

# Rozdział I. Test racjonalnego inwestora w pespektywie kształtowania się polskiego i unijnego prawa rynku kapitałowego

## § 1. Uwagi wprowadzające

Aby uzyskać obecny kształt, prawo rynku kapitałowego musiało zmierzyć się z wieloma zjawiskami, które weryfikowały przyjęte wcześniej rozwiązania. Ewolucja ta była ściśle związana z transformacją otoczenia społeczno-gospodarczego zarówno w ujęciu polskim, jak i europejskim. Z natury rzeczy prawo unijne i prawo polskie uzupełniają się, tworząc spójny aksjologicznie system, który przez wiele lat był wielokrotnie zmieniany. Ewolucja prawa rynku kapitałowego wiąże się bowiem z silną ingerencją prawodawcy unijnego, który dąży do jego unifikacji w celu zapewnienia bezpiecznych warunków do rozwoju rynku wewnętrznego, a zatem zwiększenia dobrobytu całej UE. Ostatecznym etapem tych działań ma być stworzenie unii rynków kapitałowych<sup>1</sup>. Podobnie zatem jak wiele innych instytucji prawa rynku kapitałowego, tak też definicja informacji poufnej wraz ze wszystkimi jej atrybutami była wielokrotnie zmieniana. Obecnie jest zawarta w rozporządzeniu unijnym, bezpośrednio stosowanym we wszystkich państwach członkowskich (tzw. MAR). Z kolei sankcje są wymierzane na podstawie OfertaPublU oraz ObrInstrFinU, które transponowały do polskiego porządku prawnego przepisy MAD II<sup>2</sup>.

Mając na uwadze opisaną wyżej ewolucję, w pierwszej kolejności należy zatem przedstawić szerszy kontekst przeobrażeń regulacji właściwych dla podmiotów będących uczestnikami rynku kapitałowego. Pozwoli to zaprezentować rozwój centralnego pojęcia stworzonego na potrzeby zwalczania nadużyć na rynku, tj. informacji poufnej (a w niej testu racjonalnego inwestora) oraz jego

---

<sup>1</sup> Communication From The Commission To The European Parliament, The Council, The European Economic And Social Committee And The Committee Of The Regions. On The Mid-Term Review Of The Capital Markets Union Action Plan, Brussels, COM(2017) 292 final.

<sup>2</sup> Zob. *M.G. Faure, C. Leger*, The Directive on Criminal, s. 395.

obecny kształt ze szczególnym uwzględnieniem zasad formułowania definicji legalnych.

## § 2. Informacja poufna w prawie polskim

### I. Początki prawa rynku kapitałowego w Polsce

Proces, który doprowadził do wykształcenia się obecnego stanu prawnego, był podyktowany nieustającymi zmianami zachodzącymi w bliskim otoczeniu polskiego rynku kapitałowego. Można tu wymienić chociażby uwarunkowania gospodarcze, które ogrywały kluczową rolę w tej transformacji<sup>3</sup>. U początków rynku kapitałowego, znanego w obecnym kształcie, świadomość zachodzących w ekonomii procesów była bowiem znikoma. Dopiero rozwój tej świadomości pozwolił na wykształcenie się polskiego rynku kapitałowego<sup>4</sup>.

Początków regulacji dotyczącej obrotu giełdowego na całym terenie Rzeczypospolitej Polskiej należy szukać w ustawie z 20.1.1921 r. o organizacji giełd w Polsce<sup>5</sup>. Ustawa ta, w art. 19 stanowiła, że: „Jako transakcje giełdowe uważa się takie interesy, które zawarto w publicznym lokalu giełdowym, w oznaczonej porze giełdowej i co do przedmiotów obrotu, którymi na danej giełdzie wolno handlować i które wolno na niej notować”. Ustawa ta została następnie uchylona i zastąpiona rozp. Prezydenta Rzeczypospolitej z 28.12.1924 r. o organizacji giełd<sup>6</sup> wydanym na podstawie ustawy z 31.7.1924 r. o naprawie Skarbu Państwa i poprawie gospodarstwa społecznego<sup>7</sup>. Zgodnie z uchwałą RM z 22.12.1924 r. rozporządzenie to ustanowiło ramy instytucjonalne giełdy, jej uczestników i obrót walorów giełdowych. Nie weszło jednak w życie w tym samym czasie na całym obszarze Rzeczypospolitej Polskiej. Wyjątkiem objęto bowiem województwo śląskie, na terenie którego rozporządzenie weszło w życie z chwilą ogłoszenia zgody Sejmu Śląskiego w Dzienniku Ustaw Śląskich. Podobnie jak w przypadku ustawy z 20.1.1921 r. moc wiążąca tego rozporządzenia była ograniczona do czasu ujednolicenia prawa handlowego, natomiast na terenie województw krakowskiego, lwowskiego, tarnopolskiego, stanisławowskiego oraz powiatów bielskiego i cieszyńskiego, utrzymano w mocy postanowienia ustawy z 1.4.1875 r. o organizacji giełd<sup>8</sup>. Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z 28.12.1924 r. o organiza-

---

<sup>3</sup> K. Haladyj, Ustawa o ofercie publicznej, s. XI.

<sup>4</sup> *Ibidem*.

<sup>5</sup> Dz.U. Nr 13, poz. 71.

<sup>6</sup> Dz.U. Nr 114, poz. 1019.

<sup>7</sup> Dz.U. Nr 71, poz. 687.

<sup>8</sup> Dz.U. P. Nr 67.

cji giełd zostało uchylone na mocy art. 13 dekretu z 21.9.1950 r. o Państwowej Inspekcji Handlowej<sup>9</sup>. Kolejnym aktem normatywnym było rozp. Rady Ministrów z 22.11.1985 r. w sprawie emisji obligacji przez przedsiębiorstwa państwowe<sup>10</sup>, następnie uchylone i zastąpione ustawą z 27.9.1988 r. o obligacjach<sup>11</sup>. W doktrynie podkreśla się jednak, że faktycznym asumptem dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce było rozpoczęcie procesów prywatyzacyjnych, czego podstawą było uchwalenie ustawy z 13.7.1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych<sup>12</sup>.

