

Dr Rafał Woźniak

Akademia Leona Koźmińskiego w Warszawie

ORCID: 0000-0002-5405-8676

e-mail: rafalwozniak@kozminski.edu.pl

Rola europejskich regulacji zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym

The role of European regulations to combat capital market abuse

Streszczenie

W niniejszym artykule omówiono rolę europejskich regulacji dotyczących zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym. Celem artykułu jest wykazanie, że europejskie regulacje dotyczące zwalczania nadużyć na rynku są regulacjami wtórnymi wobec regulacji dotyczących upublicznienia informacji poufnych. Pomimo tytułu rozporządzenia prawo europejskie koncentruje się przede wszystkim na zapewnieniu inwestorom równego dostępu do informacji, co jest uzyskiwane przez istniejący obowiązek upublicznienia informacji poufnych. W konsekwencji regulacje dotyczące nadużyć na rynku w większości przypadków służą ochronie prawidłowego wykonania obowiązków przez emitentów i zapewnieniu równości stron transakcji.

Słowa kluczowe: informacje poufne, obowiązki informacyjne, nadużycia na rynku, wykorzystanie informacji poufnych

JEL: K29

Wprowadzenie

Obserwując działania Unii Europejskiej, można zauważyć nasilające się w ostatnim czasie działania zmierzające do objęcia regulacjami paneuropejskimi coraz większej części gospodarki. Nie inaczej jest z dostępem do informacji poufnych i zwalczaniem nadużyć na rynku finansowym. Działania w tym kierunku podjęto już w latach 80. XX w., początkowo przez dyrektywy, a ich zwieńczeniem jest Rozporządzenie MAR¹, które wprowadza jednolite ramy prawne w tym zakresie na terenie Unii Europejskiej. Pomimo jednak różnych środków prawnych stosowanych przez Unię Europejską model regulacji służących zwalczaniu nadużyć na rynku nie uległ na przestrzeni lat istotnym zmianom.

Niewątpliwie przyjęty w Unii Europejskiej model regulacji jest niezwykle szeroki. Swoim zakresem obejmuje zarówno przepisy zwalczające nadużycia na rynku *sensu stricto*, tj. zakaz wykorzystania informacji poufnych, zakaz manipulacji i zakaz bezprawnego ujawniania informacji pouf-

Abstract

This article discusses the role of European regulations on combating market abuse. The aim of the article is to demonstrate that the European market abuse regulations are secondary to insider trading regulations. Despite the title of the regulation, European law focuses primarily on ensuring equal access to inside information for investors. This is achieved through the obligation to disclose inside information. Consequently, market abuse regulations are secondary in nature and serve to protect the proper performance of issuers' obligations and ensure equality of parties to transactions. A separate issue is market manipulation, which is loosely related to the main subject of the MAR Regulation.

Keywords: inside information, disclosure obligations, market abuse, insider trading

nych, ale także kompleksowo reguluje sposób identyfikacji informacji poufnej, jej upublicznienie i zakaz jej wykorzystywania (por. Woźniak, 2017b, s. 55). W konsekwencji tak ukształtowanych regulacji pojawia się wątpliwość dotycząca pozycji i natury przepisów antyabuzyjnych. Niniejszy artykuł ma na celu wskazanie, że rola tych przepisów jest wtórna wobec przepisów regulujących obowiązki emitentów w związku z informacjami poufnymi.

Model informacji poufnych na gruncie MAR

Konstruując regulacje zwalczające nadużycia na rynku, prawodawca europejski umieścił w ich centrum informację poufną. Jednocześnie sama definicja „informacji poufnych” w europejskim prawie rynków kapitałowych jest pojęciem abstrakcyjnym i niezwykle szerokim znaczeniowo,

co jest zamierzeniem świadomym. Celem tak sformułowanej definicji jest zapewnienie swobody interpretacyjnej i objęcie jej zakresem możliwe szerokiego spektrum przypadków. Ogólność definicji informacji poufnej może rodzić jednakże niewątpliwie poważne trudności interpretacyjne w praktyce. Ta ogólność jest poniekąd nieunikniona. Nie możliwe jest bowiem stworzenie precyzyjnego i wyczerpującego katalogu informacji, które wprost i bezpośrednio wpływają na decyzje inwestycyjne racjonalnie działających inwestorów².

