania rynku.

Z regulacją jako formą działania państwa (interwencjonizmu gospodarczego) związane jest również zagadnienie reglamentacji. Podkreślenia wymaga, że stosownie do art. 20 Konstytucji RP społeczna gospodarka rynkowa oparta na wolności działalności gospodarczej, własności prywatnej oraz solidarności, dialogu i współpracy partnerów społecznych stanowi podstawę ustroju gospodarczego Rzeczypospolitej Polskiej. Nie ma on charakteru nieograniczonego. Artykuł 22 Konstytucji RP dopuszcza jednakże ograniczenie wolności działalności gospodarczej, w drodze ustawy i tylko ze względu na ważny interes publiczny, stając się ustrojową podstawą dla możliwości ustanowienia reglamentacji działalności gospodarczej⁶⁰.

W pojęciu słownikowym reglamentacja wiąże się z ograniczaniem praw i wolności obywatelskich⁶¹. Reglamentacja gospodarcza sprowadza się do władczego oddziaływania organów państwa na procesy gospodarcze. Nie jest

⁵⁶ P. Zdyb, *Postępowania administracyjne*, s. 5.

⁵⁷ M. Kraśniewski, *Otwarty dostęp do infrastruktury kolejowej*, s. 367.

⁵⁸ Podobnie F. Elżanowski wskazuje na regulację jako uporządkowanie danej sfery według przyjętych wzorców zachowań sankcjonowanych przez normy prawne, por. F. Elżanowski, *Polityka energetyczna*, s. 64.

⁵⁹ T. Klement, *Metody i narzędzia regulacji rynków*, s. 52.

⁶⁰ Ł. Mroczyński-Szmaj, w: R. Blicharz, A. Powałowski (red.), *Prawo*, s. 98.

⁶¹ *Słownik języka polskiego PWN*, sjp.pwn.pl.

to oddziaływanie krótkoterminowe, chociaż może taki charakter przyjmować. Cele reglamentacji mają jednakże charakter długoterminowy, a oddziaływanie reglamentacyjnych działań koncentruje się głównie na efektach w przyszłości. Jest ona uważana za działalność kreatywną państwa, podejmowaną dla świadomego kształtowania oblicza gospodarki, w celu realizacji bieżących celów politycznych⁶². Celem interwencjonizmu państwa w tym przypadku jest realizacja określonych potrzeb społecznych, niemożliwych do spełnienia przy całkowitej swobodzie funkcjonowania wolnego rynku⁶³.

Ingerencja reglamentacyjna państwa w sferę gospodarki ma na celu wywołanie skutków, które uznane zostały przez organy państwa za pożądane z punktu widzenia ważnego interesu publicznego, determinowanego zupełnie innymi celami niż ochrona bezpieczeństwa, ładu i porządku publicznego⁶⁴. Istotne z punktu widzenia reglamentacji jest to, aby zachować odpowiednie proporcje między „ilością” reglamentacji a zakresem swobody obywateli⁶⁵.

W literaturze nie ma jednolitego podejścia do definicji reglamentacji. Wskazuje się, że reglamentacja polega na ustanowieniu przez organ państwa warunków, od których spełnienia uzależniona jest realizacja publicznych praw podmiotowych, a także praw podmiotowych zwanych wolnościami. Warunki takie przybierają zazwyczaj formę nakazów i zakazów⁶⁶. Reglamentacja jest więc ukierunkowana na ocenę przesłanek podjęcia lub przerwania określonej aktywności poprzez akceptację wniosku o podjęcie danej aktywności lub pozabawienie uprawnienia działaniem z urzędu⁶⁷. W polskim porządku prawnym przybiera różne formy: koncesji, zezwolenia, licencji, zgody oraz aktów kwalifikujących.

Próbując dokonać klasyfikacji reglamentacji, zazwyczaj wskazuje się na reglamentację w wąskim lub szerokim rozumieniu. Reglamentacja *sensu largo* oznacza interwencjonizm państwa skutkujący ustanowieniem ram prawnych podejmowania i prowadzenia tej działalności, który przejawia się w regulacji publicznoprawnej przewidującej system wymogów i ograniczeń dotyczących podejmowania i wykonywania działalności gospodarczej jako następstwa konieczności realizacji preferowanego celu publicznego. Z kolei w wąskim rozumieniu wiąże się z ustalaniem odpowiednich wymogów i samym proce-

⁶² K. Dąbrowski, Wolność działalności gospodarczej, s. 67.

⁶³ D. Borkowski, Działalność gospodarcza regulowana, s. 99.

⁶⁴ T. Długosz, K. Horubski, L. Kieres, T. Kocowski, Publiczne prawo gospodarcze, s. 712.

⁶⁵ D. Wojtczak, Podejmowanie działalności gospodarczej, s. 18.

⁶⁶ T. Kocowski, Stanowienie i stosowanie norm, s. 115.

⁶⁷ M. Szubiakowski, Administracyjnoprawna regulacja praw, s. 170.