## II. Informacja poufna w PrPapW91

PrPapW91 była kolejnym aktem normatywnym, którego wejście w życie przyczyniło się do rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, a zarazem pierwszym, który wprowadził do polskiego systemu prawnego pojęcie informacji poufnej. Ustawa ta, mimo że o bardzo ograniczonej treści, była znaczącym postępem w zakresie minimalizacji asymetrii informacyjnej i dążenia do pełnej oraz gospodarczo uzasadnionej alokacji kapitału. Zaslugą tego stanu rzeczy było uchwalenie dyrektywy 89/592/EWG, której treść w zakresie definicji informacji poufnej została przeniesiona do Ustawy z 1991 r.

W pierwotnym brzmieniu PrPapW91 definicja informacji poufnej była zawarta w art. 119 § 3 i brzmiała następująco: „Informacją poufną jest w rozumieniu ustawy informacja, która nie została podana do publicznej wiadomości, a która po ujawnieniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na wartość lub cenę papieru wartościowego”. Definicja ta uległa zmianie na mocy ustawy z 29.12.1993 r. o zmianie ustawy – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw<sup>13</sup>. Oprócz zmiany jednostki redakcyjnej, tj. przeniesienia definicji informacji poufnej z art. 119 § 3 do 119a § 3 PrPapW91, dodano także sformułowanie, które pozwoliło powiązać informację poufną z emitentem lub papierem wartościowym. Dotychczas bowiem ustawa nie precyzowała, kogo lub czego dotyczyć ma informacja. Ponadto w zakresie elementu odnoszącego się do oceny wpływu informacji na cenę, usunięto odwołanie do zmiany „wartości” papieru wartościowego<sup>14</sup>. W ostatecz-

---

<sup>9</sup> Dz.U. Nr 44, poz. 396.

<sup>10</sup> Dz.U. Nr 55, poz. 284.

<sup>11</sup> Dz.U. Nr 34, poz. 254.

<sup>12</sup> Dz.U. Nr 51, poz. 298; A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, s. 5 i n.

<sup>13</sup> Dz.U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17.

<sup>14</sup> Na przestrzeni lat są widoczne liczne zmiany w zakresie określenia wpływu na „cenę” lub „wartość” papieru wartościowego. Zarówno w PrPapW91, jak i w PrPapW dwukrotnie zmieniano ten element. Początkowo w PrPapW91 posługiwano się bowiem sformułowaniem „wpływ na wartość lub

nej wersji ustawy informacją poufną była zatem informacja dotycząca emitenta lub papieru wartościowego, która nie została podana do publicznej wiadomości, a która po ujawnieniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę papieru wartościowego (wcześniej: „wpłynąć na wartość lub cenę”).

### III. Informacja poufna w PrPapW

PrPapW, która uchyliła PrPapW91, nieznacznie zmieniła definicję informacji poufnej. Poza zmianami w warstwie merytorycznej należy przypomnieć o kwestii technicznej: informacja poufna w PrPapW stanowiła definicję legalną zamieszczoną w słowniczku ustawowym. Zgodnie z pierwotnym brzmieniem art. 4 pkt 19 PrPapW, pod pojęciem informacji poufnej rozumiano informację dotyczącą emitenta lub papieru wartościowego, która nie została przekazana do wiadomości publicznej, a która po ujawnieniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę papieru wartościowego. Definicja ta w pierwotnej wersji nie różniła się więc znacząco od swej poprzedniczki z PrPapW. Dopiero w czasie uległa zmianie, w wyniku wdrażania prawa UE do polskiego porządku prawnego.

W pierwotnym brzmieniu definicji informacji poufnej, zarówno na gruncie PrPapW91, jak i PrPapW, można było wyodrębnić przesłankę, którą do dziś w literaturze prawniczej określa się „cenotwórczością”, co uzasadnione jest chociażby jej intuicyjnym rozumieniem. Treść tej definicji odwoływała się przeciw (i nadal się odwołuje) do „wpływu informacji na cenę”. Przesłanka wpływu na cenę pozbawiona była natomiast odwołania do modelu racjonalnego inwestora, co ma miejsce obecnie (MAR). Wówczas *J. Majewski*, tłumacząc istotę definicji informacji poufnej, zauważył, że art. 4 pkt 19 PrPapW posługuje się sformułowaniem „mogłaby wpłynąć” (na cenę) a nie „wpłynęłaby” (na cenę), co jego zdaniem oznaczało, że ze zbioru informacji „cenotwórczych” mogły być wyłączone tylko takie, „o których z praktyczną pewnością można przyjąć, że ich ujawnienie nie wywarłoby wpływu na kurs danego waloru [...]”<sup>15</sup>.

Ówczesne brzmienie art. 4 pkt 19 PrPapW pozwalało więc przyjąć dość niski standard prawdopodobieństwa przy ocenie wpływu informacji na cenę. Rozwiązanie to umożliwiało bowiem uznanie za informacją poufną każdej informacji, co do której istniało choćby niewielkie prawdopodobieństwo, że wpłynie na kurs danego waloru, niezależnie od czynników współkształtujących tę zmia-

---

cenę”, aby następnie ograniczyć tę definicję, pozostawiając jedynie „wpływ na cenę”. Z kolei pierwotne brzmienie PrPapW przejęło koncepcję zastosowaną w ostatecznej wersji PrPapW91, gdzie ograniczono się do „wpływu na cenę”, aby w końcu ponownie ostateczna wersja ustawy uzyskała brzmienie „wpływ na cenę lub wartość”. Na temat dystynkcji pojęciowej pomiędzy „ceną a wartością” zob. *M. Romanowski*, Zatajenie informacji s. 2 i n.

