

Załącznik do pisma z dnia 3 czerwca 2014 r do Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie nowelizacji ustawy o ofercie

I. Propozycje zmian w Ustawie o ofercie publicznej dotyczące art. 66 ustawy opracowane przez Ekspertów SEG

Mając na uwadze argumenty przedstawione w punktach poniżej oraz w oparciu o praktykę funkcjonowania innych rynków europejskich proponujemy, aby cele przedstawione w **Projekcie założeń** tj.

(....Jednocześnie, w celu zapewnienia równego dostępu do informacji i ochrony interesów uczestników rynku kapitałowego oraz przeciwdziałania nadużyciom na tym rynku, obieg informacji przekazywanych przez emitenta i sprzedającego oraz innych uczestników rynku odbywa się w sposób ściśle przewidziany przepisami prawa. W szczególności dotyczy to informacji poufnych. W praktyce dochodzi jednak do nadużyć w tym zakresie i ujawniania informacji niewłaściwym osobom i podmiotom. Mają również miejsce sytuacje, w których takie ujawnienie budzi istotne wątpliwości z punktu widzenia respektowania zasad i celu wprowadzonego w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 i z 2010 r. Dz. U. Nr 167, poz. 1129), zwanej dalej „ustawą o ofercie”, obowiązku ochrony informacji poufnych. Dlatego konieczne jest dookreślenie przez ustawodawcę, jakiego rodzaju zachowania w tym zakresie pozostają w zgodzie z prawem oraz wyeliminowanie niepożądanych praktyk.....)

zrealizować poprzez wprowadzenie następującej treści art. 66 Ustawy:

Art. 66. 1. Przed wykonaniem obowiązków, o których mowa w art. 45-52, 54 i 56-61, emitent, podmiot zależny od emitenta lub wprowadzający może przekazywać określone w tych przepisach informacje, posiadające cechy informacji poufnych w rozumieniu art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wyłącznie:

- 1) osobom lub podmiotom świadczącym na jego rzecz usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego, w sposób zarówno regularny jak i sporadyczny, bezpośrednio lub pośrednio związane z prowadzoną przez niego działalnością gospodarczą - w zakresie niezbędnym do prawidłowego wykonania tych usług, jak również tym, z którymi prowadzi negocjacje - w zakresie niezbędnym do ich prowadzenia;*
- 2) osobom lub podmiotom uprawnionym do otrzymania tych informacji w przypadkach określonych we właściwych przepisach prawa polskiego lub obcego;*
- 3) spółce prowadzącej rynek regulowany w zakresie, w jakim jest to niezbędne do zawieszenia obrotu papierami wartościowymi, prawami pochodnymi lub innymi*

instrumentami z nimi powiązanymi - w przypadku, o którym mowa w art. 20 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

2. Przekazanie informacji, o których mowa w ust. 1 wymaga uprzedniego poinformowania osoby, której informacje mają zostać przekazane o zakazach związanych z posiadaniem tych informacji określonych w art. 156 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

3. Do czasu ich podania przez emitenta lub wprowadzającego do publicznej wiadomości w wykonaniu obowiązków, o których mowa w art. 45-52, 54 i 56-61 :

1) osoby i podmioty, o których mowa w ust. 1, nie mogą nabywać i zbywać papierów wartościowych emitenta, którego ta informacja dotyczy. Zakazy, o których mowa stosują się również do osób fizycznych uprawnionych do reprezentowania podmiotów, o których mowa w ust. 1 lub pozostających z nimi w stosunku pracy, zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze;

2) emitent, podmiot zależny od emitenta lub wprowadzający prowadzi rejestr informacji przekazanych osobom lub podmiotom, o których mowa w ust. 1, zamieszczając w nim informacje o osobach, którym zostały przekazane te informacje, z podaniem imienia i nazwiska takiej osoby, daty i godziny przekazania oraz wskazaniem osoby, która udostępniła tę informację;

3) podmiot, który uzyskał informacje, o których mowa w ust. 1, prowadzi rejestr tych informacji zamieszczając w nim informacje o osobach uprawnionych do reprezentowania tego podmiotu lub pozostających z nimi w stosunku pracy, zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, które są w posiadaniu tych informacji, z podaniem imienia i nazwiska takiej osoby oraz daty i godziny uzyskania informacji.

3. Rejestry o których mowa w ust. 2 pkt. 2 i 3 przechowywane są przez okres 5 lat od podania przez emitenta lub wprowadzającego informacji do publicznej wiadomości w wykonaniu obowiązków, o których mowa w art. 45-52, 54 i 56-61 .

