

KRZYSZTOF OPLUSTIL, MARCIN HOTEL\*

## ZASADY POSTĘPOWANIA Z INFORMACJAMI POUFNYMI NA RYNKU KAPITAŁOWYM W PRZYPADKU TRANSAKCJI M&A

### I. WPROWADZENIE

Podstawową zasadą rządzącą prawem rynku kapitałowego w Europie jest zasada równego dostępu jego uczestników do istotnych informacji o instrumentach finansowych i ich emitentach<sup>1</sup>. Nałożony na emitentów obowiązek publikacji wiadomości poufnych jest istotny z perspektywy efektywności informacyjnej, która, oprócz efektywności alokacyjnej i operacyjnej, powinna cechować prawidłowo funkcjonujący rynek kapitałowy<sup>2</sup>. Rynek jest efektywny informacyjnie, gdy ceny instrumentów finansowych w pełni dyskontują wszystkie dostępne informacje<sup>3</sup>. Efektywność informacyjna warunkuje efektywną alokację kapitału. W sytuacji braku dostatecznych informacji o instrumentach finansowych i ich emitentach, potencjalni nabywcy byliby skłonni do uśredniania cen, przez co emitenci „dobrych”

---

\* Dr hab. Krzysztof Oplustil, profesor nadzwyczajny w Katedrze Polityki Gospodarczej Uniwersytetu Jagiellońskiego; Marcin Hotel, doktorant w Katedrze Polityki Gospodarczej Uniwersytetu Jagiellońskiego.

<sup>1</sup> Odnosnie do funkcji obowiązków informacyjnych na rynku kapitałowym por. T. Sójka: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 25 i n.; H. Brinckmann (w:) *European Capital Markets Law*, pod red. R. Veila, Oregon 2013, s. 210 i n.; L. Klöhn: *Lafonta-AMF — die neue cause celebre des europäischen Insiderrechts?*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (dalej: ZIP) 2014, nr 20, s. 949.

<sup>2</sup> W doktrynie wyróżnia się następujące rodzaje efektywności rynku kapitałowego: alokacyjną, instytucjonalną i operacyjną. Należyte wypełnienie obowiązków informacyjnych determinuje efektywność rynku kapitałowego w każdym z tych trzech aspektów; por. H. Brinckmann: *European...*, *op. cit.*, s. 211 i n. Zob. też F. Elżanowski: *Ekonomiczna analiza regulacji insider trading*, Przegląd Prawa Handlowego (dalej: PPH) 2012, nr 12, s. 55.

<sup>3</sup> E.F. Fama: *Efficient Capital Markets: A Review of theory and empirical work*, The Journal of Finance 1970, nr 2, s. 383.

walorów traciliby, a emitenci „śmieciowych” papierów zyskiwaliby, ponieważ inwestorzy nie byłoby w stanie ocenić ich rzeczywistej wartości<sup>4</sup>. Należyte wykonywanie obowiązków informacyjnych jest zatem warunkiem efektywności rynku kapitałowego, wzmacniając jego przejrzystość oraz zapewniając równe szanse jego uczestnikom, co ma także istotne znaczenie z perspektywy zaufania publicznego<sup>5</sup>. Z drugiej jednak strony, zbyt duża ilość „dostarczanych” rynkowi informacji może prowadzić do tzw. przeciążenia informacyjnego (ang. *information overload*), które również jest zjawiskiem niepożądanym, gdyż może utrudnić inwestorom podjęcie decyzji inwestycyjnej opartej na precyzyjnych i cenotwórczych informacjach oraz narazić emitenta i osoby w nim zatrudnione na zarzut manipulacji instrumentami finansowymi poprzez rozpowszechnianie nierzetelnych informacji (por. art. 39 ust. 2 pkt 4 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi)<sup>6</sup> i związaną z tym odpowiedzialność<sup>7</sup>. Zbyt wczesne opublikowanie określonych informacji, dotyczących na przykład prowadzonych negocjacji w związku z planowanym łączeniem czy przygotowaniem wezwania w celu przejęcia kontroli nad spółką publiczną, mogłoby też utrudnić czy wręcz uniemożliwić przeprowadzenie takich złożonych, wieloetapowych operacji biznesowych, korzystnych z punktu widzenia emitentów, inwestorów i całego rynku. Rygorystyczne dążenie do niwelowania asymetrii informacyjnej na rynku kapitałowym byłoby więc dysfunkcyjne i szkodliwe dla jego uczestników<sup>8</sup>.

Mianem transakcji dotyczących fuzji i przejęć (*Mergers & Acquisitions*, M&A) określamy, na potrzeby niniejszego artykułu, procesy transformacyjne spółek publicznych (łączenia i podziały) uregulowane w kodeksie spółek handlowych<sup>9</sup>, sprzedaż istotnych składników majątku należących do tych spółek (np. zorganizowanej części przedsiębiorstwa, znaczących aktywów czy udziałów w spółkach zależnych), transakcje zawierane poza rynkiem regulowanym (tzw. transakcje OTC), których przedmiotem są znaczne pakiety akcji spółek publicznych oraz przejęcia spółek notowanych na tym rynku w trybie wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji (art. 72 i n. ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu

<sup>4</sup> Zjawisko asymetrii informacji może prowadzić do tego, że gorsze produkty (w tym przypadku instrumenty finansowe) będą wypierać z rynku produkty lepsze, co obrazowo przedstawił G.A. Akerlof na przykładzie rynku samochodów używanych; por. G.A. Akerlof: *The Market for „Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics 1970, nr 3, s. 488; H. Brinckmann (w:) *European... op. cit.*, s. 311–312.

<sup>5</sup> P. Koch (w:) *European Capital Markets Law*, pod red. R. Veila, Oregon 2013, s. 272.

<sup>6</sup> Dz. U. Nr 183, poz. 1538 ze zm.; dalej: u.o.i.f.

<sup>7</sup> Szerzej na temat tego zjawiska: T.J. Möllers, E. Kernchen: *Information overload at the capital market — pledge for the introduction of a shortened financial statement on an empirical, psychological and comparative basis*, Europa e Diritto Privato 2010, nr 4, s. 1005, dostępny na stronie: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1742205](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1742205).

<sup>8</sup> Por. H. Krause, M. Brellocks: *Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v. Daimler*, Capital Market Law Journal 2013, vol. 8, No. 3, s. 298 i n.; T. Sójka: *Etap zdarzenia rozciągniętego w czasie jako informacja poufna w prawie rynku kapitałowego*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2014, nr 1, s. 10.

<sup>9</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2013 r. poz. 1030 ze zm.); dalej: k.s.h.

obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>10</sup>). Operacje takie mają z reguły charakter wieloetapowych, rozciągniętych w czasie procesów (ang. *multi-stages decision-making process*), na które składają się działania i czynności o charakterze faktycznym i prawnym, jak na przykład podjęcie decyzji przez zarząd spółki publicznej o dokonaniu transakcji, wymiana listów intencyjnych, prowadzenie negocjacji, przeprowadzenie badania *due diligence* i wyceny spółek, przygotowanie dokumentów wymaganych przez prawo (np. planu połączenia), podjęcie uchwał przez walne zgromadzenia, ogłoszenie wezwania do zapisywania się nas sprzedaż lub zamianę akcji<sup>11</sup>.