<sup>15</sup> *J. Majewski*, Odpowiedzialność karna, s. 20.

nę. O bycie informacji poufnej decydowała zatem reakcja (zachowanie) wszystkich inwestorów, których aktywność umożliwiała zmianę ceny danego waloru giełdowego. W istocie należało zatem ocenić, jak zachowa się rynek (rozumiany jako ogół inwestorów) na ujawnioną informację poufną. W literaturze przedmiotu podkreślano także, że należy odwołać się do średnich wahań zmian cen danego papieru wartościowego na ostatnich kilku sesjach<sup>16</sup>. Wówczas wzrost lub spadek odbiegający znacznie od ustalonej w ten sposób średniej wahań ceny papieru wartościowego dawał podstawę do uznania tej zmiany za istotną<sup>17</sup>.

Definicję informacji poufnej zawartą w PrPapW zmieniono pod wpływem dyrektywy 2003/6/WE, której termin transpozycji przypadał na 12.10.2004 r.<sup>18</sup>. W wyniku transpozycji przepisów tej dyrektywy definicja informacji poufnej przybrała kształt bardziej zbliżony do tego, który jest znany obecnie. Pod pojęciem informacji poufnej rozumiano bowiem określoną precyzyjnie informację dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku instrumentów finansowych, nabywania lub zbywania tych instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Ponownie zatem w prawie polskim pojawiło się rozróżnienie wpływu informacji na „cenę” oraz „wartość”<sup>19</sup>. W ramach definicji informacji poufnej doprecyzowano także kryteria „precyzyjności” i „cenotwórczości”.

Zgodnie z brzmieniem art. 4 pkt 19 lit. a PrPapW informacja była określona w sposób precyzyjny, wtedy gdy wskazywała na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły, lub których wystąpienia można było zasadnie oczekiwać, a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwiał dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Natomiast w odniesieniu do kryterium „cenotwórczości”, zgodnie z art. 4 pkt 19 lit. b PrPapW, informacja 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,

---

<sup>16</sup> M. Romanowski, Prawo o publicznym, s. 999.

<sup>17</sup> *Ibidem*.

<sup>18</sup> Zmiana została dokonana na mocy ustawy z 12.3.2004 r. o zmianie ustawy – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz zmianie innych ustaw (Dz.U. Nr 64, poz. 594), która weszła w życie z 1.5.2004 r.

<sup>19</sup> Tak jak miało to miejsce w PrPapW91 do chwili wejścia w życie ustawy z 29.12.1993 r. o zmianie ustawy – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz.U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17).

gdy mogłaby zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora. Model racjonalnego inwestora, który do chwili obecnej współkształtuje definicję informacji poufnej, po raz pierwszy pojawił się więc w prawodawstwie krajowym 1.5.2005 r. na mocy ustawy z 12.3.2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw<sup>20</sup>.

Podstawą obowiązków informacyjnych emitentów był art. 81 ust. 1 PrPapW. Zgodnie z tym przepisem od dnia udostępnienia prospektu emisyjnego do publicznej wiadomości emitent był obowiązany do równoczesnego przekazywania KNF, spółce prowadzącej giełdę lub spółce prowadzącej rynek pozagiełdowy, na których notowane są papiery wartościowe emitenta: każdej informacji powodującej zmianę treści prospektu – w okresie jego ważności; informacji poufnych; oraz informacji bieżących i okresowych. Zgodnie z art. 81 ust. 2 PrPapW obowiązek ten, w odniesieniu do informacji poufnych, musiał być wykonany niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie lub po powzięciu o nich wiadomości, nie później jednak niż w terminie 24 godz. Z kolei zakazy wykorzystywania informacji poufnej i jej bezprawnego ujawniania przewidziane zostały odpowiednio w art. 161c ust. 1 i 2 PrPapW. Sankcje były natomiast wymierzane natomiast na podstawie art. 176 ust. 1 i 2 PrPapW. Na podstawie nowelizacji<sup>21</sup> PrPapW wykorzystanie informacji poufnej było zagrożone karą grzywny do 5 000 000 zł albo karą pozbawienia wolności od 3 miesięcy do 5 lat, albo obiema tymi karami łącznie.

#### **IV. Ustawa o ofercie publicznej i ustawa o obrocie instrumentami finansowymi**

PrPapW została uchylona z 24.10.2005 r. przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi (ObrInstrFinU)<sup>22</sup>. Dokonano wówczas podziału jednego aktu prawnego na dwa, rozdzielając materię dotyczącą obrotu instrumentami finansowymi i części instytucjonalnej rynku kapitałowego (ObrInstrFinU) oraz materię dotyczącą obowiązków spółek publicznych (OfertaPubU).

Definicja informacji poufnej zawarta w art. 154 ObrInstrFinU, w stosunku do PrPapW nie uległa zmianie. Wdrożenie dyrektywy 2003/6/WE do krajowego porządku prawnego nastąpiło bowiem zaledwie niewiele ponad rok przed wejściem w życie ObrInstrFinU. Na skutek rozszczepienia materii dotychczas objętej jedną ustawą (PrPapW), podstawą prawną obowiązku ujawniania informacji

---

<sup>20</sup> Dz.U. Nr 64, poz. 594.

<sup>21</sup> *Ibidem*.

<sup>22</sup> Art. 224 ObrInstrFinU.

poufnych był art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, natomiast przepisy regulujące obowiązki i zakazy aktualizujące się z chwilą powstania informacji poufnej znalazły się w Rozdziale 2 „Informacje poufne” Działu VI „Dostęp do informacji o szczególnym charakterze” ObrInstrFinU.