Dodatkowo jeżeli byłoby to uzasadnione zasadami techniki prawodawczej poprzez odpowiednie implementowanie zmian do przepisów m.in. ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi)

II. Uzasadnienie do proponowanych zmian art. 66 ustawy

1. Zgodność **Projektu założeń** z przepisami unijnymi oraz obszary niedoregulowane

W regulacjach dyrektyw UE (Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystania poufnych Informacji manipulacji na rynku), analogicznie jak w przepisach funkcjonujących na wszystkich rozwiniętych rynkach kapitałowych na świecie, istnieje co do zasady zakaz ujawniania i wykorzystywania Informacji poufnej. O ile zakaz ten jest zasadą generalną, to istnieją od niego wyjątki, a jednocześnie inne, wskazane poniżej przepisy regulują sposób postępowania w przypadku konieczności ujawnienia tzw. informacji wewnętrznych (ang. *inside information*, dla których w przepisach prawa polskiego stosowany jest termin „Informacja poufna”) osobom współpracującym z emitentami. W pewnym ograniczonym zakresie znajdują one odzwierciedlenie w obecnie obowiązującym art. 66 Ustawy o ofercie.

Zasady udostępnienia na zewnątrz Spółki Giełdowej informacji poufnej określone są w *Dyrektywie Komisji 2004/72/WE z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządkiem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach*

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32004L0072&qid=1401399513430&from=PL>

w następujący sposób:

„Artykuł 5

Lista osób mających dostęp do informacji wewnętrznych

1. Do celów stosowania art. 6 ust. 3 akapit trzeci dyrektywy 2003/6/WE, Państwa Członkowskie zapewniają, że listy osób mających dostęp do informacji wewnętrznych obejmuje wszystkie osoby, które posiadają dostęp do informacji wewnętrznych powiązanych, bezpośrednio lub pośrednio z emitentem, zarówno regularny jak i sporadyczny.

2. Listy osób mających dostęp do informacji wewnętrznych powinny zawierać co najmniej:

- a) dane osobowe wszelkich osób mających dostęp do informacji wewnętrznych;*
- b) powody umieszczenia takich osób na liście;*
- c) datę utworzenia i aktualizacji listy.*

3. Listy osób mających dostęp do informacji wewnętrznych powinny być na bieżąco aktualizowane.

- a) w każdym przypadku zmiany powodu, dla którego taka osoba została umieszczona na liście;*
- b) w każdym przypadku dodania do listy nowej osoby;*
- c) podając, czy i kiedy osoba umieszczona na liście została pozbawiona dostępu do informacji wewnętrznych.*

4. Państwa Członkowskie zapewniają, że listy osób mających dostęp do informacji wewnętrznych będą przechowywane przez pięć lat od daty ich sporządzenia lub aktualizacji.

5. Państwa Członkowskie zapewniają, że osoby na które nałożono wymóg sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych podejmują środki konieczne do zapewnienia, że jakakolwiek osoba umieszczona na takiej liście, mająca dostęp do informacji wewnętrznych zna związane z tym obowiązki nałożone przez przepisy ustawowe i wykonawcze oraz jest świadoma sankcji grożących za niewłaściwe wykorzystanie lub nieprawidłowy obieg takich informacji.”

Wprowadzenie ograniczeń w możliwości przekazywania Informacji poufnych podmiotom świadczącym usługi doradcze tylko w pewnych kategoriach doradztwa i tylko w odniesieniu do określonych kategorii zdarzeń - wyłącznie w związku z daną transakcją czy zdarzeniem gospodarczym - wydaje się odbiegać od wskazań art. 5 ust. 1 ww. Dyrektywy. Z brzmienia przytoczonych przepisów Dyrektywy można w naszej ocenie wywieść, że jest możliwe udostępnienie informacji poufnych osobom powiązanym z emitentem, bezpośrednio lub pośrednio, zarówno w sposób regularny jak i sporadyczny, pod warunkiem wciągnięcia osób, którym udostępnia się taką informację na listę osób mających do niej dostęp. Przepisy Dyrektywy nie ingerują w naszej ocenie, w zakres czy rodzaj świadczonych usług, jak również w sposób wejścia w posiadanie Informacji poufnej, choć nie wyklucza to jednocześnie oczywistego oczekiwania, iż przekazywanie Informacji poufnych będzie następowało wyłącznie w zakresie niezbędnym do prawidłowego wykonania usług doradczych (jak również w zakresie niezbędnym do prowadzenia negocjacji). Na co natomiast warto zwrócić w tym miejscu uwagę to fakt, że w zakresie katalogu osób, jakie powinny być umieszczane na listach dostępu do informacji poufnej przepisy art. 5 ust.1 Dyrektywy idą znacznie dalej niż nasze rozwiązanie krajowe wyrażone w art. 159 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi i stanowią, że „(...) Państwa Członkowskie zapewniają, że **lista osób mających dostęp do informacji wewnętrznych obejmuje wszystkie osoby, które posiadają dostęp** do informacji wewnętrznych powiązanych, bezpośrednio lub pośrednio z emitentem, zarówno regularny jak i sporadyczny.” Na podstawie cytowanego przepisu należy wywieść wniosek, że skoro Dyrektywa przewiduje obowiązek zamieszczania na liście „wszystkich osób posiadających do informacji wewnętrznych” w tym w sposób sporadyczny, a nie wyłącznie np. pracowników spółki to ratio legis tego przepisu Dyrektywy nie tyle idzie w kierunku ograniczania dostępu do informacji poufnych, co w kierunku obejmowania nadzorem takich osób w zakresie kontroli dostępu do tych Informacji.