Niniejszy artykuł ma na celu wyjaśnienie niektórych wątpliwości, które pojawiają się w związku ze stosowaniem przepisów o informacjach poufnych do operacji fuzji i przejęć. Dotyczą one przede wszystkim dwóch grup zagadnień. Pierwszą z nich stanowią zagadnienia związane z obowiązkami informacyjnymi spoczywającymi na emitentach uczestniczących w tych operacjach, a które odnoszą się do kolejnych, pośrednich etapów ich realizacji. Celem rozważań zawartych w pkt II jest udzielenie odpowiedzi na następujące pytania: Czy względnie pod jakimi warunkami etapy te mogą stanowić przedmiot informacji poufnych, które co do zasady powinny zostać podane do publicznej wiadomości? Czy i na jakich zasadach emitent może opóźnić ich upublicznienie? Rozstrzygnięcie tych kwestii ma istotne znaczenie dla emitentów, zważywszy, że to na nich spoczywa ciężar ustalenia, czy dane zdarzenie stanowi przedmiot informacji poufnej i objęte jest obowiązkiem informacyjnym, a błąd w tej ocenie może skutkować odpowiedzialnością karną (art. 100 u.o.p.), cywilną (art. 98 u.o.p.) i administracyjną (art. 96 u.o.p.).

Druga grupa zagadnień dotyczy zasad udostępniania i postępowania z informacjami poufnymi dotyczącymi emitenta w trakcie procesu przygotowania i realizacji transakcji M&A. W pkt III zostanie podjęta próba odpowiedzi na pytania: o dopuszczalność udostępnienia przez spółkę publiczną, uczestniczącą w transakcji M&A, informacji poufnych na swój temat innym uczestnikom tej transakcji w toku badania prawnego (*due diligence*) oraz o dopuszczalność wykorzystania przez nich tych informacji na potrzeby realizowanej transakcji, bez narażenia się na zarzut naruszenia zakazów przewidzianych w prawie rynku kapitałowego.

Analiza wspomnianych zagadnień musi uwzględniać europejski kontekst polskich przepisów o informacjach poufnych, zawartych w art. 154 i n. u.o.i.f. oraz art. 56 i n. u.o.p. Przepisy te stanowią implementację regulacji unijnych, a więc przede wszystkim dyrektywy z 2003 r. dotyczącej nadużyć na rynku<sup>12</sup> oraz wyko-

<sup>10</sup> Dz. U. Nr 184, poz. 1539 ze zm.; dalej: u.o.p.

<sup>11</sup> Por. C. Di Noia, M. Gargantini: *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, *European Company and Financial and Law Review* 2012, nr 4, s. 484; M. Glicz: *Stany faktyczne rozciągnięte w czasie a obowiązki informacyjne spółki publicznej (w:) Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego*, pod red. J. Kruczałak-Jankowskiej, Warszawa 2013, s. 46.

<sup>12</sup> Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2003 r. w sprawie wykorzystania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz. Urz. UE L 96 z 12 kwietnia 2003 r., s. 16); dalej: MAD.

nawczych dyrektyw Komisji Europejskiej<sup>13</sup>, wydanych na II poziomie procedury Lamfalussy'ego. Postanowienia tych dyrektyw podlegają wiążącej wykładni Trybunału Sprawiedliwości (dalej: TS) oraz doprecyzowaniu (na tzw. III poziomie działań procedury Lamfalussy'ego) w wytycznych ESMA<sup>14</sup>, a wcześniej — CESR<sup>15</sup>. W końcowej części artykułu przedstawione zostaną pokrótce relewantne dla analizowanej problematyki przepisy nowego rozporządzenia z 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku<sup>16</sup>, które wraz z wejściem w życie w dniu 3 lipca 2016 r. stanowić będzie jednolitą unijną regulację nadużyć na rynku kapitałowym oraz zastąpi MAD, wydane na jej podstawie dyrektywy wykonawcze, a także przepisy prawa krajowego służące ich implementacji<sup>17</sup>.

Udzielenie odpowiedzi na postawione wyżej pytania wymaga też uwzględnienia z jednej strony zasadniczego celu europejskich i polskich przepisów dotyczących informacji poufnych, jakim jest zapewnienie równowagi informacyjnej uczestników rynku kapitałowego. Z drugiej strony należy mieć na uwadze, że stosowanie tych regulacji nie może prowadzić do wykluczenia czy znaczącego utrudnienia realizacji transakcji M&A na rynku kapitałowym, które w wielu przypadkach prowadzić będą do tworzenia dodatkowej wartości ekonomicznej (ang. *value-creating effect*) i jako takie mogą być korzystne zarówno dla jej uczestników, jak i całej gospodarki.

## II. OBOWIĄZKI PUBLIKACYJNE DOTYCZĄCE INFORMACJI POUFNYCH W PRZYPADKU TRANSAKCJI M&A

### 1. PRECYZYJNOŚĆ I CENOTWÓRCZOŚĆ JAKO PRZESŁANKI INFORMACJI POUFNEJ

Zgodnie z definicją informacji poufnej zawartą w prawie unijnym i krajowym (por. art. 154 u.o.i.f., stanowiący transpozycję art. 1 pkt 1 MAD i art. 1 dyrektywy wykonawczej 2003/124/WE), informacja ta musi spełniać cztery przesłanki, tj. po-

---

<sup>13</sup> Chodzi w szczególności o dyrektywę 2003/124/WE Komisji z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującą dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku (Dz. Urz. UE L 339 z 24 grudnia 2003 r., s. 70); dalej: dyrektywa wykonawcza 2003/124/WE.

<sup>14</sup> European Securities and Markets Authority. ESMA jest unijną instytucją regulacyjną, w której zasiadają przedstawiciele krajowych organów nadzoru nad rynkiem finansowym. Polskę reprezentuje przedstawiciel Komisji Nadzoru Finansowego.

<sup>15</sup> Committee of European Securities Regulators. CESR był (do końca 2010 r.) poprzednikiem ESMA.

<sup>16</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie 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 171 z 12 czerwca 2014 r., s. 1); dalej: MAR.

<sup>17</sup> Na temat nowych unijnych regulacji z zakresu prawa rynku kapitałowego por. R. Veil: *Europäische Kapitalmarktunion. Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der europäischen Marktaufsicht und die Idee eines „Single Rulebook“*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2014, nr 5, s. 544.

winna mieć związek z emitentem lub jego instrumentami finansowymi, być niejawną, precyzyjna oraz cenotwórcza<sup>18</sup>. Dla problematyki niniejszego opracowania najważniejsze znaczenie mają przesłanki precyzyjności (dokładności) i cenotwórczości. W myśl art. 154 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f. informacja jest określona w sposób precyzyjny, gdy wskazuje na okoliczności i zdarzenia, które wystąpiły lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać [**dokładność**; wszystkie wyróżnienia — K.O. i M.H.], a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentów finansowych [**cenotwórczość, relewantność**] lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Badanie precyzyjności ma charakter wstępny w stosunku do pozostałych przesłanek informacji poufnej<sup>19</sup>. Okoliczności lub zdarzenia muszą mieć zawsze potwierdzenie w weryfikowalnych faktach (ang. *firm and objective evidence*)<sup>20</sup>, a ich odbiorca musi mieć dokładne wyobrażenie o zaistniałym stanie faktycznym lub zdarzeniu przyszłym<sup>21</sup>. Nie chodzi przy tym o wynik zdarzenia, ale o zdarzenie jako takie<sup>22</sup>. W doktrynie trafnie przyjmuje się, że za informacje poufne nie można uznać plotek, pogłosek, opinii, poglądów, ocen<sup>23</sup>, a więc twierdzeń, które wyrażają jedynie subiektywne zdanie w kwestii przyszłych zdarzeń, jeżeli nie są one oparte na zasadach logicznego rozumowania. Podobnie będzie z informacją odzwierciedlającą wyłącznie chęci, oczekiwania lub stany emocjonalne poszczególnych osób<sup>24</sup>. Takie przekazy informacji nie są bowiem obiektywnie weryfikowalne, a przy okazji mogłyby spowodować nieuprawnione wahania kursu, kwalifikujące się jako manipulacja<sup>25</sup>.