Wobec braku katalogu informacji, które można uznać za poufne, emitenci są zobowiązani do analizy informacji w świetle definicji zawartej w art. 7 ust. 1 Rozporządzenia MAR. Zawarta w tym przepisie definicja informacji poufnej jest określana przez wskazanie cech zjawiska, do którego się odnosi. Informacji poufnej przypisano cztery oceniające atrybuty, które ustalają jej znaczenie (por. Wierzbowski, 2018, Legalis, komentarz do art. 1, nb. 2):

- 1) niepubliczny charakter;
- 2) związek z emitentem lub instrumentem finansowym;
- 3) precyzyjność;
- 4) cenotwórczość.

Przyjęty na gruncie rozporządzenia model informacji poufnej można określić jako model jednostopniowy. W modelu tym kluczowe jest założenie utożsamiające moment kreacji informacji poufnej z momentem powstania obowiązku informacyjnego. Należy jednakże podkreślić, że w trakcie prac nad rozporządzeniem pojawił się postulat odejścia od modelu jednostopniowego na rzecz modelu dwustopniowego, w którym istniałyby informacje poufne niepodlegające upublicznieniu, ale podlegające ochronie. Wyrazem tego był motyw 14 zawarty w propozycji Rozporządzenia MAR. W motywie tym wskazywano, że do wykorzystania informacji poufnej może dojść, zanim zostanie ona objęta obowiązkiem upublicznienia. Takie sformułowanie wskazywało więc, że dopuszczano rozdzielenie momentu powodującego aktualizację obowiązków informacyjnych od chwili konkretyzacji informacji poufnej. Jednocześnie podkreślano, że w odniesieniu do niektórych informacji ich charakter nie będzie na tyle precyzyjny, aby powodował obowiązek ujawnienia, ale ze względu na ich istotność będą mogły być wykorzystane (por. motyw 14 propozycji preambuły MAR, więcej: Hellstén, 2015, s. 39). Wśród takich informacji wskazano m.in. status negocjacji w sprawie kontraktów czy warunki tymczasowo ustalone podczas negocjacji w sprawie kontraktów. W stosunku do tego typu informacji wyłączony został obowiązek informacyjny. Propozycja nie została jednakże zaakceptowana, a przyjęte regulacje powtarzały rozwiązania wprowadzone na gruncie dyrektywy 2003/6/WE. W konsekwencji w obecnym stanie prawnym formalnie próg precyzyjności informacji wymagany do aktualizacji regulacji dotyczących *insider trading* jest taki sam jak na potrzeby obowiązków informacyjnych emitentów (por. Jastrzębski, 2015, s. 9).

Jednocześnie należy wskazać, że Rozporządzenie MAR wprowadza niejako dwie kategorie informacji poufnych, których *differentia specifica* jest aktualizacja obowiązków informacyjnych (podobnie: Wierzbowski, 2018, Legalis, komentarz do art. 17, nb. 4; Stokłosa, 2017, s. 189). Do jednej

kategorii należą informacje poufne, które dotyczą emitenta pośrednio, np. o charakterze makroekonomicznym. Informacje te w ocenie prawodawcy europejskiego nie są na tyle istotne, aby występowała konieczność ich natychmiastowego upublicznienia. Niemniej aktualizują przepisy związane z zakazem wykorzystania informacji poufnych. Do drugiej kategorii należą informacje poufne dotyczące emitenta bezpośrednio. Moment aktualizujący obowiązki informacyjne jest tożsamy z momentem określającym zakaz wykorzystania danej informacji poufnej. Przepisy Rozporządzenia MAR pozwalają więc stwierdzić, że w praktyce mamy do czynienia z modelem mieszanym (Woźniak, 2017a, s. 52 i n.).

Cele europejskich przepisów zwalczających nadużycia rynku

Nadużycia na rynku mają negatywny wpływ na integralność rynków finansowych oraz zaufanie społeczne do papierów wartościowych i instrumentów pochodnych (por. motyw 2 preambuły Rozporządzenia MAR). Nie pozwalają one bowiem na pełną i właściwą przejrzystość rynku, która stanowi warunek konieczny umożliwienia wszystkim podmiotom gospodarczym obrotu na zintegrowanych rynkach finansowych (por. motyw 7 preambuły Rozporządzenia MAR).