W naszej opinii w przepisach zawartych w Dyrektywie wprost jest wskazane, że można wejść w posiadanie Informacji poufnej będąc związanym z emitentem w sposób ciągły (w tym pośrednio), co jednoznacznie wskazuje na możliwość świadczenia usług doradczych w sposób ciągły. Dyrektywa jednocześnie dość precyzyjnie określa, jakie czynności powinny być wykonane przez emitenta w stosunku do osób, które weszły w posiadanie informacji

poufnych. Wydaje się, że przedstawione propozycje zmian do Ustawy w naszej opinii mogą budzić wątpliwości co do zbyt rygorystycznego przełożenia do polskich regulacji przepisów Dyrektyw, a poprzez swój nadmierny rygoryzm mogą utrudnić warunki funkcjonowania Spółkom notowanym na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, a tym samym wpłynąć bezpośrednio na konkurencyjność polskiego rynku.

Tak więc nawet pozostawiając niezmiennym funkcjonujące od 1993 roku ograniczenie w możliwości przekazywania Informacji poufnych jedynie podmiotom świadczącym usługi doradcze należące tylko do pewnych kategorii doradztwa należy wskazać, iż ograniczenie możliwości przekazywania informacji poufnych jedynie do tej grupy doradców, którzy świadczyliby usługi doradcze wyłącznie w związku z prowadzoną przez emitenta lub wprowadzającego działalnością gospodarczą z jednej strony będzie sformułowaniem niejednoznacznym, a z drugiej – nałoży na Spółki takie ograniczenia, które mogą być przyczyną ponoszenia przez nie szkody. Poza ograniczeniem możliwości korzystania przez Spółki z usług wyspecjalizowanych doradców w zakresie *compliance* dotyczącym obowiązków informacyjnych mamy tu na myśli szereg innych przypadków, których przykładem jest przekazywanie przez Spółki informacji poufnej doradcy prawnemu w związku z planowanym zdarzeniem korporacyjnym, jaki jest podjęcie przez walne zgromadzenie emitenta uchwały, która sama w sobie stanowi Informację poufną bądź dotyczy zdarzenia stanowiącego Informację poufną. Powstaje zatem pytanie, czy zdarzenie korporacyjne, jakim jest uchwała walnego zgromadzenia spełnia wymóg bycia związanym z prowadzoną przez działalnością gospodarczą. Jeśli tak, to oznaczałoby to, że powiązanie z działalnością gospodarczą należy rozumieć nie tylko w sposób bezpośredni ale i pośredni. Z drugiej strony należy wskazać, iż w niektórych przypadkach bezpośrednio z działalnością gospodarczą mogłoby być związane doradztwo marketingowe czy z zakresu PR. Tak więc brak jednoznacznego zdefiniowania, czy chodzi o bezpośrednie czy pośrednie powiązanie z działalnością gospodarczą, jak również brak ostrej granicy tymi rodzajami jest kolejnym argumentem, że tego typu rozwiązanie może wprowadzić na rynku więcej wątpliwości niż korzyści.

Należy wskazać ponadto, iż brzmienie ***Projektu założeń w pkt 3 Przepisy merytoryczne. Obowiązki informacyjne emitenta lub wprowadzającego*** pozostawia szeroki obszar, w którym przekazywanie Informacji poufnej nie tylko doradcom, ale wszystkim innym podmiotom zewnętrznym pozostaje nieuregulowane lub sprawia poważne wątpliwości interpretacyjne, co sprawia, że taka informacja - przy zastrzeżeniu, iż ujawniana jest przez osoby w ramach „normalnego trybu wykonywania przez nie czynności w ramach swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, a jednocześnie jest zapewnione, że osoby, którym informacja została w tym trybie przekazana, zachowają poufność tej informacji” (wyłączenie zgodnie z art. 156 ust. 6 pkt 1) - ujawniana jest podmiotom zewnętrznym bez innych ograniczeń. Dotyczy to przekazywania informacji przez podmioty zależne od emitenta. Należy bowiem zauważyć, iż na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych jest szereg podmiotów, które są podmiotami dominującymi w grupach kapitałowych. I

niejednokrotnie spółki zależne należące do tych grup kapitałowych pełnią bardzo istotną rolę w tych grupach i są miejscem, w którym powstaje informacja poufna. Natomiast zgodnie z brzmieniem obecnego artykułu 66 „przed wykonaniem obowiązków [...] informacyjnych] emitent lub wprowadzający może przekazywać informacje określone w tych przepisach wyłącznie” podmiotom określonym w tym artykule. Podmiot zależny od emitenta nie podlega takim ograniczeniom. Gdyby bowiem uznać, iż podmiot zależny od emitenta nie może przekazywać informacji podmiotom określonym w art. 66 ze względu na fakt, iż na wstępie tego artykułu wymieniony jest wyłącznie emitent i wprowadzający to implikowałoby to stwierdzenie, iż podmiot zależny nie może przekazywać informacji poufnych osobom lub podmiotom z którymi prowadzi negocjacje nawet w sytuacji, gdy jest to niezbędne dla ich prowadzenia. A nie wydaje się, iż racjonalny prawodawca mógłby w ten sposób chcieć ograniczyć działalność gospodarczą podmiotów funkcjonujących na rynku.