<sup>18</sup> Szerzej na temat przesłanek informacji poufnej w polskiej doktrynie por. M. Glicz (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Warszawa 2014, s. 1230–1241; T. Sójka (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. T. Sójki, Warszawa 2015, s. 1206–1220; por. też T. Sójka: *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 100–109; K. Haładaj: *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Warszawa 2008, s. 186–206; K. Oplustil, M.P. Wiórek: *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym* (cz. I), *Prawo Spółek* 2005, nr 2, s. 3–6; M. Górecki: *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, *Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego* 2007, nr 1, s. 69–104; A. Romanowska: *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych insider trading*, *PPH* 2006, nr 9, s. 50–51. Na temat implementacji MAD i rozumienia pojęcia informacji poufnej w państwach członkowskich UE zob. R. Veil (w:) *European...*, *op. cit.*, s. 144 i n.

<sup>19</sup> T. Sójka: *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 109.

<sup>20</sup> CESR's Advice on Level 2 Implementation Measures for the proposed Market Abuse Directive, nr ref. CESR/02-089d, grudzień 2002, s. 8.

<sup>21</sup> M. Glicz (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 1477; T. Sójka (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 1209–1210 („zdarzenia lub okoliczności intersubiektywnie weryfikowalne”).

<sup>22</sup> M. Glicz: *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, *PPH* 2005, nr 10, s. 53, który wskazuje, że bez znaczenia pozostaje fakt, czy istnieją symptomy wskazujące na konkretny wynik zdarzenia, którego dotyczy informacja poufna. Por. także wyrok WSA w Warszawie z dnia 27 stycznia 2011 r., VI SA/Wa 1816/10, LEX nr 954262, w którym stwierdzono, że wynik kontraktu opcyjnego nie ma znaczenia dla uznania zawarcia takiej umowy za informację poufną.

<sup>23</sup> M. Glicz (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 1477; K. Oplustil, M.P. Wiórek: *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 3–4.

<sup>24</sup> T. Sójka: *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 106; *idem* (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 1209–1210.

<sup>25</sup> Por. art. 1 ust. 2 lit. c MAD oraz art. 39 ust. 2 pkt 4 u.o.i.f.

Informacja ma charakter cenotwórczy, jeżeli 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, co zakłada, że racjonalnie działający inwestor mógłby ją wykorzystać przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych (art. 154 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f., art. 1 dyrektywy wykonawczej 2003/124/WE). Model racjonalnego inwestora, wpisujący się w teorię efektywności rynku kapitałowego, jest normatywną figurą, która pełni określoną funkcję prawną, tj. służy „odfiltrowaniu” tych informacji, które mogą być uznane za informacje poufne w prawnym znaczeniu<sup>26</sup>. Modelowy racjonalny inwestor, jako *homo oeconomicus* znający swoje potrzeby i dążący do ich realizacji, jest w stanie czynić właściwy użytek z dostępnych informacji i pomijać bodźce prowadzące do anormalnych zmian kursów (irracjonalne pobudki, jak np. „instynkt stadny”)<sup>27</sup>. Za racjonalnego należy uznać inwestora, który dysponuje przeciętną wiedzą na temat rynku kapitałowego i mechanizmów jego funkcjonowania (a więc nie musi być profesjonalistą działającym na rynku finansowym) i który, poprzez inwestowanie w zdywersyfikowane portfolio, jest zainteresowany wyłącznie uzyskaniem jak najwyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, a nie wywieraniem wpływu na działalność emitenta<sup>28</sup>. Rozsądny inwestor opiera swoje decyzje inwestycyjne, biorąc pod uwagę przewidywany wpływ informacji na kurs instrumentu finansowego w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności, wiarygodność źródła informacji oraz wszelkie inne zmienne rynkowe, które w danych okolicznościach mogą mieć wpływ na określony instrument finansowy lub na powiązany z nim pochodny instrument finansowy<sup>29</sup>. W naszej ocenie za „racjonalnego” nie może uchodzić inwestor spekulacyjny, skłonny do znacznego ryzyka i podejmowania decyzji inwestycyjnych nieopartych na wystarczającej podstawie informacyjnej<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> Tak trafnie H. Krause, M. Brellocks: *Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich*, Die Aktiengesellschaft 2013, nr 9, s. 314. Na temat modelu racjonalnie działającego inwestora i przypisywanej mu funkcji „limitująco-filtrującej” por. też T. Sójka (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 1212–1213.

<sup>27</sup> Por. T. Sójka: *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 111. Jednakże, jak trafnie podkreśla się w najnowszym orzecznictwie niemieckiego Sądu Federalnego (BGH), racjonalnie działający inwestor powinien także brać pod uwagę fakt, że inni uczestnicy rynku mogą zachowywać się nieracjonalnie. Por. wyrok BGH cyt. w: R. Veil (w:) *European...*, *op. cit.*, s. 68. Tam też na temat krytyki modelu racjonalnego inwestora ze strony przedstawicieli tzw. ekonomii behawioralnej.

<sup>28</sup> T. Sójka (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 1213; K. Oplustil, M.P. Wiórek: *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 5.

<sup>29</sup> Tak Rzecznik Generalny Paolo Mengozzi w opinii przedstawionej w dniu 21 marca 2012 r., sprawa C-19/11 (*M. Gelll v. Daimler AG*); dalej: opinia, pkt 107. Opinia jest dostępna na stronie: <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-19/11>.

<sup>30</sup> Podobnie Rzecznik Generalny Paolo Mengozzi w pkt 71 opinii, którego zdaniem racjonalny inwestor to taki, który ocenia informacje dotyczące wystąpienia przyszłych okoliczności lub wydarzeń według obiektywnego kryterium uzasadnionego charakteru, nie dążąc do czysto spekulacyjnych celów.