Przejrzystość ta jest osiągnięta przede wszystkim przez równy i niedyskryminujący dostęp do informacji poufnych zapewniony wszystkim jego uczestnikom. To eliminacja asymetrii informacyjnej ma prowadzić do zwalczenia nadużyć na rynku kapitałowym (Wierzbowski, 2018, Legalis, komentarz do art. 7, nb. 3; Wajda, 2010, s. 46). Zasada równego dostępu do informacji nie została jednakże wskazana *expressis verbis* w przepisach Rozporządzenia MAR. Powyższe może być jednak wywiedzione z preambuły Rozporządzenia MAR oraz z samego celu regulacji, którym jest ochrona zaufania inwestorów (por. motyw 2 preambuły Rozporządzenia MAR).

Na powyższe wskazuje także orzecznictwo TSUE. W orzeczeniu z 28.06.2012 r., wydanym w sprawie Markus Gelts vs. Daimler AG³, TSUE wskazał na motywy 2 i 12 dyrektywy 2003/6/WE jako podstawę aksjologiczną regulacji informacji poufnych w prawie europejskim. Podkreślił przy tym, że zwiększenie zaufania inwestorów do rynków finansowych opiera się w szczególności na tym, że będą oni traktowani jednakowo i chronieni, zwłaszcza przed niewłaściwym stosowaniem informacji poufnych.

Wychodząc z założenia, że szybkie i rzetelne ujawnianie informacji wzmacnia integralność rynku, Rozporządzenie MAR wprowadza obowiązek niezwłocznego ujawnienia informacji poufnych. Ma to na celu zapewnienie inwestorom możliwości podjęcia racjonalnych decyzji. Uzasadnieniem upublicznienia informacji poufnych jest więc prawidłowe funkcjonowanie mechanizmu cenowego rynku kapitałowego, dzięki czemu kursy akcji na rynku są jak najbardziej zbliżone do ich realnej wartości⁴.

Powyższe ma się także przyczynić do zwiększania efektywności rynku kapitałowego oraz zmniejszania asymetrii

informacji. Osiągnięcie transparentności rynku kapitałowego jest bowiem kluczowe dla jego prawidłowego funkcjonowania. Tylko działający efektywnie rynek może zapewnić dostęp inwestorów do informacji, a selektywne ujawnianie poufnych informacji przez emitentów może prowadzić do utraty zaufania inwestorów do integralności rynków finansowych. W judykaturze wskazuje się, że zasada transparentności stanowi gwarancję prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, który jest szczególnie wrażliwy na informacje dotyczące instrumentów finansowych⁵. Jak zauważa F. Elżanowski, zasada równego dostępu do informacji wynika z założenia równego dostępu do informacji jako elementu hipotezy rynku efektywnego (Elżanowski, 2012, s. 54; Woźniak, 2017a, s. 31). Dany rynek można uznać za efektywny, jeżeli ceny papierów wartościowych zawsze odzwierciedlają dostępne informacje (por. Fama, 2010, s. 383, więcej na ten temat: Woźniak, 2017a, s. 31 i n.).

Upublicznienie informacji poufnej jest regulacją kluczową, sprawiającą, że informacja poufna przestaje być zmonopolizowana przez jedną ze stron i staje się dostępna dla ogółu uczestników rynku (Woźniak, 2018, s. 35; Gilson & Kraakmann, 1984, s. 571). Zapewnienie równego dostępu nie ma jednakże charakteru bezwzględniego. Zgodnie bowiem z Rozporządzeniem MAR emitenci w ściśle określonych przypadkach mogą opóźnić upublicznienie informacji poufnej. Zasada równego dostępu przegrywa więc w szczególnych przypadkach z zasadą słusznego interesu emitenta. Niedobór informacji jest bowiem kompensowany przez korzyść emitenta (por. Woźniak, 2017a, s. 39 i n.; Dyl, 2014, komentarz do art. 57).

Regulacje nadużycia na rynku kapitałowym na gruncie Rozporządzenia MAR

Rozporządzenie MAR, charakteryzując przypadki nadużyć na rynku, odnosi się do trzech głównych przejawów działalności uczestników rynku. Należą do nich zakaz wykorzystania informacji poufnych (*insider dealing*), bezprawne ujawnienie informacji poufnych i manipulacja na rynku (por. motyw 7 preambuły Rozporządzenia MAR, zgodnie z którym nadużycie na rynku to pojęcie obejmujące bezprawne zachowanie na rynkach finansowych, a do celów niniejszego rozporządzenia należy je rozumieć jako wykorzystywanie informacji poufnych, bezprawne ujawnianie informacji poufnych oraz manipulacje na rynku). Co istotne, tylko dwa pierwsze przypadki łączą się bezpośrednio z informacjami poufnymi, podczas gdy w przypadku manipulacji może się ona dokonywać bez żadnego związku z nimi.