Zauważmy ponadto, że w przypadku spółek zależnych nie występuje obowiązek nadzoru obiegu informacji poufnych polegający na wpisywaniu pracowników tych spółek posiadających dostęp do informacji poufnej na listę dostępu. Art. 158 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi [Ustawa o obrocie] ustanawia bowiem taki wymóg jedynie w odniesieniu do pracowników emitenta i innych osób z nim związanych w sposób określony w ww. artykule.

W tym miejscu zauważyć też należy, że art. 158 Ustawy o obrocie nie jest jedynym przepisem tej ustawy, który ogranicza krąg podmiotowy objęty stosowaniem danego przepisu do jedynie określonej grupy osób lub podmiotów. I tak np. kolejny artykuł Ustawy o obrocie - art. 159, dotyczący okresów zamkniętych, również odnosi się tylko do wybranej grupy osób, którymi są: *„członkowie zarządu, rady nadzorczej, prokurenci lub pełnomocnicy emitenta lub wystawcy, jego pracownicy, biegli rewidenci albo inne osoby pozostające z tym emitentem lub wystawcą w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze”*. Powołana w zdaniu poprzednim grupa osób określona jako: *„inne osoby pozostające z tym emitentem lub wystawcą w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze”* nie może obejmować ani pracowników, czy też członków organów spółek zależnych, ani osób współpracujących z emitentem jako np. maklerzy lub doradcy, gdyż te osoby wskazane są jako odrębne grupy osób odpowiednio w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. c i d Ustawy o obrocie. Gdyby racjonalnie działający ustawodawca chciał, aby np. pracowników, czy też członków organów spółek zależnych lub osoby współpracujące z emitentem jako np. maklerzy lub doradcy traktować na równi z osobami wskazanymi w art. 156 ust. 1 pkt 1 lit. a Ustawy o obrocie, to nie wyodrębniałby ich do oddzielnej kategorii i nie przypisywał do odrębnych jednostek redakcyjnych art. 156 Ustawy o obrocie. Z drugiej strony warto podkreślić, że jeżeli ustawodawca chce, aby dany przepis miał szerokie grono adresatów, stosuje wówczas zwroty takie jak ten użyty w art. 156 ust. 1 Ustawy o obrocie – „każdy kto”. Tym sposobem ukonstytuowany w art. 156 Ustawy o obrocie zakaz wykorzystania, ujawniania oraz dokonywania rekomendacji na podstawie informacji poufnej ma szeroki krąg

adresatów, gdyż dotyczy każdego (bez względu na powiązanie lub jego brak z emitentem), kto wszedł w posiadanie informacji poufnej, ale już np. ukonstytuowane w art. 159 Ustawy o obrocie okresy zamknięte, czy też właśnie wskazany w art. 158 ust. 1 Ustawy o obrocie krąg osób, które należy uwzględniać na liście dostępu do danej informacji poufnej, mają już węższy zakres adresatów.

Tak więc w świetle literalnej wykładni omawianego przepisu należy uznać, iż nie nakazuje on, aby na liście dostępu zamieszczać wszystkie osoby fizyczne, które miały dostęp do informacji poufnej. Gdyby tak było, ustawodawca nie zawężyłby kręgu osób objętych tym przepisem do określonej grupy, ale użył w przepisie zwrotu podobnego do tego zastosowanego w art. 156 ust. 1 Ustawy o ofercie. A w związku z tym, iż w odniesieniu do szeregu podmiotów wymienionych w art. 66 Ustawy o ofercie publicznej nie można stwierdzić, iż działają w imieniu lub na rzecz emitenta, a jedynie, że świadczą na jego rzecz określone usługi bądź prowadzą z nim negocjacje, nadzór obiegu informacji poufnych poprzez zamieszczanie informacji o osobach i podmiotach mających dostęp do informacji poufnych na podstawie tego artykułu nie został dostatecznie ukonstytuowany w przepisie Ustawy.