Przepisy OfertaPublU oraz ObrInstrFinU w zakresie, w jakim dotyczyły informacji poufnych, obowiązywały do 6.5.2017 r., a stosowane były do 3.7.2016 r. Bezpośrednią przyczyną podjęcia działań legislacyjnych zmierzających do derogacji tych przepisów była konieczność dostosowania polskiego porządku prawnego do stosowanego już od niespełna roku (bezpośrednio) rozporządzenia unijnego – MAR. Od 3.7.2016 r. we wszystkich państwach członkowskich stosuje się zatem jednolitą definicję informacji poufnej znaną w obecnym kształcie.

## § 3. Informacja poufna w prawie UE

### I. Etapy integracji rynków kapitałowych w UE w kontekście definicji informacji poufnej

#### 1. Etap I

W literaturze<sup>23</sup> rozwój europejskiego rynku kapitałowego dzieli się na cztery etapy (fazy), z czego pierwszy został zapoczątkowany raportem sporządzonym i następnie opublikowanym w 1966 r. przez grupę niezależnych ekspertów powołanych przez KE, na czele której stał C. Segré<sup>24</sup>. Już wtedy stwierdzono, że polityka informacyjna ma szczególne znaczenie w rozwoju europejskiego rynku kapitałowego<sup>25</sup>, formułując ponadto postulat trwałego przepływu informacji o działaniach podejmowanych przez emitentów wykraczający poza publikowanie raportów o wynikach finansowych<sup>26</sup>. Wielokrotnie podkreśla się szczególne znaczenie raportów sporządzanych przez autorytety i ich znaczny wpływ na politykę prawodawczą UE w zakresie prawa rynku kapitałowego. Oprócz wspomnianego wyżej raportu sporządzonego pod kierownictwem C. Segrégo, niebagatelne znaczenie dla postępu wspólnej polityki w zakresie rynku kapitałowego miały

---

<sup>23</sup> N. Moloney, *EU Securities*, s. 11. Z kolei R. Veil wyróżnia pięć faz rozwoju europejskiego rynku kapitałowego podzielone na lata: 1979–1982, 1988–1993, 2003–2007, 2009, 2009–2012, por. R. Veil, *European*, s. 4 i n.

<sup>24</sup> Członkami zespołu byli również: A. Batenburg, J.D. Blondeel, G. Della Porta, A. Ferrari, R. Franck, L. Gleske, J. Guyot, A. Lamfalussy, H. Möller, G. Plescoff, P. Tabatoni.

<sup>25</sup> C. Segré, *The development*, s. 237.

<sup>26</sup> *Ibidem*, s. 238; zob. także M. Glicz, *Swoboda przepływu*, s. 125–136.

także raporty sporządzone przez wybitne zespoły ekspertów kierowanych przez A. Lamfalussiego<sup>27</sup> (2001 r.) oraz przez J. de Larosièrę<sup>28</sup> (2009 r.).

W latach 60. XX w., gdy grupa ekspertów pod kierownictwem C. Segrègo opracowywała raport, w poszczególnych państwach członkowskich nie istniały regulacje tworzące ramy prawne dla informacji poufnych. Dopiero w latach 70. XX w. takie państwa jak Szwecja i Francja zainteresowały się tą problematyką, natomiast w pozostałych państwach członkowskich zjawisko wykorzystywania informacji poufnych doczekało się reakcji prawodawcy w latach późniejszych, gdyż wcześniej nie dostrzegano w ogóle takiej potrzeby<sup>29</sup>. Trzeba tu przypomnieć o Wielkiej Brytanii<sup>30</sup>, gdzie do lat 80. XX w. nie obowiązywał zakaz wykorzystywania informacji poufnych, oraz Niemcy<sup>31</sup>, w których zakaz wykorzystywania informacji poufnych został wprowadzony dopiero w 1994 r. Z uwagi na małe zainteresowanie państw członkowskich problematyką wykorzystywania informacji poufnych w literaturze amerykańskiej określano je „krajami kowbojskimi”, gdzie takie oszustwa były łatwym sposobem na zarobek<sup>32</sup>.

Dostrzegając pewne zjawiska zachodzące w prawie rynku kapitałowego poszczególnych państw członkowskich, KE w 1977 r. wydała rekomendację dotyczącą Europejskiego Zbioru Zasad Postępowania w odniesieniu do instrumentów finansowych<sup>33</sup>. Zbiór ten miał doniosłe znaczenie, ponieważ na jego mocy powiązано integrację i wzmocnienie rynku kapitałowego z celami Traktatu EWG<sup>34</sup>. Wprost odniesiono się do art. 2 Traktatu EWG, gdzie była mowa o ustanowieniu wspólnego rynku i stopniowym zbliżaniu polityk gospodarczych, a także o popieraniu harmonijnego rozwoju działalności gospodarczej. W punkcie pierwszym Europejskiego Zbioru Zasad Postępowania stwierdzono, że harmonijny rozwój działalności gospodarczej we Wspólnocie (obecnie UE) może być osiągnięty, jeżeli kapitał jest dostępny w stopniu wystarczającym, a jego źródła są dostatecznie zdywersyfikowane, aby inwestowanie na wspólnym rynku mogło odbywać się w sposób jak najbardziej racjonalny. Zadaniem rynków papierów wartościowych jest bowiem umożliwienie swobodnego działania me-

---

<sup>27</sup> Członkami zespołu byli również: C. Herkströter, L.A. Rojo, B. Ryden, L. Spaventa, N. Walter i N. Wicks; Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, Brussels, 15.2.2001 r.; zob. N. Moloney, *The Lamfalussy Legislative Model*, *passim*.

<sup>28</sup> Członkami zespołu byli również: L. Balcerowicz, O. Issing, R. Masera, C. Mc Carthy, L. Nyberg, J. Pérez i O. Ruding.

<sup>29</sup> R. Woźniak, *Definicja*, s. 3.

<sup>30</sup> H. Chitimira, *An Analysis*, s. 50.