Kluczową cechą nadużycia na rynku jest indywidualny charakter danego zachowania. Przejawia się ono zazwyczaj w wykorzystaniu lub ujawnieniu zmonopolizowanej informacji poufnej. Nie każde jednak zachowanie obiektywnie abuzywne jest uznawane za takie przez prawodawcę. Prawodawca europejski zdecydował, że niektóre z działań ma-

jących cechy abuzywne, jak np.: programy odkupu, przyjęte praktyki rynkowe czy też badania rynku, będą dozwolone. Celem zakazu działań abuzywnych nie jest bowiem zabranie wszelkich działań o takim charakterze, ale jedynie tych, które zakłócają transparentność i efektywność rynku. Może bowiem zdarzyć się tak, że część działań o charakterze abuzywnym, jak np. stabilizacja, będzie przyczyniała się do takiej efektywności. Kluczowe jest jednak transparentne przeprowadzanie takich działań przez uczestników.

W Rozporządzeniu MAR wskazano, że cechą zakazu wykorzystywania informacji poufnych jest nieuczciwe uzyskiwanie korzyści z informacji poufnych ze szkodą dla osób trzecich niemających dostępu do takich informacji (motyw 23 preambuły Rozporządzenia MAR). Tego typu podejście dowodzi, że wśród głównych celów regulacji znajduje się eliminacja asymetrii informacyjnej i wykorzystania jej we własnym interesie lub w interesie osoby trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio. Dlatego też nie powinno dziwić, że w literaturze podkreśla się, że powinna istnieć możliwość kontraktowego wyłączenia lub zezwolenia na dokonywanie tego typu transakcji (Stokłosa, 2017, s. 127).

TSUE podkreślił, że celem zakazu wykorzystania informacji poufnych jest zagwarantowanie równości stron danej transakcji giełdowej poprzez unikanie sytuacji, w których jedna ze stron, posiadająca informację poufną i w związku z tym uprzywilejowana w stosunku do pozostałych inwestorów, mogła osiągnąć w ten sposób korzyść ze szkodą dla innego inwestora, który jej nie posiadał. Powyższe wynika także z orzecznictwa TSUE (por. pkt 33 wyroku Grongaard & Bang⁶, pkt 5 wyroku Spector Photo⁷), potwierdzające powyższe (Hansen, 2017, s. 222). Prowadzi to do wniosku, że równość w dostępie do informacji poufnych łączy się z zapobieganiem sytuacjom, w których jedna ze stron wykorzystuje przewagę informacyjną. Przesądza to też o fakcie uznania przez prawodawcę europejskiego zasady równości inwestorów jako fundamentu oceny wykorzystania informacji poufnych.

Kolejnym elementem triady regulacyjnej jest zakaz bezprawnego ujawniania informacji poufnych. Stypizowany w art. 10 Rozporządzenia MAR zakaz ujawniania informacji poufnych jest ściśle związany z zakazami określonymi w art. 8 Rozporządzenia MAR. Przepis ten zakazuje, z pewnymi wyłączeniami, selektywnego ujawniania informacji poufnych i ma na celu zapewnienie równowagi informacyjnej, przez co pełni funkcję prewencyjną. Uznawanie za niezgodne z prawem ujawniania informacji poufnych oraz nakładanie surowych sankcji, czyli zapobieganie wykorzystywaniu informacji poufnych w obrocie, zwiększa wiarygodności rynków finansowych.

Należy wskazać, że zakaz ujawniania informacji poufnych nie ma jednak charakteru bezwzględniego, albowiem dopuszczono możliwość przekazania informacji, jeżeli ujawnienie należy do normalnego trybu wykonywania przez te osoby czynności w ramach swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków. Powyższe podejście jest skutkiem wyroku C-384/02 Grongaard & Bang⁸.