Z drugiej strony należy podkreślić, iż pozyskiwanie danych identyfikujących osoby fizyczne związane z podmiotami, o których mowa w art. 66 Ustawy o ofercie, takich samych jak dla pracowników emitenta (seria i numer dokumentu tożsamości oraz aktualny adres zamieszkania) wskazanych w rozporządzeniu wykonawczym do Ustawy o obrocie (Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 15 listopada 2005 r. *w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych publicznej*) może być wysoce niepraktyczne. W związku z tym należałoby w tym miejscu rozważyć zaprowadzenie, w odniesieniu do osób fizycznych związanych z podmiotami, o których mowa w art. 66 Ustawy o ofercie, listy obejmującej wyłącznie imię i nazwisko takiej osoby, datę oraz godzinę uzyskania dostępu do informacji poufnej, jak również zakres i sposób udostępnienia informacji poufnej, oraz wskazaniem osoby, która udostępniła tę informację, analogicznie do zakresu informacji zamieszczanych w rejestrach informacji poufnych, prowadzonych zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 13 kwietnia 2006 r. *w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnianiem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych*.

Podsumowując – dla wypełnienia przepisów dyrektywy 2003/6/WE stanowiącej, iż „Państwa Członkowskie zapewniają, że listy osób mających dostęp do informacji wewnętrznych obejmuje wszystkie osoby, które posiadają dostęp do informacji wewnętrznych powiązanych, bezpośrednio lub pośrednio z emitentem” przepisy Ustawy powinny wskazywać w sposób literalny, iż obowiązek ujawniania - na listach osób posiadających dostęp do informacji poufnych - obejmuje wszystkie osoby fizyczne posiadające dostęp do informacji poufnych, w tym osoby związane z podmiotami, o których mowa w art. 66 Ustawy o ofercie, którym

informacje te są ujawniane w ramach zatrudnienia w tych podmiotach w celu umożliwienia świadczenia usług.

Powyżej zwrócono już uwagę na celowość wprowadzenia okresów zamkniętych dla pracowników spółek zależnych od emitenta, którzy mieli dostęp do informacji poufnej. Należy zauważyć, iż podobne korzyści, jak z wprowadzenia okresów zamkniętych dla pracowników emitenta czy spółek zależnych rynek mógłby odnieść w przypadku wprowadzenia okresów zamkniętych dla pracowników podmiotów świadczących na rzecz emitenta lub jego podmiotu zależnego usługi doradztwa wskazane w art. 66 Ustawy. Wynika to z założenia, iż osoby posiadające takie same informacje powinny być traktowane w ten sam sposób i ta zasada powinna być respektowana również przez podmioty świadczące usługi na rzecz emitenta (mające jednocześnie możliwość rezygnacji ze świadczenia usług). Naszym zdaniem bowiem, stosowanie zakazu wykorzystania, ujawniania oraz dokonywania rekomendacji na podstawie informacji poufnej, określonego w art. 156 Ustawy o ofercie, w odniesieniu do podmiotów uzyskujących informacje poufne na podstawie art. 66 Ustawy o ofercie jest niejednokrotnie zbyt trudne do zweryfikowania przez co nie zapewnia właściwej ochrony informacji poufnych. Zauważmy, iż jest to zgodne ze rekomendacjami przedstawionymi w opracowaniu pt. „Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego” opublikowanym przez UKNF w 2011 roku jako skrót z raportu Zespołu ds. wzmocnienia ochrony uczestników rynku kapitałowego w lutym bieżącego roku. Wskazano tam, iż „głównym problemem jest zbyt wąski katalog osób ponoszących odpowiedzialność administracyjną, nie obejmujący osób bliskich, czy osób wskazanych w art. 66 i 67 Ustawy o ofercie, m.in. osób świadczących na rzecz emitenta usługi doradztwa” oraz przedstawiono rekomendację: „rozważenie wprowadzenia zakazu dokonywania transakcji w okresie posiadania informacji poufnej przez osoby bliskie insiderom pierwotnym oraz osoby ze spółek zależnych emitenta i innych podmiotów współpracujących z emitentem (kancelarie prawne, doradcy itp.)”. Przetawione postulaty są możliwe do zrealizowania poprzez modyfikację art. 66 Ustawy w sposób analogiczny do zapisów art. 67 Ustawy.

Kolejnym zagadnieniem dotyczącym obecnego brzmienia art. 66, z którym boryka się rynek są pewne niedopowiedzenia i wątpliwości interpretacyjne dotyczące zarówno samego brzmienia przepisu jak i jego interpretacji, ewentualnie braku wskazówek, w szczególności dotyczących zapisu art. 66 ust. 1 pkt. 2 *„osobom lub podmiotom uprawnionym do otrzymania tych informacji w przypadkach określonych we właściwych przepisach prawa polskiego lub obcego”*. Obejmuje to zagadnienia dotyczące przekazywania informacji tłumaczom (w tym tłumaczom w celu publikacji informacji poufnych oraz raportów bieżących i okresowych w języku angielskim jednocześnie z ich publikacją w języku polskim, w celu zapewnienia dostępu w równym czasie informacji akcjonariuszom spółek z liczącym się akcjonariatem niepolskojęzycznym), czy też przekazywanie informacji firmom lub osobom świadczącym usługi w zakresie wsparcia informatycznego bądź przekazywanie informacji do Ministerstwa Skarbu Państwa, które wprowadziło „Zasady nadzoru