<sup>31</sup> U.C. Pfeil, *Finanzplatz Deutschland*, s. 137; D.J. Standen, *Insider Trading*, s. 177.

<sup>32</sup> M.G. Warren, *The Regulation*, s. 1041.

<sup>33</sup> Commission Recommendation 77/534/EEC concerning an European Code of Conduct relating to transactions in transferable securities, 1977 (Dz.Urz. UE L Nr 212, s. 37).

<sup>34</sup> M. Moloney, *EU Securities*, s. 81.



chanizmu rynkowego (tzw. gry podaży i popytu), dlatego też prawidłowo działający rynek jest istotnym aspektem w procesie ustanawiania wspólnego rynku kapitałowego<sup>35</sup>. Następnie, w punkcie drugim Europejskiego Zbioru Zasad Postępowania zwrócono uwagę, że brak informacji o papierach wartościowych oraz niezrozumienie zasad obowiązujących na różnych rynkach mogło doprowadzić do ograniczenia możliwości przeprowadzania transgranicznych inwestycji jedynie do najbardziej znanych instrumentów finansowych a nawet ją całkowicie wykluczyć<sup>36</sup>. Choć dokument ten nie miał wiążącego charakteru, to w rzeczywistości sprowokował państwa członkowskie do podjęcia działań legislacyjnych ukierunkowanych na zwalczanie nadużyć na rynku i kreowanie obowiązków informacyjnych emitentów<sup>37</sup>.

Założenia i cele przyjęte w Europejskim Zbiorze Zasad Postępowania zostały następnie uwzględnione w działaniach prawodawczych, których rezultatem było uchwalenie kilku dyrektyw, które za cel harmonizacji obrały giełdowy obrót instrumentami finansowymi. Były to: dyrektywa 79/279/EWG z 5.3.1979 r. koordynująca warunki dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego (ang. *coordinating the conditions for the admission of securities to official exchange listing*), dyrektywa 80/390/EWG, która określała wymogi dotyczące prospektów emisyjnych w związku z dopuszczeniem instrumentów finansowych do publicznego obrotu giełdowego (ang. *directive coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing*) oraz dyrektywa 82/121/EWG, która określała standard minimalny w zakresie informacji regularnie publikowanych przez emitentów – raportów okresowych (ang. *directive on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock-exchange listing*).

W literaturze zauważa się, że choć te dyrektywy miały realizować postulat szczegółowej harmonizacji w celu uniknięcia ryzyka tworzenia przez państwa członkowskie własnych regulacji niweczących przewidziane cele, to jednak ta próba z kilku powodów się nie powiodła<sup>38</sup>. Po pierwsze, w dyrektywach istniało wiele wyjątków od obowiązku ich stosowania przez państwa członkowskie<sup>39</sup>. Po drugie, państwa członkowskie miały znaczne trudności z ich terminową i prawidłową implementacją<sup>40</sup>. Wnioski te stały się podstawą dalszych działań prawodawczych UE.

---

<sup>35</sup> Pkt 1 Zbioru Zasad Postępowania.

<sup>36</sup> Pkt 2 Zbioru Zasad Postępowania.

<sup>37</sup> J.L. Hansen, *Market Abuse*, s. 367–390.

<sup>38</sup> T. Sójka, w: *Ustawa o ofercie publicznej*, s. 26–27.

<sup>39</sup> *Ibidem*.

<sup>40</sup> N.M. Moloney, *EU Securities*, s. 24.

## 2. Etap II

### A. Uwagi wprowadzające

Przyjęcie przywołanych wyżej dyrektyw zakończyło pierwszy etap rozwoju wspólnego rynku kapitałowego, który przypadał na lata 1966–1985. Drugi etap został zapoczątkowany opublikowaniem w 1985 r. Białej Księgi<sup>41</sup>, wymieniającej środki, jakie powinny zostać wprowadzone do 1992 r., aby doprowadzić do stworzenia w pełni jednolitego rynku usług finansowych<sup>42</sup>. Celem KE było zapoczątkowanie procesu opartego na wzajemnym uznawaniu standardów regulacyjnych i minimalnej harmonizacji. Powyższe założenia uwzględniały zatem przełomowe orzeczenie TS w sprawie 120/78, *Rewe-Zentral AG*<sup>43</sup>. W zakresie papierów wartościowych i rynków kapitałowych Biała Księga dowodziła, że liberalizacja usług finansowych w oparciu o swobodę przepływu kapitału będzie ważnym krokiem w kierunku integracji i poszerzania rynku wewnętrznego<sup>44</sup>.

Na dalszym etapie rozwoju, obejmującym lata 1985–1998, uchwalono siedem dyrektyw, z których trzy dotyczyły obowiązków informacyjnych i wykorzystywania informacji poufnych:

- 1) dyrektywę 89/298/EWG z 17.4.1989 r. w sprawie koordynacji wymagań dotyczących sporządzania, szczegółowej kontroli i rozpowszechniania prospektów emisyjnych publikowanych w związku z publiczną ofertą sprzedaży zbywalnych papierów wartościowych;
- 2) dyrektywę 88/627/EWG z 12.12.1988 r. w sprawie informacji, które są ogłaszane w chwili nabycia lub zbycia znacznego pakietu akcji spółki kapitałowej;
- 3) dyrektywę 89/592/EWG z 13.11.1989 r. koordynująca przepisy dotyczące wykorzystywania poufnych informacji.

Jednocześnie wciąż obowiązywała dyrektywa 79/279/EWG koordynująca warunki dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego, która została uchylona dopiero 27.7.2001 r. przez dyrektywę 2001/34/WE w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji<sup>45</sup>.

---

<sup>41</sup> Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council, Milan, 28–29.6.1985 r.); *R. Veil* zalicza opublikowanie Białej Księgi do pierwszego etapu rozwoju rynku kapitałowego, zob. *R. Veil*, European, s. 6 i n.