Odrębnym od dwóch omówionych wcześniej elementów konstytuujących nadużycia na rynku jest manipulacja. Działania manipulacyjne tylko w ograniczony sposób są związane z informacjami poufnymi, albowiem możliwe są przypadki działań manipulacyjnych niezwiązanych w żaden sposób z informacją poufną. Początkowo problem manipulacji był rozpatrywany w kontekście naruszenia relacji zobowiązaniowych pomiędzy stronami, z czasem jednak dostrzeżono wpływ manipulacji na koherentność rynków kapitałowych (Mock, 2017, s. 33). Dominujące podejście wskazuje na trzy kategorie manipulacji: manipulację informacyjną, manipulację handlową oraz manipulację opartą na działaniach (por. Allen & Gale, 1992, s. 505; Bergbórs-son, 2018, s. 82). Pierwsza kategoria obejmuje rozpowszechnianie fałszywych informacji lub plotek poprzez komunikację werbalną, ustną lub pisemną. Druga kategoria, jak sugeruje nazwa, odnosi się do manipulacji polegającej jedynie na kupnie i sprzedaży akcji (i innych instrumentów objętych zakazem) bez podejmowania jakichkolwiek innych działań mających na celu wpłynięcie na cenę, na przykład poprzez rozpowszechnianie fałszywych informacji. Kategoria ta dotyczy transakcji na rynkach finansowych bez jakiegokolwiek uzasadnienia ekonomicznego (co oczywiście — z wyjątkiem zysku manipulanta) i dokonywanych jedynie w celu wprowadzenia w błąd innych inwestorów. Manipulacja oparta na działaniach polega na tym, że podejmowane są pewne działania mające na celu wpłynięcie na cenę instrumentu finansowego.

W sposób zbliżony manipulację próbował definiować E. Avgouleas, który zaprezentował cztery główne podejścia do manipulacji na rynku: obiektywne, subiektywne, mieszane oraz uznanie za manipulacyjne zachowań, które polegają na nadużyciu dominującej pozycji na rynku w celu ukształtowania cen na określonym poziomie (por. Avgouleas, 2005, s. 106; Korn, 2012, s. 30). Podejście obiektywne polega na uznaniu za manipulacyjne zachowań, które prowadzą do ustalenia się cen handlowanych walorów na sztucznym poziomie (*artificial price*) lub takich, których rezultatem jest wysyłanie na rynek fałszywych albo wprowadzających w błąd sygnałów (*false or misleading impressions*). Podejście subiektywne polega na uznaniu za manipulacyjne działań, które są podejmowane z zamiarem podstępnego nakłonienia innych uczestników rynku do zawarcia określonych transakcji i tym samym manipulacyjnego wpłynięcia na poziom cen. Połączeniem dwóch powyższych kategorii jest podejście mieszane.

Relacja pomiędzy zasadą równego dostępu do informacji poufnych a przepisami regulującymi zwalczanie nadużyć na rynku

Jak wspomniano wcześniej, zasada równego dostępu do informacji, chociaż nigdzie wprost niezwerbalizowana, jest podstawą regulacji europejskich, kształtując podejście prawodawcy europejskiego do informacji poufnych. Należy

podkreślić, że zasada równości jest fundamentalna dla całego modelu regulacji reżimu informacji poufnych. Jednocześnie zasada równego dostępu do informacji stanowi łącznik między obowiązkami informacyjnymi a zakazem wykorzystania informacji poufnych (Górecki, 2007, s. 94).

Na poziomie obowiązków emitenta zasada ta aktualizuje się w obowiązku niezwłocznego upublicznienia informacji poufnych określonego w art. 17 Rozporządzenia MAR, zawierającego dyspozycję niezwłocznego upublicznienia informacji poufnych. Upublicznienie takie musi być pełne, szybkie i rzetelne⁹. Jednocześnie określenie „niezwłocznie” należy, w mojej ocenie, rozumieć jako czas realnie i obiektywnie potrzebny do spełnienia wymogów informacyjnych. Jak się więc wydaje, prawodawca europejski dopuścił istnienie okresu, w którym informacja poufna nie została jeszcze upubliczniona (por. Woźniak, 2018, s. 32).