## 2. WYROK TRYBUNAŁU SPRAWIEDLIWOŚCI W SPRAWIE M. GELTL/DAIMLER

Istotne znaczenie dla problematyki obowiązków informacyjnych emitentów w związku z procesami decyzyjnymi rozciągniętymi w czasie ma wyrok TS z dnia 28 czerwca 2012 r. w sprawie *M. Geltl/Daimler*<sup>31</sup>. Odpowiadając na pytanie prejudycjalne niemieckiego sądu, dotyczące takiego procesu (którym *in casu* nie była transakcja M&A, ale rezygnacja prezesa zarządu Daimler AG<sup>32</sup>), Trybunał stwierdził, że „w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, który ma na celu doprowadzić do zaistnienia określonej okoliczności lub wystąpienia określonego wydarzenia [...] informacje dokładne stanowić mogą nie tylko ta okoliczność lub to wydarzenie, lecz również etapy pośrednie tego procesu, które są związane z urzeczywistnieniem tejże okoliczności lub tegoż wydarzenia”. W uzasadnieniu TS odwołał się do art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/124/WE, określającego jako przypadki informacji, których publikacja może być opóźniona zgodnie z art. 6 ust. 2 MAD, typowe sytuacje etapów pośrednich rozciągniętych w czasie procesów, takich jak toczące się negocjacje czy decyzje podejmowane przez zarząd, które wymagają zgody innego organu emitenta<sup>33</sup>. Skoro zatem poszczególne etapy stanowią informacje, która może podlegać opóźnieniu, oznacza to, że etap taki może sam w sobie stanowić informację poufną. Ponadto Trybunał wskazał, że interpretacja odmienna prowadziłaby do naruszenia celu dyrektywy MAD, jakim jest zapewnienie integralności rynków finansowych

<sup>31</sup> Wyrok TS z dnia 28 czerwca 2012 r., C-19/11 w sprawie *Markus Geltl v. Daimler AG* (Zb. Orz. UE C:2012:153); dalej: wyrok w sprawie *Geltl*. Na temat tego wyroku por. M. Glicz: *Stany..., op. cit.*, s. 46; T. Sójka: *Etap..., op. cit.*, s. 6; A. Hellgardt: *The notion of inside information in the Market Abuse Directive: Geltl*, *Common Law Market Review* 2013, nr 50, s. 861; L. Klöhn: *Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltl-Urteil des EuGH*, ZIP 2012, nr 39, s. 1885.

<sup>32</sup> Prezes J. Schrempf poinformował o zamiarze rezygnacji najpierw (17 maja 2005 r.) przewodniczącego rady nadzorczej, następnie (począwszy od 1 czerwca) także pozostałych członków rady i zarządu spółki. W dniu 18 lipca 2005 r. prezes uzgodnił z przewodniczącym rady, że w dniu 28 lipca 2005 r. nastąpi ustąpienie prezesa zarządu i powołanie jego następcy. Dopiero po formalnym dokonaniu tej zmiany została ona podana do publicznej wiadomości, co spowodowało znaczny wzrost kursu akcji spółki. Wielu inwestorów, w tym M. Geltl będący powodem w sprawie, którzy sprzedali swoje akcje przed publikacją tej informacji, zażądali od spółki odszkodowania, podnosząc, że podanie jej do wiadomości publicznej było spóźnione. Na marginesie należy zaznaczyć, że zgodnie z wyrokiem niemieckiego Trybunału Federalnego (Bundesgerichtshof — BGH), wydanym w następstwie wyroku TS w sprawie *Geltl*, za informację poufną należało uznać dopiero decyzję rady nadzorczej dotyczącą odwołania prezesa zarządu. Zdaniem BGH rozstrzygające znaczenie miała chwila faktycznego podjęcia decyzji, a nie moment formalnego podjęcia uchwały. BGH, przekazując sprawę sądowi niższej instancji do dalszego postępowania i uzupełnienia postępowania dowodowego, nakazał zbadać, na podstawie dotychczasowej praktyki spółki, czy nieformalna decyzja członków rady nadzorczej o przedstawieniu w dniu następnym pod głosowanie projektu uchwały w sprawie zmian w składzie zarządu oznaczała *de facto* podjęcie decyzji w tej kwestii. Innymi słowy BGH stwierdził, że o ile w dotychczasowej historii spółki podjęcie przez radę nadzorczą decyzji o poddaniu pod głosowanie pewnego projektu uchwały wiązało się zawsze z podjęciem takiej uchwały i nie występowały przypadki jej odrzucenia, to należałoby stanąć na stanowisku, że decyzja w sprawie zmian w zarządzie została podjęta dzień przed formalnym głosowaniem nad uchwałą, co wiązało się z aktualizacją obowiązku przekazania tej informacji do publicznej wiadomości; por. wyrok BGH z dnia 23 kwietnia 2013 r., II ZB 7/09; wyrok dostępny na stronie: <http://lexetius.com/2013,1653>.

<sup>33</sup> Por. pkt 32 uzasadnienia wyroku w sprawie *Geltl*; por. także pkt 43 i 44 opinii.

i zwiększanie zaufania inwestorów do tych rynków<sup>34</sup>. Tym samym potwierdzona została wiodąca rola zasady równości szans na rynku kapitałowym w prawie europejskim<sup>35</sup>. W konsekwencji, informacja dotycząca etapu pośredniego, wpisująca się w ramy procesu rozciągniętego w czasie, może stanowić informację dokładną (precyzyjną). Jak zaznaczył Trybunał, wykładnia ta obowiązuje nie tylko w przypadku etapów, które już istnieją lub miały miejsce, lecz zgodnie z art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 odnosi się ona także do etapów, co do których **można w sposób uzasadniony przewidywać**, że zaistnieją lub będą miały miejsce<sup>36</sup>. Rozstrzygnięcie TS w tym zakresie było zgodne z opinią Rzecznika Generalnego P. Mengozziego oraz zaleceniami CESR z 2007 r.<sup>37</sup> Przesądziło ono również dla praktyki, że o ile każdy z pośrednich etapów jest precyzyjny w rozumieniu definicji informacji poufnej oraz spełnia pozostałe jej przesłanki, powinien być on traktowany jako taka informacja, co tym samym powoduje powstanie obowiązku publikacyjnego.

Drugie pytanie sądu niemieckiego dotyczyło kwestii, czy możliwość cenotwórczego wpływu upublicznienia informacji wymaga oceny prawdopodobieństwa na poziomie przeważającym albo wysokim albo czy okoliczności, których zaistnienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenia, których wystąpienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, należy rozumieć w ten sposób, że poziom ich prawdopodobieństwa zależy od **intensywności** wpływu na emitenta, a w przypadku dużej zdolności wpływania na wysokość kursu akcji wystarczy, jeśli zaistnienie przyszłej okoliczności lub wystąpienie przyszłego wydarzenia jest nieznane (niepewne), ale nie nieprawdopodobne<sup>38</sup>. Pytanie to zmierzało w istocie do uzyskania rozstrzygnięcia TS, czy na gruncie prawa europejskiego dopuszczalne jest stosowanie tzw. testu prawdopodobieństwa/intensywności (ang. *probability/magnitude balancing test*)<sup>39</sup>, przyjętego w orzecznictwie sądów amerykańskich w celu dokonania oceny istotności (*materiality*) naruszenia obowiązków informacyjnych<sup>40</sup>. Test ten opiera się na założeniu, że inwestor przy podejmowaniu decyzji bierze pod uwagę zarówno prawdopodobieństwo ziszczenia się danego wydarzenia, jak i potencjalny zysk, który mógłby osiągnąć. Im większe są ewentu-

<sup>34</sup> Por. pkt 33–34 uzasadnienia wyroku w sprawie *Geltl*; por. także pkt 46–48 opinii.