<sup>42</sup> *M. Moloney*, EU Securities, s. 22 i n.

<sup>43</sup> Wyr. TS z 20.2.1979 r., C-120/78, *Rewe-Zentral AG v. Bundesmonopolverwaltung für Branntwein*, EU:C:1979:42.

<sup>44</sup> *M. Moloney*, EU Securities, s. 23; *R. Veil*, European, s. 6.

<sup>45</sup> Dz.Urz. UE L Nr 184, s. 1.

*B. Zakaz wykorzystywania informacji poufnych (dyrektywa 89/592/EWG)*

Definicja informacji poufnej, na potrzeby zakazu wykorzystywania informacji poufnych, znajdowała się w art. 1 ust. 1 dyrektywy 89/592/EWG. Zgodnie z tą definicją informacja poufna oznaczała informację o precyzyjnym charakterze (określoną w sposób precyzyjny), która nie została przekazana do publicznej wiadomości, odnoszącą się do jednego lub kilku emitentów zbywalnych papierów wartościowych lub do jednego lub kilku zbywalnych papierów wartościowych, która, po przekazaniu do publicznej wiadomości, miałaby prawdopodobnie znaczący wpływ na cenę tych zbywalnych papierów wartościowych. Niewątpliwie przytoczona wyżej definicja stanowi trzon obecnie obowiązującej definicji informacji poufnej zawartej w art. 7 MAR. Dyrektywa 89/592/EWG nie definiowała jednak kryteriów precyzyjności oraz wpływu na cenę, co zostało uczynione dopiero na mocy dyrektywy 2003/124/WE. Tym samym w prawie unijnym do tego momentu „wpływ na cenę” w ramach informacji poufnej nie obejmował koncepcji racjonalnego inwestora.

*C. Obowiązek ujawniania informacji (dyrektywa 79/279/EWG)*

Przywołana wyżej dyrektywa 89/592/EWG zakresem zastosowania obejmowała problematykę wykorzystywania informacji poufnych (ang. *insider trading*) i ograniczała się do harmonizacji regulacji państw członkowskich tylko w tym zakresie, pomijając kwestię ujawniania informacji poufnych. Obowiązek informacyjny (obowiązek ujawnienia każdej informacji poufnej) miał swoje źródło w uchwalonej w pierwszym etapie rozwoju rynku kapitałowego dyrektywy 79/279/EWG<sup>46</sup>. Obowiązek informacyjny aktualizował się zarówno w odniesieniu do akcji, jak i dłużnych papierów wartościowych. W odniesieniu do akcji, zgodnie z Sekcją C pkt 5(a) Załącznika do dyrektywy 79/279/EWG, spółka musiała jak najszybciej (niezwłocznie) poinformować o wszelkich wydarzeniach powstałych w sferze jej sferze, które nie są znane publicznie i które mogą, z uwagi na ich wpływ na aktywa, pasywa, sytuację finansową lub kierunek działalności, prowadzić do znacznych ruchów (zmian) cen jej akcji<sup>47</sup>. Ponadto zgodnie z Sekcją C pkt 6(a) Załącznika do 79/279/EWG, w przypadku gdy akcje spółki były notowane na giełdach znajdujących się lub działających w różnych państwach członkowskich, spółka musiała zapewnić, że równoważne informacje zostaną udostępnione rynkowi na każdej z tych giełd. Obowiązek informacyjny w odniesieniu do emitentów dłużnych papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu giełdo-

---

<sup>46</sup> R. Woźniak, Definicja informacji, s. 5.

<sup>47</sup> „The company must inform the public as soon as possible of any major new developments in its sphere of activity which are not public knowledge and which may, by virtue of their effect on its assets and liabilities or financial position or on the general course of its business, lead to substantial movements in the prices of its shares”.

wego był uregulowany nieco odmiennie, gdyż główny nacisk został położony nie na wycenę (spowodowaną zmianami w aktywach, pasywach itd.), lecz na zdolność wywiązywania się z zobowiązań (ang. *which may significantly affect its ability to meet its commitments*). W myśl Sekcji D pkt 4(a) Załącznika do dyrektywy 79/279/EWG każda nieznana publicznie informacja dotycząca wydarzenia, którego wystąpienie mogło znacznie wpłynąć na zdolność wywiązywania się z zobowiązań, powinna być ujawniona<sup>48</sup>.

Zgodnie z art. 17 dyrektywy 79/279/EWG obowiązek informacyjny był realizowany za pośrednictwem jednej lub kilku gazet rozprowadzanych w całym państwie członkowskim lub w formie pisemnej w miejscach wskazanych na ogłoszenia, które będą publikowane w całym państwie członkowskim lub szeroko rozpowszechnionych w nim lub w inny równoważny sposób zatwierdzony przez właściwe organy. Na emitentach ciążył ponadto obowiązek przekazania takiej informacji właściwym organom.

Dyrektywa 79/279/EWG została następnie uchylona i zastąpiona dyrektywą 2001/34/WE, która obowiązuje do dziś<sup>49</sup>. Zgodnie z art. 68 ust. 1 dyrektywy 2001/34/WE, spółka musi opublikować tak szybko jak to tylko możliwe wszelkie znaczące zmiany w sferze własnej działalności gospodarczej, które nie są znane opinii publicznej, a które mogą, ze względu na ich wpływ na aktywa i pasywa spółki, sytuację finansową czy też ogólny kierunek działalności gospodarczej, doprowadzić do znaczących zmian cen akcji spółki<sup>50</sup>.