Na poprawność powyższego wskazuje norma wyrażona w art. 17 ust. 1 zd. 2 Rozporządzenia MAR, w którym to przepisie emitenci są zobowiązani do przekazania informacji w sposób „umożliwiający szybki dostęp oraz pełną, prawidłową i terminową ocenę informacji przez opinię publiczną”. Należy wskazać, że dorobek prawa cywilnego pozwala stwierdzić, że termin „niezwłocznie” oznacza termin realny, mający na względzie okoliczności miejsca i czasu¹⁰. Skoro tak, to z jednej strony emitenci są zobowiązani do terminowego upublicznienia informacji poufnej, ale jednocześnie muszą zadbać o jej kompletność. Dokonując publikacji informacji poufnej, emitent powinien nie tylko koncentrować się na szybkości publikacji, ale także na jej kompletności. Dlatego też emitent nie powinien upublicznić informacji poufnej, zanim nie dokona jej pełnej analizy i oceny (podobnie w literaturze zagranicznej: Hansen, 2016, s. 4). W wyjątkowych sytuacjach należy dopuścić opublikowanie informacji z czasowym przesunięciem, które pozwoli na zebranie dodatkowych informacji bądź przygotowanie szczegółowych wyjaśnień, o ile zapewni to, że informacja będzie pełna i prawidłowa (por. Woźniak, 2018, s. 34; Hansen, 2012, s. 4).

Czasowa rozbieżność pomiędzy wytworzeniem informacji poufnej a jej upublicznieniem istnieje zawsze z uwagi chociażby na uwarunkowania techniczne. W konsekwencji upublicznienie informacji poufnej nie jest w praktyce możliwe w chwili jej powstania (Woźniak, 2018, s. 34). Wskazywał na to NSA, podnosząc, że w pewnych przypadkach termin na wykonanie obowiązków informacyjnych rozpoczyna się od powzięcia wiadomości o takich zdarzeniach lub okolicznościach¹¹. I to właśnie w tym okresie znajdują zastosowanie główne przepisy antyabuzyjne Rozporządzenia MAR. Przepisy zakazujące wykorzystania informacji poufnych czy bezprawnego ujawnienia mogą być stosowane jedynie w okresie, kiedy informacja poufna nie jest upubliczniona. Dopiero upublicznienie informacji i uczynienie z niej informacji dostępnej dla każdego inwestora sprawia, że powyższe przepisy antyabuzyjne nie mają zastosowania. Z tego też powodu regulacje dotyczące zwalczania nadużyć na rynku należy traktować jako przepisy wspomagające prawidłowe upublicznienie informacji poufnych i służące ochronie

informacji poufnych. Mają więc one zapobiegać nadużyciom na rynku w okresie od wytworzenia informacji poufnej do chwili, kiedy stała się ona publiczna (por. Hansen, 2016, s. 7).

Ratio legis obu regulacji prowadzi więc do wniosku, że przepisy antyabuzywne odgrywają rolę wtórną wobec obowiązków informacyjnych, wspomagając zapewnienie równowagi informacyjnej, stanowiąc element ochronny w okresie do upublicznienia informacji poufnej (Woźniak, 2018, s. 35; Hansen, 2012, s. 4). Można stwierdzić, że skoro rolą obowiązków informacyjnych jest uczynienie informacji poufnej publicznie dostępną, to zakaz *insider trading* jest ich cieniem (Hansen, 2016, s. 12.).

Subsydiarna rola przepisów dotyczących zakazu wykorzystania informacji poufnych w stosunku do obowiązków związanych z ich upublicznieniem znajduje potwierdzenie także w orzecznictwie TSUE, zgodnie z którym nie są uznawane za wykorzystanie informacji poufnej transakcje dokonywane pomiędzy podmiotami, które mają wiedzę o danej informacji poufnej, podczas gdy obowiązki informacyjne mają zapewnić równość i eliminację asymetrii informacyjnej¹².

Odrębną kwestią pozostają przepisy zwalczające manipulację. Z uwagi na możliwość stosowania manipulacji bez związku z informacjami poufnymi zakazy związane z manipulacją na rynku obowiązują w większości przypadków niezależnie od pozostałych przepisów zwalczających nadużycia na rynku. Przepisy zwalczające manipulację stanowią więc niejako szczególny rodzaj przepisów antyabuzyjnych i jedynie w luźny sposób są związane z informacjami poufnymi. O ile zakaz praktykowania *insider dealing* nie mógłby istnieć bez istnienia przepisów dotyczących informacji poufnych, o tyle do dokonania manipulacji informacja poufna nie jest niezbędna. Dlatego przepisy antymanipulacyjne należy utożsamiać jako regulacje odrębne od głównego przedmiotu regulacji Rozporządzenia MAR. Przedmiotem ochrony przed przestępstwem manipulacji nie jest bowiem ochrona informacji poufnych, ale bezpieczeństwo i stabilizacja obrotu (Ochman, 2014, s. 103).