właścicielskiego” zarządzeniem Ministra Skarbu Państwa z dnia 19 marca 2010 r., wprowadzając do nich wskazanie, iż „Monitorowanie sytuacji w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa odbywa się na podstawie informacji pozyskanych zgodnie z właściwymi przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej...” (co zostało zachowane w treści wprowadzonej Zasad datowanych na 28 stycznia 2013 r.), niejednokrotnie jednak zwracało się do spółek publicznych, których jest akcjonariuszem o przedstawianie pewnych informacji, nie podając podstawy prawnej wniosku (należy zauważyć, iż Ustawa z dnia 18 marca 2010 r. o szczególnych uprawnieniach ministra właściwego do spraw Skarbu Państwa oraz ich wykonywaniu w niektórych spółkach kapitałowych lub grupach kapitałowych prowadzących działalność w sektorach energii elektrycznej, ropy naftowej oraz paliw gazowych, mówi tylko o dostępie do informacji związanych z ochroną infrastruktury krytycznej).

Tak więc jakkolwiek trudno jest uwzględnić w przepisach prawa wszystkie możliwe zagadnienia, i wobec niedookreśloności sformułowania „właściwych przepisach prawa polskiego lub obcego” warto, aby co najmniej na stronach internetowych Organu Nadzoru pojawiały się wskazówki, stanowiska i interpretacje dotyczące spotykanych na rynku przypadków.

Wracając do wątku przekazywania informacji rozważmy jeszcze literalne brzmienie obecnego art. 66 ustawy. Stanowi on, iż przed wykonaniem obowiązków, o których mowa w art. 45-52, 54 (a więc tzw. prospektowych) i 56-61 (tzw. stałych) ustawy, emitent lub wprowadzający może przekazywać informacje określone w tych przepisach wyłącznie podmiotom wskazanym w dyskutowanym art. 66 ustawy.

Odnosząc się do obowiązków stałych określonych jednym z wymienionych artykułów - w art. 56 Ustawy o ofercie publicznej – zauważamy, iż emitent przed przekazaniem Komisji, spółce prowadzącej ten rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości informacji poufnych, oraz informacji bieżących i okresowych, oraz każdej informacji, która stanowi znaczącą zmianę przekazanej uprzednio informacji poufnej, może przekazywać informacje określone w przepisach art. 56, a więc informacje poufne i ich aktualizacje, informacje, które stanowią treść raportów bieżących oraz informacje, które stanowią treść raportów okresowych wyłącznie podmiotom wskazanym w art. 66. Oznacza to, że zgodnie z literalnym brzmieniem Ustawy nawet mało istotne informacje będące składowymi raportów okresowych podlegają zakazowi przekazywania. Dochodzimy więc do wniosku, iż każde doniesienie prasowe dotyczące przyszłości emitenta bądź innych zagadnień, które mają pojawić się w raporcie okresowym, znajdujące faktycznie odzwierciedlenie w treści przyszłego raportu okresowego, jest ewidentnym przekroczeniem przepisów określonych obecnym brzmieniem art. 66 Ustawy.

W opracowaniu pt. „Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego” UKNF znajdujemy stwierdzenie, iż „uczestnicy spotkań [z analitykami i inwestorami] otrzymują informacje, które co prawda nie mają charakteru informacji poufnej, bo dotyczą np. wczesnych faz projektów, ale ich otrzymanie może tworzyć przewagę informacyjną po

stronie uczestników tych spotkań względem innych inwestorów”. Zauważamy, że tego typu przekazywanie informacji jest niezgodne z literalnym brzmieniem art. 66 Ustawy. Niejednokrotnie bowiem, informacje dotyczące wczesnych faz projektów, jeśli już są tak istotne iż przedstawiane są na spotkaniach z analitykami, przedstawiane są jednocześnie później, w mniejszym lub większym stopniu, w raportach okresowych, które obejmują np. perspektywy działalności emitenta itp. Tego typu podejście nie podlega sankcjom, a autorzy raportu zalecają tylko „rozważenie wprowadzenia w Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW zalecenia, aby emitent informował na swojej stronie internetowej o odbytych przez zarząd emitenta indywidualnych zamkniętych spotkaniach z analitykami i inwestorami”. Oznacza to, iż rozumienie art. 66 może być inne niż literalne. Dążąc jednak do klarowności przepisów i takiego ich ukształtowania, aby nie mogły być interpretowane w sposób rozbieżny zalecalibyśmy zmianę w tym względzie obecnego brzmienia art. 66 Ustawy. W szczególności, że wskazane powyżej dwie grupy interesariuszy: a więc analitycy i inwestorzy, jeżeli są zainteresowani pozyskaniem dodatkowych informacji o spółce, to właśnie w celu zbudowania swojej przewagi informacyjnej i podjęcia stosownych decyzji inwestycyjnych.