Rok 1997 uznaje się za kończący drugi etap rozwoju europejskiego prawa rynku kapitałowego<sup>51</sup>. Etap ten zaowocował zharmonizowaną strukturą zawierającą podstawowe elementy prawa papierów wartościowych. Stworzono m.in. podstawy systemu opierającego się na sieci organów krajowych nadzorujących harmonizację i ogólnoeuropejską współpracę<sup>52</sup>. Był to jednak system podstawowy, który mógłby dopiero stanowić podstawę rozwoju nadzoru nad zintegrowanym rynkiem kapitałowym<sup>53</sup>. Zauważa się również, że choć drugi etap był przełomowy, to jednak nie rozwiązał wszystkich problemów wspólnotowej integracji rynków kapitałowych. Wiele obszarów pozostało poza sferą harmonizacji, istniejące systemy były pod wieloma względami wadliwe i nieskutecznie wspierały system oparty na zasadzie wzajemnego uznawania<sup>54</sup>. Zarzuca się również,

<sup>48</sup> „*The undertaking must inform the public as soon as possible of any major new developments in its sphere of activity which are not public knowledge and which may significantly affect its ability to meet its commitments*”.

<sup>49</sup> Wersja skonsolidowana <http://data.europa.eu/eli/dir/2001/34/2007-01-20> (dostęp: 29.5.2020 r.).

<sup>50</sup> Zob. M. Spyra, *Prawo instrumentów finansowych*, s. 19.

<sup>51</sup> M. Moloney, *EU Securities*, s. 23; T. Sójka, *Ustawa o ofercie*, s. 28.

<sup>52</sup> M. Moloney, *EU Securities*, s. 24.

<sup>53</sup> *Ibidem*.

<sup>54</sup> *Ibidem*.

że struktura regulacyjna wspierająca proces integracji była niewystarczająca<sup>55</sup>. Skutkowało to niespójnym i często bardzo opóźnionym wdrożeniem dyrektyw w państwach członkowskich<sup>56</sup>.

### 3. Etap III

#### A. Dyrektywa 2003/6/WE oraz dyrektywa 2003/124/WE

W latach 90. XX w. zauważono, że obowiązujące regulacje nie są wystarczająco dostosowane do zmieniającej się rzeczywistości, w szczególności do tempa rozwoju integracji europejskiej, na co składało się przede wszystkim utworzenie unii walutowej sprzyjającej otwarciu się na ogólnoeuropejskie modele inwestycyjne<sup>57</sup>. Również dzięki nowym technologiom inwestorzy uzyskali dostęp do transgranicznych usług inwestycyjnych oraz informacji rynkowej. Zjawiska te zapoczątkowały kolejny, trzeci, etap rozwoju europejskiego rynku kapitałowego, który obejmuje lata 1999–2005.

Pierwszym impulsem do podjęcia kolejnych działań legislacyjnych był komunikat „*Financial Services Building a Framework for Action*” wydany przez Komisję w 1998 r. na wniosek Rady Europejskiej, która chciała zatroszczyć się o zapewnienie stabilności i konkurencyjności rynków finansowych w UE. Kilka lat później KE przedstawiła szczegółowy plan zmierzający do zmiany regulacji europejskiego rynku kapitałowego, noszący nazwę „*Commission Communication on Implementing the Financial Services Action Plan*” (FSAP)<sup>58</sup>. FSAP zakładał utworzenie ogólnoeuropejskiego rynku kapitałowego do 2003 r. na podstawie 42 projektów reform. Rynek ten, dzięki nowoczesnemu otoczeniu regulacyjnemu, miał być zdolny do sprostania wyzwaniom rynkowym. Ponadto FSAP przewidywał jeszcze większą integrację i liberalizację rynku kapitałowego. Nowy system miał również zapewniać większą ochronę inwestorów korzystających z możliwości inwestowania na zintegrowanym rynku kapitałowym<sup>59</sup>. Środki w ramach FSAP zasadniczo zostały zrealizowane w terminie i wpłynęły radykalnie na europejskie prawo rynku kapitałowego. Stało się ono bowiem rozbudowanym, zharmonizowanym systemem regulacji, narzucającym państwowemu członkowskim określoną strukturę i filozofię<sup>60</sup>.

Niewątpliwie ogromne znacznie nie tylko dla realizacji celów przedstawionych we FSAP, ale także w rozwoju całego ogólnoeuropejskiego prawa rynku

---

<sup>55</sup> *Ibidem*.

<sup>56</sup> *Ibidem*.

<sup>57</sup> *Ibidem*.

<sup>58</sup> COM 1999 r., określane jako Financial Services Action Plan (FSAP).

<sup>59</sup> M. Moloney, EU Securities, s. 26.

<sup>60</sup> *Ibidem*.

kapitałowego, miał raport *Lamfalusiego*<sup>61</sup> opublikowany w 2001 r. W raporcie zaproponowano kilkupoziomowy system wdrażania nowych regulacji europejskich, co miało zminimalizować ograniczenia i bariery wynikające z istniejących mechanizmów w ramach UE<sup>62</sup>. Istotnym osiągnięciem, którego realizację zapoczątkowała grupa mędrców pod przewodnictwem A. *Lamfalusiego* było powołanie w 2001 r. CESR (obecnie ESMA) na mocy decyzji KE<sup>63</sup>. ESMA zajmuje szczególną pozycję w ramach systemu wdrażania regulacji europejskich w państwach członkowskich i – pomimo że jej wskazówki, standardy oraz rekomendacje nie są wiążące – to z uwagi na strukturę organizacyjną kształtują postępowanie organów nadzoru poszczególnych państw członkowskich UE<sup>64</sup>.

Rezultatem podejmowanych działań w ramach FSAP było uchwalenie wielu dyrektyw unijnych, przy czym – z uwagi na tematykę tej pracy – na szczególną uwagę zasługują dwie z nich: dyrektywa 2003/6/WE oraz dyrektywa 2003/124/WE. Pierwsza ma charakter podstawowy, ponieważ dotyczy obowiązków i zakazów związanych z powstaniem informacji poufnej. Druga natomiast, wykonawcza, miała na celu wyeliminowanie niepewności prawnej wynikającej ze stosowania skomplikowanych pojęć prawnych.