W konsekwencji tak ukształtowanego modelu zwalczania nadużyć na rynku należy podkreślić, że główne przepisy antyabuzywne określone w Rozporządzeniu MAR będą się aktualizowały jedynie do momentu upublicznienia informacji poufnej, tj. do chwili spełnienia obowiązków informacyjnych. Pomimo faktu, że zakaz wykorzystania informacji poufnych stanowi regulację wtórną wobec obowiązków informacyjnych, to jedynie ich połączenie pozwala na realizację celów przepisów europejskich dotyczących informacji poufnych (Woźniak, 2018, s. 35). Jednocześnie rola przepisów antyabuzyjnych w Rozporządzeniu MAR nie jest jednolita. Te z nich, które skupiają się na informacji poufnej, stanowią przepisy wtórne wobec obowiązków informacyjnych. Z kolei przepisy zwalczające manipulację są regulacją odrębną, w sposób jedynie pośredni związaną z głównym przedmiotem Rozporządzenia MAR.

Podsumowanie

W niniejszym artykule dokonano analizy podejścia Unii Europejskiej do zwalczania nadużyć na rynku kapitałowym. Jak przedstawiono w tym opracowaniu, przepisy UE są złożone. Od pierwszego momentu pojawienia się informacji poufnych do ich ujawnienia przepisy Rozporządzenia MAR ściśle regulują podejście do informacji poufnych i sposób ich wykorzystania. System wprowadzony w UE, choć ma pewne wady, jest kompleksowy i dość skuteczny. Jednocześnie zwalczanie nadużyć na rynku nie stanowi celu regulacji (pomimo mylnego tytułu rozporządzenia MAR). Celem tych regulacji jest przede wszystkim zapewnienie równego dostępu do informacji. W związku z tym regulacje dotyczące nadużyć na rynku w większości przypadków mają na celu wspieranie i ochronę obowiązku ujawniania informacji. W konsekwencji podejście przyjęte przez prawodawcę europejskiego koncentruje się na prawidłowym i terminowym wykonywaniu obowiązku informacyjnego. Kwestią odrębną są przepisy zwalczające manipulację na rynku, luźno związane z głównym przedmiotem Rozporządzenia MAR.

Przypisy/Notes

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173 z 12.06.2014 r., s. 1 ze zm.), dalej: Rozporządzenie MAR.

² Por. wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z 27.04.2011 r. (VI SA/Wa 2480/10).

³ Wyrok TSUE z 28.06.2012 r. w sprawie C-19/11, Markus Geltl vs. Daimler AG, <http://curia.europa.eu>

⁴ Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego w Warszawie z 19.02.2013 r. II GSK 2226/11.

⁵ Wyrok WSA w Warszawie z 9.10.2014 r., VI SA/Wa 1295/14, LEX nr 1764768. Podobnie WSA w Warszawie z 23.08.2013 r., VI SA/Wa 739/13, Legalis 774463, wyrok NSA w Warszawie z 19.02.2013 r. II GSK 2226/11, LEX nr 1358377.

⁶ Wyrok TSUE z 10.05.2007 r. w sprawie C-391/04, Georgakis, Zb. Orz. 2007, s. I-3741.

⁷ Wyrok TSUE z 23.12.2009 r. w sprawie C-45/08 Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck vs. Commissie voor het Bank-, Financien Assurantiewezen (CBFA), por. <http://curia.europa.eu>.

⁸ Wyrok TSUE z 22.11.2005 r. w sprawie C-384/02, postępowanie karne przeciwko Knud Grongaard i Allan Bang. Zb. Orz. 2005, s. I-9939.

⁹ Por. wyrok NSA z 6.05.2014 r., II GSK 489/13, Legalis, wyrok WSA z 15.10.2018 r., VI SA/Wa 1047/18, Legalis.

¹⁰ Por. wyrok SN z 30.06.2011 r., III CSK 282/10, LEX nr 898707.

¹¹ Por. wyrok NSA z 5.07.2011 r., II GSK 710/10.