Jednocześnie wydaje się, iż nie bez znaczenia dla zmian dotyczących art. 66 Ustawy jest **projekt rozporządzenia MAR**, tj. Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku (*Regulation of the European Parliament and of the Council on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC*), który 14 kwietnia 2014 r. został przyjęty przez Radę Unii Europejskiej („Projekt rozporządzenia MAR”).

(http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/142206.pdf)
(<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&f=PE%2078%202013%20INIT>)

Lektura tego jak się wydaje najaktualniejszego i najbliższego ostatecznemu brzmienia Projektu rozporządzenia MAR prowadzi do wniosku, iż dla unijnego ustawodawcy współpraca emitentów z wszelkiego rodzaju doradcami jest rzeczą jak najbardziej naturalną i nie sprzyja w jakikolwiek szczególny sposób nadużyciom dotyczącym informacji poufnych. W przedmiotowym Projekcie rozporządzenia MAR nie znajdujemy żadnych obostrzeń skierowanych w stosunku do grupy podmiotów, jaką są doradcy. Wydaje się uzasadnionym stwierdzenie, iż gdyby unijny ustawodawca postrzegał doradców jako podmioty „podwyższonego ryzyka”, wówczas zamieściłby w treści Projektu rozporządzenia MAR stosowne zapisy. Jak bowiem wiadomo, celem rozporządzenia MAR jest zwiększenie integralności rynków oraz poprawa ochrony inwestorów, a jego wprowadzenie wynika z faktu, iż dyrektywa 2003/6/WE (dyrektywa MAD) okazała się rozwiązaniem niewystarczającym dla zapewnienia ww. celów. Z tego też powodu Projekt rozporządzenia MAR w dużo bardziej restrykcyjny sposób reguluje kwestie związane z nadużyciami na rynku związanymi z informacjami poufnymi. Zatem fakt, iż korzystanie przez emitentów z usług

doradców, którym udzielane są przed publikacją informacje poufne (oczywiście z zachowaniem wszelkich zasad dotyczących postępowania z informacjami poufnymi), nie zostało wskazane jako działanie niedopuszczalne, a nawet nie jako niepożądane, każe wnioskować, iż takim działaniem nie jest.

Co więcej zgodnie z art. 18.1 Projektu rozporządzenia MAR:

„Issuers or any person acting on their behalf or on their account, shall:

(a) draw up a list of all persons who have access to inside information and who are working for them under a contract of employment, or otherwise performing tasks through which they have access to inside information, such as advisers, accountants or credit rating agencies (insider list);”

Wymienienie doradców wśród podmiotów, które mają zostać umieszczone na liście osób mających dostęp do informacji poufnej, jednoznacznie potwierdza zaprezentowany powyżej pogląd, iż dla unijnego ustawodawcy współpraca emitentów z doradcami, którym w ramach tej współpracy przekazywane są przed publikacją informacje poufne, jest kwestią normalną, nienaruszającą bezpieczeństwa uczestników rynków kapitałowych oraz niebędącą w sprzeczności z żadnymi regulacjami mającymi zapewnić wyeliminowanie nadużyć na tych rynkach. Należy również zauważyć, iż unijny ustawodawca nie rozróżnia doradców ze względu na jakiekolwiek kryteria. W propozycji przepisu jest mowa ogólnie o doradcach, którzy mają dostęp do informacji poufnych poprzez wykonywane przez nich zadania. Wprowadzenia zatem jakichkolwiek obostrzeń do treści art. 66 Ustawy w stosunku do doradców będzie, jak się wydaje, stało w sprzeczności z rozporządzeniem MAR, które za około 2 lata będzie obowiązywać wprost na terenie całej UE, przez co konieczne będzie kolejna zmiana art. 66 Ustawy w celu zlikwidowania tych sprzeczności.

2. Wpływ regulacji dotyczących insider trading na Autoryzowanych Doradców na rynku NewConnect oraz Catalyst

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie utworzyła alternatywne platformy obrotu pod nazwą NewConnect oraz Catalyst. Rynek ten powstał przede wszystkim w celu umożliwienia finansowania małych i atrakcyjnych podmiotów o dużych perspektywach wzrostu. Rynek NewConnect z założenia przeznaczony jest dla młodych, dynamicznych firm, którym zastrzyk kapitału może dać szansę wykorzystania potencjału tkwiącego w ich innowacyjności, a w efekcie możliwość rozwoju i awansu do grona dużych i wartościowych przedsiębiorstw.

Jednym z filarów sprawnego funkcjonowania oraz rozwoju rynku NewConnect są tzw. Autoryzowani Doradcy. Spółka planująca pozyskanie kapitału poprzez przeprowadzenie oferty papierów wartościowych, a następnie wprowadzenie ich do notowań na NewConnect zobligowana jest do podpisania umowy na świadczenie usług z Autoryzowanym Doradcą.

Umowa ta musi obowiązywać i być realizowana przez okres przynajmniej 12 pierwszych miesięcy notowań akcji emitenta na rynku.