<sup>35</sup> L. Klöhn: *Das deutsche...*, *op. cit.*, s. 1890.

<sup>36</sup> Por. pkt 38 uzasadnienia wyroku w sprawie *Geltl*.

<sup>37</sup> CESR, *Level 3 — second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, nr. ref: CESR/06–562b, lipiec 2007, s. 5.

<sup>38</sup> W doktrynie przyjmuje się, że uzasadnione przewidywanie rozpoczyna się od 50%, tzn. że zaistnienie określonego zdarzenia lub okoliczności jest bardziej prawdopodobne niż nieprawdopodobne; por. L. Klöhn: *Das deutsche...*, *op. cit.*, s. 1889–1891; T. Sójka: *Etap...*, *op. cit.*, s. 9; *idem* (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 1217.

<sup>39</sup> Ch.H. Seibt: *Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad hoc-Publizität*, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 2013, nr 177, s. 401; A. Hellgardt: *The notion...*, *op. cit.*, s. 874.

<sup>40</sup> Por. wyrok Sądu Najwyższego USA z dnia 7 marca 1988 r. w sprawie *US Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231–232 (1988): „Materiality will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity”. W doktrynie zob. np. S. Bainbridge: *Corporate Law*, 2nd ed., New York 2009, s. 284 i n.; T. Sójka: *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 113.



alne (potencjalne) korzyści, tym większa skłonność do podejmowania decyzji w oparciu o informacje, co do których nie ma pewności, że się sprawdzą<sup>41</sup>. W praktyce test ten sprowadza się do następującej formuły: prawdopodobieństwo wystąpienia w przyszłości zdarzenia, którego dotyczyć ma informacja (np. realizacji planowanej transakcji M&A), mnożymy przez oczekiwany wpływ, jaki wywrze ono na kurs instrumentu finansowego, a otrzymany wynik dyskontujemy na dzień dokonywania oceny. W pewnych przypadkach może to uzasadniać przyjęcie, iż z punktu widzenia racjonalnego inwestora niewielkie prawdopodobieństwo wystąpienia danego zdarzenia może być kompensowane przez jego znaczący cenotwórczy wpływ na cenę instrumentu finansowego, co prowadzić będzie do przyjęcia obowiązku informacyjnego emitenta o takim zdarzeniu<sup>42</sup>.

W wyroku w sprawie *Geltl* TS nie poparł stanowiska Rzecznika Generalnego, zmierzającego do recepcji testu *probability/magnitude* na grunt europejski. Jak podnosił Rzecznik: „W przypadku gdy wpływ informacji na notowania papierów wartościowych może być wysoki, wystarczy, że wystąpienie przyszłej okoliczności lub przyszłego wydarzenia będzie niepewne, ale nie niemożliwe lub nieprawdopodobne”<sup>43</sup>. Trybunał stwierdził, że wykładni art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124, w którym posłużono się sformułowaniem „można w sposób uzasadniony przewidywać”, nie należy dokonywać w ten sposób, że wymaga on wykazania wysokiego prawdopodobieństwa wystąpienia danych okoliczności lub wydarzeń<sup>44</sup>. Jednocześnie jednak Trybunał zaznaczył, że w celu zapewnienia wspomnianej w motywie 3 dyrektywy 2003/124 pewności prawa uczestników rynku, wśród których znajdują się emitenci, za informacje dokładne nie mogą być uważane informacje dotyczące okoliczności i wydarzeń, których wystąpienie nie jest prawdopodobne. W przeciwnym wypadku emitenci mogliby uważać, że są zobowiązani podać do wiadomości publicznej informacje pozbawione konkretnego charakteru lub niemogące wywierać wpływu na cenę ich instrumentów finansowych. Sformułowanie „można w uzasadniony sposób przewidywać” odnosi się więc do przyszłych okoliczności i wydarzeń, co do których na podstawie całościowej oceny dostępnych już elementów można przyjąć, że występuje **rzeczywista perspektywa** (ang. *a realistic prospect*), iż zaistnieją one lub będą miały miejsce<sup>45</sup>. Wbrew cytowanemu pogładowi Rzecznika Generalnego, Trybunał udzielił odpowiedzi przeczącej na pytanie, czy wymagane prawdopodobieństwo wystąpienia zestawu okoliczności lub wydarzenia może różnić się w zależności od intensywności (stopnia) ich wpływu na cenę danych instrumentów finansowych. W ocenie TS taka wykładnia po pierwsze nie wynika z żadnej z wersji

<sup>41</sup> Por. M. Górecki: *Informacje...*, *op. cit.*, s. 75 oraz R. Veil, P. Koch: *Towards a Uniform European Capital Markets Law: Proposals of the Commission to Reform Market Abuse*, Bucerius Law School Working Paper 2012, nr 1, s. 10; tekst dostępny na stronie: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1998376](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998376).

<sup>42</sup> Por. też T. Sójka: *Etap...*, *op. cit.*, s. 9.

<sup>43</sup> Por. pkt 109 opinii.

<sup>44</sup> Pkt 46 uzasadnienia wyroku w sprawie *Geltl*.

<sup>45</sup> Pkt 49 uzasadnienia wyroku w sprawie *Geltl*.

językowych art. 1 ust. 1 dyrektywy wykonawczej 2003/124, a po drugie jej przyjęcie oznaczałoby, że oba elementy składające się na informację wewnętrzną (poufną), tj. dokładny (precyzyjny) charakter i cenotwórczość, są współzależne. Trybunał odrzucił taki wniosek, wskazując, że kryteria sprecyzowane w obydwu ustępach art. 1 tej dyrektywy stanowią wymogi minimalne, z których każdy musi zostać osiągnięty, aby informację można było zakwalifikować jako „wewnętrzną” w rozumieniu art. 1 pkt 1 MAD. Zarazem jednak TS, powołując się na motyw 1 dyrektywy wykonawczej 2003/124, przyjął, że rozsądni inwestorzy, którzy rzeczywiście opierają swoje decyzje inwestycyjne na wszystkich informacjach dostępnych im *ex ante*, muszą brać pod uwagę nie tylko „przewidywany wpływ” wydarzenia na emitenta, lecz także stopień prawdopodobieństwa, iż wydarzenie to będzie mieć miejsce, bowiem „rozważania racjonalnego inwestora zmierzają do określenia, czy informacja może mieć istotny wpływ na cenę instrumentów finansowych emitenta”<sup>46</sup>. Zdaniem niektórych komentatorów, z powołanych końcowych fragmentów uzasadnienia wyroku wynika, że Trybunał nie odrzucił całkowicie testu *probability/magnitude*, lecz w pewnym zakresie dopuścił go niejako tylnymi drzwiami, nakazując uwzględnienie stopnia prawdopodobieństwa przyszłego zdarzenia przy badaniu stopnia jego cenotwórczości<sup>47</sup>. Akceptacja tego stanowiska, którego zgodność z definicją informacji poufnej zawartej zarówno w MAD, jak i w MAR wywołuje wątpliwości, oznaczałaby, że wydarzenie stanowiące etap pośredni rozciągniętego w czasie procesu można by uznać za informację cenotwórczą również w przypadku, w którym efekt tego procesu nie jest wprawdzie „w przeważającym stopniu” (tj. 50% plus) prawdopodobny (choć, zgodnie z twierdzeniem TS, możliwy „w realistycznej perspektywie”), jednakże w razie jego wystąpienia wywarłby on doniosły wpływ na emitenta i tym samym — na kurs wyemitowanych przez niego instrumentów finansowych<sup>48</sup>.