¹² Por. pkt 38 wyroku TSUE z 10.05.2007 r. w sprawie C-391/04, Georgakis, Zb. Orz. 2007, s. I-3741 oraz pkt 48 wyroku TSUE z 23.12.2009 r. w sprawie C-45/08 Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck vs. Commissie voor het Bank-, Financien Assurantiewezen (CBFA), por. <http://curia.europa.eu>

Bibliografia/References

- Allen, F., & Gale, D. (1992). Stock-price manipulation. *Review of Financial Studies*, (5).
- Avgouleas, E. E. (2005). *The mechanics and regulation of market abuse*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199244522.001.0001>
- Bergbörsson, A. F. (2018). *What is market manipulation? An analysis of the concept in a European and Nordic context*. Brill. <https://doi.org/10.1163/9789004366657>
- Dyl, M. (2014). W: A Chłopecki, & M. Dyl (red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*. Wolters Kluwer.
- Elżanowski, F. (2012). Ekonomiczna analiza regulacji. *Przegląd Prawa Handlowego*, (12).
- Fama, E. F. (2010). Efficient capital markets? A Review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2). <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Gilson, R. J., & Kraakmann, R. (1984). The mechanism of market efficiency. *Virginia Law Review*, (70).
- Górecki, M. (2007). Informacje poufne na rynku kapitałowym. Podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera. *Czasopismo Kwartalne Calego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego*, (1).
- Hansen, J. L. (2012). The hammer and the saw — A short critique of the recent compromise proposal for a Market Abuse Regulation. *Nordic & European Company Law Working Paper* No. 10–35. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2193871>
- Hansen, J. L. (2016). Say when: When must an issuer disclose inside information? *Nordic & European Company Law Working Paper* No. 16–03. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2795993>
- Hansen, J. L. (2017). W: M. Ventrizzo, & S. Mock (red.), *Market Abuse Regulation: Commentary and annotated guide*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/law/9780198811756.001.0001>
- Hellstén, L. (2015). *Disclosure and delayed disclosure of inside information in the light of the EU Market Abuse Regulation*. Master's thesis. Helsinki, <https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/154075/Masters%20thesis%20Linda%20Hellsten.pdf?sequence=2>
- Jastrzębski, J. (2015). Opóźnienie publikacji informacji poufnych w perspektywie rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. *Przegląd Prawa Handlowego*, (11).
- Korn, K. (2012). Pojęcie manipulacji instrumentem finansowym — część I. *Transformacje Prawa Prywatnego*, (3).
- Ochman, P. (2014). *Karnoprawna ochrona rynku kapitałowego. Przepisy karne ustaw polskiego rynku kapitałowego*. Legens. Publishing Workshop.
- Stokłosa, A. (2017). W: A. Stokłosa & S. Syp (red.), *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*. Wolters Kluwer.
- Mock, S. (2017). W: M. Ventrizzo, & S. Mock (red.), *Market Abuse Regulation: Commentary and annotated guide*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/law/9780198811756.001.0001>
- Wajda, P. (2010). Ryzyko rynku kapitałowego jako istotne wyzwanie dla prawodawcy. *Przegląd Prawa Handlowego*, (3).
- Wierzbowski, M. (red.) (2018). *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*. Legalis.
- Woźniak, R. (2017a). *Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego*. C.H.Beck.
- Woźniak, R. (2017b). Informacje poufne w prawie amerykańskim — uwagi prawnoporównawcze. *Przegląd Prawa Handlowego*, (1).
- Woźniak, R. (2018). Obowiązek upublicznienia informacji poufnej a zakaz jej wykorzystania. *Przegląd Prawa Handlowego*, (6).

Dr Rafał Woźniak

Doktor nauk prawnych, adwokat. Członek Okręgowej Rady Adwokackiej w Warszawie. Specjalizuje się w prawie handlowym i prawie rynków kapitałowych.

Dr Rafał Woźniak

Doctor of law, attorney. A member of Warsaw Bar Association. An expert in commercial and capital markets law.

Klub książki PWE

Z myślą o swoich Czytelnikach Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne stworzyło Klub książki PWE. W ramach członkostwa w Klubie proponujemy następujące udogodnienia i korzyści:

- ✓ szybkie zakupy;
- ✓ zakupy z rabatem;
- ✓ informacje o nowościach, promocjach, konkursach.

Po więcej informacji zapraszamy na stronę PWE:



www.pwe.com.pl