Jednym z podstawowych zadań Autoryzowanego Doradcy zgodnie z załącznikiem nr 5 regulaminu NewConnect jest współdziałanie z emitentem *w zakresie wypełniania przez emitenta obowiązków informacyjnych*. Stosowna regulacja brzmi:

„...Autoryzowany Doradca zobowiązany jest do:

...współdziałania z emitentem w zakresie wypełniania przez emitenta obowiązków informacyjnych określonych w Regulaminie Alternatywnego Systemu Obrotu oraz monitorowania prawidłowości wypełniania przez emitentów tych obowiązków,

...bieżącego doradzania emitentowi w zakresie dotyczącym funkcjonowania jego instrumentów finansowych w alternatywnym systemie.”

Warto wskazać, że powyższe regulacje nie budzą wątpliwości uczestników rynku co do swojej zasadności, są powszechnie akceptowane, a także wydają się wprost niezbędne dla prawidłowego funkcjonowania tego segmentu rynku.

W związku z faktem, iż obydwa rynki tj. rynek regulowany Giełdy i rynek NewConnect funkcjonują na analogicznych zasadach w zakresie relacji Spółek z inwestorami, sposobu inwestowania, a nawet systemu transakcyjnego, a jedyną różnicą jest ich wielkość i stadium rozwoju. Uważamy, że regulacje związane z równym dostępem inwestorów do informacji powinny być takie same lub mocno zbliżone. W naszej opinii zapewnienie przez Ustawę równego dostępu do informacji na obu rynkach giełdowych powinno odbywać się na jednakowych zasadach.

NewConnect jest doskonałym przykładem (pochodzącym wprost z polskiego rynku kapitałowego), że jednym z elementów prawidłowego funkcjonowania rynku jest umożliwienie Spółkom Giełdowym z korzystania z fachowego doradztwa w jednym z najważniejszych aspektów ich funkcjonowania na rynku giełdowym, jakim są szeroko pojęte obowiązki informacyjne.

Bardzo istotnym aspektem, który należy wziąć dodatkowo pod uwagę przy zmianach art. 6 ustawy jest fakt, iż regulacje **projektu rozporządzenia MAR** obejmować będą również rynek pozagiełdowy – warto więc już teraz wziąć ten aspekt pod uwagę.

Podsumowanie

SEG podobnie jak Komisja Nadzoru Finansowego i Ministerstwo Finansów stoją na stanowisku, iż regulacje prawne powinny w maksymalnym stopniu zapewnić realizację przedstawionego w **Projekcie założeń** celu oraz skuteczność prowadzonego nad rynkiem nadzoru. Jednocześnie należy wskazać, iż regulacje prawne powinny być jednoznaczne, umożliwiać ocenę bezprawności określonych zachowań w oparciu o literalne brzmienie przepisu, powinny dawać możliwość weryfikacji przez Organ Nadzoru ich stosowania przez

podmioty funkcjonujące na rynku kapitałowym, a zapewniając – w uzasadnionych przypadkach - ograniczenie obiegu informacji istotnej dla uczestników rynku kapitałowego przed jej upublicznieniem nie powinny jednocześnie ograniczać swobody i nie podwyższać kosztów działalności gospodarczej emitentów.

Trudno jest przecenić wpływ jakości wykonywania przez Spółki Giełdowe obowiązków informacyjnych na prawidłowe funkcjonowanie całego rynku kapitałowego. Mówimy tu o wpływie na jego transparentność, konkurencyjność i atrakcyjność dla inwestorów krajowych i zagranicznych. Transparentność rynku ma bezpośredni wpływ na decyzje inwestycyjne nie tylko inwestorów indywidualnych, ale również funduszy inwestycyjnych.

Giełda w Warszawie w ostatnich latach nie tylko aspiruje, ale staje się faktycznym centrum finansowym naszej części Europy.

Mając na uwadze powyższe zwracamy się prośbą o ponowne rozważenie proponowanych w nowelizacji Ustawy rozwiązań z uwzględnieniem naszego stanowiska. Mamy nadzieję, że pozwoli to na uwzględnienie potrzeb uczestników rynku w jednym z kluczowych obszarów jego funkcjonowania, jakim są relacje Spółek Giełdowych z inwestorami, a jednocześnie pozwoli w pełni zrealizować założone w **Projekcie założeń** cele związane z koniecznością zapewnienia równego dostępu inwestorów do informacji i ochrony interesów uczestników rynku kapitałowego oraz przeciwdziałanie nadużyciom na tym rynku.

Wyrażamy również naszą gotowość do dalszej dyskusji i współpracy na rzecz podnoszenia rynkowych standardów komunikacji poprawy ochrony informacji poufnej. Ze względu na wagę zagadnienia oraz przekładanie się każdego słowa użytego w nowelizacji na szeroki obszar funkcjonowania podmiotów na rynku kapitałowym zwracamy się z propozycją i prośbą o przeprowadzenie uzgodnień z instytucjami reprezentującymi środowisko rynku kapitałowego nie tylko na etapie założeń, ale również na etapie formułowania projektu zmiany Ustawy.