### 3. ZNACZENIE WYROKU W SPRAWIE *GELTL/DAIMLER* DLA TRANSAKCJI M&A Z UDZIAŁEM EMITENTÓW INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

Zreferowany wyrok TS spotkał się z żywym odzewem doktryny, w której obecnie toczy się dyskusja, czy przyjęte w nim rozumienie przesłanki precyzyjności nie prowadzi do zbyt wczesnej publikacji informacji dotyczących zdarzeń, co do

---

<sup>46</sup> Por. pkt 55 uzasadnienia wyroku w sprawie *Geltl*.

<sup>47</sup> Tak L. Klöhn: *Das deutsche...*, *op. cit.*, s. 1891. Do stanowiska tego przychyliła się R. Veil: *Europäisches Insiderrecht 2.0 — Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD*, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* (dalej: ZBB) 2014, nr 2, s. 90–91.

<sup>48</sup> R. Veil: *Europäisches...*, *op. cit.*, s. 91. Por. jednak T. Sójka: *Etap...*, *op. cit.*, s. 10, którego zdaniem konstatacja ta ma ograniczone znaczenie praktyczne, gdyż najczęściej nie istnieje możliwość ścisłej, matematycznej oceny doniosłości każdego z tych czynników.

których nie ma wystarczającej pewności, że w rzeczywistości wystąpią<sup>49</sup>. Odnosząc stwierdzenia TS do problematyki transakcji M&A, wypada stwierdzić, że potencjalnie każdy jej etap może stanowić przedmiot informacji poufnej. Należy zaznaczyć, że dana okoliczność, stanowiąca etap pośredni, (a) może być cenotwórcza sama w sobie, tj. niezależnie od prawdopodobieństwa osiągnięcia ostatecznego celu, jakim jest realizacja transakcji M&A; oraz (b) może wywodzić cenotwórczy charakter z cenotwórczości i znacznego prawdopodobieństwa realizacji celu ostatecznego, tj. transakcji M&A<sup>50</sup>. Emitenci (a raczej zatrudnione w nich osoby odpowiedzialne za wykonanie obowiązków informacyjnych) powinni więc dokonać oceny, po pierwsze, czy dane zdarzenie (okoliczność) stanowi przedmiot precyzyjnej informacji, a po drugie, czy informacja ta ma cenotwórczy charakter, tj. czy racjonalny inwestor uznałby ją za istotną przesłankę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. W naszej ocenie można przyjąć generalną, kierunkową dyrektywę wykładni, że im bardziej zaawansowany jest proces transakcyjny, a więc — im bardziej prawdopodobne jest osiągnięcie jego ostatecznego celu, tym łatwiejsze będzie przypisanie precyzyjnego i cenotwórczego charakteru okolicznościom i zdarzeniom przybliżającym ten cel, a więc — uznanie je za informacje poufne. Ze zreferowanego wyroku wynika jednak również, że informacja poufna może dotyczyć pośrednich etapów nie tylko już „zamkniętych” (np. zakończonych negocjacji, zakończonego *due diligence*), ale także przyszłych, jeżeli są one cenotwórcze (np. sporządzenia planu połączenia, ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji), a ich wystąpienie jest prawdopodobne. Trybunał w uzasadnieniu posługuje się dość enigmatycznym wyrażeniem „rzeczywista perspektywa, iż dane zdarzenie zaistnieje w przyszłości”. Zgodzić się wypada z poglądem dominującym między innymi w doktrynie niemieckiej i holenderskiej, że o „rzeczywistej perspektywie” wystąpienia określonego zdarzenia (tj. kolejnego etapu pośredniego lub realizacji całej transakcji) można mówić co do zasady w przypadku, gdy prawdopodobieństwo jego ziszczenia wynosi więcej niż 50%, a więc, innymi słowy, jest „bardziej prawdopodobne niż nieprawdopodobne” (ang. *is more likely than not*)<sup>51</sup>. Wyjątek od tej zasady należy przyjąć w sytuacji, gdy w świetle całokształtu okoliczności możliwe jest uznanie, że dany etap pośredni ma samoistny (*per se*) cenotwórczy charakter, tzn. niezależny od wystąpienia ostatecznego rezultatu rozciągniętego w czasie procesu. Wniosek

<sup>49</sup> Na ten temat por. C. di Noia, M. Gargantini: *Issuers...*, *op. cit.*, s. 484; J.L. Hansen: *The Hammer and the Saw — A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation*, *Nordic and European Company Law* 2012, nr 10–35, s. 6; tekst dostępny na stronie: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2193871](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2193871); C. di Noia: *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, *Rivista della Società* 2009, nr 4, s. 19–21; tekst dostępny na stronie: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1417477](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1417477); C. di Noia, M. Milic, P. Spatola: *Issuers obligations under the new Market Abuse Regulation and the proposed ESMA guideline regime: a brief overview*, *ZBB* 2014, nr 2, s. 98–100. W doktrynie polskiej por. T. Sójka: *Etap...*, *op. cit.*, s. 6 i n.

<sup>50</sup> Por. T. Sójka, *Etap...*, *op. cit.*, s. 8.

<sup>51</sup> Podobnie H. Krause, M. Brellochs: *Insiderrecht...*, *op. cit.*, s. 313 i 324; T. Sójka (w): *Prawo...*, *op. cit.*, s. 1216.

taki będzie uzasadniony przykładowo w sytuacji, w której dany początkowy etap określonej transakcji M&A (np. podpisanie listu intencyjnego) oznacza zasadniczą zmianę dotychczas realizowanej strategii inwestycyjnej i rozwoju emitenta<sup>52</sup>.

W naszej ocenie, za najwcześniejszą informację poufną w czasowo rozciągniętej transakcji M&A można uznać podjęcie przez zarząd spółki publicznej decyzji dotyczącej skonkretyzowanego zamiaru (planu) dokonania tej transakcji z określonym podmiotem. Podjęcie decyzji o zamiarze połączenia emitenta z innym podmiotem lub zamiarze podziału emitenta stanowi informację bieżącą, która musi być przekazana przez emitenta w raporcie bieżącym o treści określonej przez prawo (§ 5 ust. 1 pkt 13 i 15 oraz § 19 ust. 1 i § 21 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim<sup>53</sup>). Nie wyklucza to przyjęcia, że w przypadku innych transakcji M&A podjęcie takiej decyzji przez zarząd emitenta (w formie uchwały) może stanowić przedmiot informacji poufnej (np. „kierunkowa” decyzja zarządu o przygotowaniu wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji innej spółki publicznej w celu przekroczenia jednego z ustawowych progów w ogólnej liczbie głosów tej spółce; decyzja zarządu o podjęciu działań w celu „przyjaznej” konsolidacji z innym podmiotem i zawarcia z nim tzw. *business combination agreement*). Natomiast wcześniejsze działania emitenta, których nie można określić mianem skonkretyzowanych planów (np. toczące się w gronie członków zarządu dyskusje na temat konsolidacji kapitałowej lub majątkowej z innym podmiotem), nie będą, co do zasady, stanowić przedmiotu informacji poufnej w rozumieniu art. 154 u.o.i.f., gdyż nie wykazują one przymiotu precyzyjności, z uwagi na brak rzeczywistej perspektywy wystąpienia danego zdarzenia. Uznać bowiem trzeba, że dopiero działanie organu emitenta „pozostawiające po sobie ślad”, jak na przykład uchwała zarządu, pozwala uczestnikom rynku dać wystarczające wyobrażenie o przyszłym wydarzeniu, które będzie na tyle prawdopodobne, że ocenimy je jako precyzyjne.