W motywach dyrektywy 2003/6/WE stwierdzono, że istniejące wspólnotowe ramy prawne mające na celu ochronę integralności rynku są niepełne, a wymogi prawne różnią się od siebie w poszczególnych państwach członkowskich, pozostawiając podmiotom aktywnym gospodarczo niepewność co do pojęć, definicji i stosowania. Dodano też, że w niektórych państwach członkowskich nie ma przepisów odnoszących się do takich problemów jak manipulacja ceną instrumentów finansowych i rozpowszechnianie informacji wprowadzających w błąd. Z kolei jednym z motywów uchwalenia dyrektywy 2003/124/WE było wzmocnienie pewności prawnej uczestników rynku poprzez dokładniejsze zdefiniowanie informacji poufnej. Na gruncie tej dyrektywy, zamiast obecnie stosowanego określenia „precyzyjność”, posłużono się sformułowaniem „dokładna natura informacji”<sup>65</sup>, a zamiast racjonalnego inwestora występował „rozsądny inwestor”. Różnica ta jednak nie ma znaczenia merytorycznego, a wynika ze specyfiki aktów prawa UE tworzonych we wszystkich językach urzędowych UE. Dyrektywa 2003/124/WE zdefiniowała kryterium precyzyjności (art. 1 ust. 1) oraz kryte-

---

<sup>61</sup> Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, Brussels, 15.2.2001 r.

<sup>62</sup> M. *Moloney*, EU Securities, s. 26–27.

<sup>63</sup> Decyzja Komisji 2001/527/EC (Dz. Urz. UE L Nr 191, s. 43).

<sup>64</sup> N.M. *Moloney*, EU Securities, s. 27; T. *Sójka*, Ustawa o ofercie, s. 32.

<sup>65</sup> Motyw 3 dyrektywy 2003/124/WE; w dalszej części dyrektywy 2003/124/WE jest z kolei mowa o informacjach, które uważa się za „dokładne”, natomiast w dyrektywie 2003/6/WE o informacjach o „ściśle określonym charakterze”.

rium wpływu na cenę (art. 1 ust. 2). *Novum* stanowiło również zdefiniowanie przez dyrektywę 2003/6/WE informacji poufnej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych (art. 1 ust. 1 akapit 2) oraz osób odpowiedzialnych za wykonywanie zleceń dotyczących instrumentów finansowych (art. 1 ust. 1 akapit 3). Niemniej trzon definicji informacji poufnej<sup>66</sup>, zawarty w dyrektywie 2003/6/WE, nie zmienił się w stosunku do definicji zawartej w dyrektywie 89/592/EWG.

### *B. Niejednolita implementacja dyrektyw unijnych*

Pomimo próby harmonizacji tego wycinka rynku kapitałowego, na gruncie dyrektywy 2003/6/WE i dyrektywy 2003/124/WE w wielu państwach członkowskich wykształcił się i utrwalił odmienny model postępowania z informacjami poufnymi<sup>67</sup>. W Niemczech, Holandii, Francji, Portugalii oraz w Polsce przyjęto jednostopniową koncepcję informacji poufnej opierającej się na założeniu, że jej powstanie aktualizuje (w tym samym momencie) zarówno zakaz jej wykorzystywania, jak i obowiązek jej niezwłocznego podania do wiadomości publicznej<sup>68</sup>. Z kolei odstępstwa od koncepcji jednostopniowej<sup>69</sup> (z niewielkimi różnicami) zostały przyjęte w Wielkiej Brytanii, Włoszech, Francji, Danii, Finlandii i Szwecji.

W Wielkiej Brytanii oprócz informacji poufnej wyróżniano dodatkową kategorię pojęciową, a mianowicie „istotną informację niedostępną publicznie”, która zasadniczo nie była objęta obowiązkiem informacyjnym, lecz jej wykorzystanie było zabronione<sup>70</sup>. Koncepcja ta, wywodząca się jeszcze z okresu sprzed implementacji dyrektywy 2003/6/WE i dyrektywy 2003/124/WE, została utrzymana i funkcjonowała niejako obok regulacji wywodzącej się z prawa UE<sup>71</sup>. Z kolei model informacji poufnych przyjęty we Włoszech wykazywał pewne właściwości modelu dwustopniowego w tym sensie, że nie każdy etap zdarzenia rozciągniętego w czasie generujący informację poufną aktualizował obowiązek jej niezwłocznego upublicznienia<sup>72</sup>. Jako przykład R. Woźniak podaje etapy rozciąg-

---

<sup>66</sup> W dyrektywie 2003/6/WE pojęcie „*inside information*” przetłumaczono jako „informacja wewnętrzna”.

<sup>67</sup> M. Hotel, Wybrane zagadnienia, s. 21.

<sup>68</sup> H. Krause, M. Brellocks, Insider trading, s. 296; C. Di Noia, M. Gargantini, Issuers at Midstream, s. 484, 496; C. Di Noia, M. Gargantini, The Market, s. 782, 804.

<sup>69</sup> Niektóre regulacje państw członkowskich wykazywały jedynie pewne cechy modeli dwustopniowych, pozostając jednak w ramach modelu jednostopniowego. R. Woźniak zauważa, że we Francji przyjęto kombinację modelu jedno- i dwustopniowego. Choć formalnie przyjęto model jednostopniowy, to liberalne podejście do opóźniania ujawniania informacji poufnych zbliżało regulację francuską do tej występującej w państwach nordyckich, zob. przyp. 50, w: R. Woźniak, Definicja, s. 34.

<sup>70</sup> L. Hellstén, Disclosure, s. 32.

<sup>71</sup> H. Krause, M. Brellocks, Insider trading, s. 296.

<sup>72</sup> R. Woźniak, Definicja, s. 11.