Stosując się do rozstrzygnięcia TS w sprawie *Geltl*, precyzyjność można również przypisać kolejnym etapom w transakcyjnym procesie M&A, takim jak: wymiana listów intencyjnych, rozpoczęcie i zakończenie negocjacji między stronami przyszłej umowy, zakończenie analizy *due diligence*, zakończenie wyceny przedmiotu planowanej transakcji. W przypadku łączeń i podziałów, dokumenty, których sporządzenie jest wymagane przez kodeks spółek handlowych, muszą być podane do publicznej wiadomości w formie raportu bieżącego (m.in. plan połączenia lub podziału wraz z załącznikami, pisemne sprawozdanie zarządu, pisemna opinia biegłego; por. § 19 ust. 2 i § 21 ust. 2 r.i.b.o.). Zakres pojęcia informacji poufnej jest

---

<sup>52</sup> Por. przykład podany przez T. Sójkę: *Etap...*, *op. cit.*, s. 11.

<sup>53</sup> Dz. U. Nr 33, poz. 259; dalej: r.i.b.o.

jednak zdecydowanie szerszy niż informacji bieżącej, dlatego przedmiotem informacji poufnej mogą być również inne zdarzenia, czynności i dokumenty generowane w trakcie procesu transakcji M&A niż te, o których mowa w rozporządzeniu w sprawie informacji bieżących i okresowych...<sup>54</sup>

#### 4. DOPUSZCZALNOŚĆ I PRZESŁANKI OPÓŹNIENIA UPUBLICZNIENIA INFORMACJI POUFNYCH W PROCESIE TRANSAKCYJNYM M&A

Stwierdzenie, że dana czynność lub zdarzenie stanowi przedmiot informacji poufnej, oznacza, po pierwsze, że jest ona objęta zakazem jej ujawniania i wykorzystywania przez osoby będące insiderami (art. 156 u.o.i.f.), a po drugie — że aktualizują się obowiązki informacyjne emitenta, przewidziane w art. 56 i n. u.o.p. Upublicznienie informacji o wczesnych etapach planowanej transakcji mogłoby jednak w praktyce utrudnić, a nawet udaremnić ich przeprowadzenie. Przykładowo, ujawnienie informacji o planowanym ogłoszeniu wezwania na sprzedaż lub zamiar akcji skutkować będzie w praktyce wzrostem ich kursu, co podniesie koszty całej operacji i może uczynić ją nieopłacalną dla planującego ją podmiotu. Toteż w interesie emitentów podejmujących działania w celu realizacji określonej transakcji M&A będzie z reguły leżeć opóźnienie upublicznienia informacji dotyczących etapów pośrednich procesu transakcyjnego. Możliwość taką dopuszcza prawo europejskie (art. 6 ust. 2 MAD), a w ślad za nim — polskie.

<sup>54</sup> Na marginesie warto zauważyć, że obowiązki emitentów związane z informacjami bieżącymi i okresowymi mają inną funkcję i podstawę prawną niż informacje poufne. Sprawozdawczość bieżąca i okresowa jest uregulowana w dyrektywie 2004/109/WE z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniającą dyrektywę 2001/24/WE (Dz. U. UE L 390 z dnia 31 grudnia 2004 r., s. 38), zmienioną następnie dyrektywą 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. (Dz. U. UE L 294 z dnia 6 listopada 2013 r., s. 13). Dyrektywa ta jest rozwiązaniem całkowicie niezależnym od obowiązków wynikających z MAD. Obowiązek przekazywania do publicznej wiadomości informacji poufnych ma na celu zapewnienie inwestorom dostępu do wszelkich informacji o cenotwórczym charakterze. W przypadku informacji poufnych nie jest możliwe (z uwagi na złożoność praktyki gospodarczej) określenie ich ustawowego katalogu. Natomiast wprowadzenie obowiązku raportowania informacji bieżących i okresowych wiąże się z nałożeniem na emitentów ciężaru przekazywania w zestandaryzowanej postaci tych informacji, które niejako *a priori* są przez prawodawcę uważane za relewantne dla uczestników rynku, a jednocześnie z uwagi na powtarzalność możliwe jest ich skonkretyzowanie w akcie prawnym. Prawne określenie katalogu informacji bieżących jest również korzystne dla emitentów, gdyż zwalnia ich z badania *ad casu* relewantności tych informacji. Por. też M. Rypina (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Warszawa 2014, s. 242, który trafnie stwierdza, że informacje bieżące są odrębną od informacji poufnych kategorią informacji. W związku z powyższym, można, w naszej ocenie, bronić poglądu, że MAR nie stoi na przeszkodzie wprowadzeniu przez prawodawców krajowych katalogu zestandaryzowanych informacji bieżących, mimo że mogą być one jednocześnie uznane za informacje poufne. Wejście w życie MAR nie musi więc prowadzić do uchylenia rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych... Zob. w tej kwestii szczegółowo: T. Regucki: *W poszukiwaniu nowego modelu regulacji stałych obowiązków informacyjnych spółek giełdowych w perspektywie zmian regulacji Unii Europejskiej*, Interntowy Przegląd Prawniczy TBSP UJ 2014, nr 4(17), s. 65 i n.

Zgodnie z art. 57 u.o.p. emitent może, na własną odpowiedzialność oraz w sposób zgodny z przepisami prawa, opóźnić na czas określony wykonanie obowiązku informacyjnego w zakresie odnoszącym się do informacji poufnych, jeżeli wykonanie tego obowiązku mogłoby naruszyć jego słuszny interes<sup>55</sup>. Opóźnienie może nastąpić wyłącznie pod warunkiem, że emitent zapewni zachowanie poufności tych informacji do chwili wykonania obowiązku oraz nie spowoduje to wprowadzenia w błąd opinii publicznej. Emitent musi też przekazać KNF informację o opóźnieniu wraz z podaniem przyczyn uzasadniających opóźnienie i wskazaniem terminu, w którym informacja zostanie upubliczniona. Konkretyzacji ustawowej regulacji służy rozporządzenie 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 opóźnieniem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych<sup>56</sup>. Rozporządzenie to, stanowiące implementację art. 3 dyrektywy wykonawczej 2003/124/WE, określa pięć kategorii informacji, których przekazanie do publicznej wiadomości może naruszyć słuszny interes emitenta<sup>57</sup>. Z punktu widzenia analizowanej tu problematyki istotne znaczenie ma możliwość opóźnienia przekazania informacji o prowadzonych przez emitenta negocjacjach lub związanych z nimi okolicznościach, jeżeli ich przekazanie do publicznej wiadomości mogłoby negatywnie wpłynąć na przebieg lub wynik tych negocjacji oraz informacji o czynnościach lub decyzji, które dla swej ważności wymagają zgody innego niż zarząd organu emitenta (por. § 2 ust. 1 pkt 1 i 2 rozporządzenia MF). Emitent będzie więc uprawniony opóźnić upublicznienie informacji o negocjacjach dotyczących planowanej transakcji M&A, jeżeli spełnione zostaną wskazane przesłanki opóźnienia.

W doktrynie kontrowersje wywołuje kwestia, czy katalog informacji określony w § 2 ust. 1 rozporządzenia MF ma charakter wyczerpujący, czy otwarty. Część doktryny<sup>58</sup> oraz (co istotniejsze z punktu widzenia praktyki) Komisja Nadzoru Finansowego<sup>59</sup> uważa, że przepis ten zawiera enumeratywne, wyczerpujące wyliczenie przypadków, w których dopuszczalne jest opóźnienie upublicznienia informacji. Za odmiennym stanowiskiem, tj. za uznaniem otwartego charakteru tego katalogu, przemawia, oprócz względów celowościowych, przede wszystkim wymóg prounij-

---

<sup>55</sup> Zob. szerzej w tej kwestii M. Hotel: *Dopuszczalność opóźnienia publikacji informacji poufnych*, Internetowy Przegląd Prawniczy TBSP UJ 2014, nr 2(15), s. 27 i n.

<sup>56</sup> Dz. U. Nr 67, poz. 476; dalej: rozporządzenie MF.

<sup>57</sup> W MAR odpowiednią regulację zawiera pkt 49 preambuły rozporządzenia. Zob. niżej pkt IV.

<sup>58</sup> M. Romanowska: *Insider trading...*, *op. cit.*, s. 12; M. Glicz: *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 56. Por. też A. Gontarek (w): *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, pod red. M. Michalskiego, Warszawa 2014, s. 354.

<sup>59</sup> Por. decyzję KNF z dnia 8 marca 2011 r. o nałożeniu kary pieniężnej na spółkę Eurocash S.A. za nieprzekazanie do publicznej wiadomości, opóźnionej w trybie art. 57 u.o.p., informacji poufnej o uchwale zarządu w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego oraz o zmianie statutu, za: A. Gontarek (w): *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 352–353.

nej wykładni polskiego prawa<sup>60</sup>. Artykuł 3 ust. 1 dyrektywy wykonawczej 2003/124/WE, określając sytuacje, w których może nastąpić opóźnienie upublicznienia informacji poufnych, posługuje się wyrażeniem „w szczególności”, co wyraźnie przesądza otwarty charakter zawartego w nim wyliczenia<sup>61</sup>. Odmienna interpretacja prowadziłaby do sytuacji, w której emitent zobowiązany byłby do publikacji informacji nawet wtedy, gdyby naruszały to jego słuszne interesy, co byłoby sprzeczne z celem zarówno dyrektyw europejskich, jak i art. 57 u.o.p. W rezultacie należy przyjąć, że emitent może opóźnić przekazanie również innych informacji poufnych niż te, które określone są w § 2 ust. 2 rozporządzenia MF, jeżeli spełnione zostaną ogólne przesłanki opóźnienia<sup>62</sup>. W przypadku transakcji M&A emitent będzie więc mógł przykładowo opóźnić przekazanie informacji o podjęciu przez zarząd emitenta decyzji o przejęciu kontroli nad inną spółką publiczną w drodze wezwania lub o sprzedaży znacznego pakietu akcji w innej spółce publicznej<sup>63</sup>, a także informacji o zakończonym badaniu *due diligence* innego podmiotu (choć akurat to ostatnie zdarzenie można uznać za okoliczność związaną z prowadzonymi przez emitenta negocjacjami<sup>64</sup>). Już w tym miejscu należy zaznaczyć, że po wejściu w życie MAR, powołane rozporządzenie MF straci moc obowiązującą, a niewyczerpujący katalog przypadków, w których możliwe jest opóźnienie upublicznienia informacji poufnych, określać będzie pkt 50 preambuły MAR (zob. też niżej, pkt IV).

Trzeba jednak zdecydowanie przestrzec przed automatyzmem w opóźnianiu publikacji informacji poufnych, niezależnie od tego, czy są one przewidziane w § 2 rozporządzenia MF. Możliwość opóźnienia należy traktować jako wyjątek od reguły, a nie generalne zezwolenie prawodawcy na utrzymanie pewnych informacji w tajemnicy<sup>65</sup>. Skorzystanie z tej możliwości, w szczególności w odniesieniu do informacji poufnych dotyczących planowanych transakcji M&A o istotnym znaczeniu cenotwórczym, wymaga zasadniczo (jako przejaw prowadzenia spraw spółki) wyraźnej decyzji organu zarządzającego emitenta, a więc uchwały zarządu podjętej zgodnie z art. 371 § 2 k.s.h., o której następnie, w myśl art. 57 ust. 1 u.o.p. *in fine*, powinna zostać poinformowana Komisja<sup>66</sup>. Członkowie zarządu emitenta powinni

<sup>60</sup> Odnośnie do rozbudowanej argumentacji na poparcie tego poglądu zob. M. Hotel: *Dopuszczalność...*, *op. cit.*, s. 34 i n.; J. Jastrzębski: *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego — zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji*, PPH 2013, nr 1, s. 12; T. Sójka: *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 124. Por. też M. Glicz: *Stany...*, *op. cit.*, s. 51.

<sup>61</sup> Zob. CESR, *Level 3...*, s. 9, pkt 2.4: „The article makes clear that the examples it sets out of circumstances where there are legitimate interests for delaying public disclosure constitutes a **non-exhaustive list**. So it is open to issuers to delay the disclosure of information in other situations, provided the conditions in Article 6 (2) of the MAD apply”.

<sup>62</sup> Tak też T. Sójka (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 295; J. Jastrzębski: *O unijnym...*, *op. cit.*, s. 12 i n. Mniej zdecydowanie S. Jakszuk, M. Rypina (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 229; A. Gontarek (w:) *Ustawa...*, s. 354.

<sup>63</sup> Przykład ten jest podany w wytycznych CESR; por. CESR, *Level 3...*, s. 10, pkt. 2.8.

<sup>64</sup> Por. § 2 ust. 1 pkt 1 rozporządzenia MF.

<sup>65</sup> M. Hotel: *Dopuszczalność...*, *op. cit.*, s. 36.

<sup>66</sup> Kwestia, czy opóźnienie przekazania informacji wymaga wyraźnej (świadomej) decyzji emitenta (np. w postaci uchwały jego organu zarządzającego), jest różnie rozstrzygana w państwach członkowskich UE; zob.

w każdym przypadku dokonać starannej oceny, po pierwsze, czy za opóźnieniem upublicznienia przemawia wzgląd na ochronę jego słusznego interesu, a po drugie — czy opóźnienie takie nie wprowadzi w błąd opinii publicznej. Pierwszą z wymienionych przesłanek można uznać za spełnioną w przypadku, gdy uzasadniony (słuszny) interes emitenta w (czasowym) zatajeniu informacji przeważa nad interesem pozostałych uczestników rynku kapitałowego w uzyskaniu szybkiej i kompletnej informacji dotyczącej emitenta<sup>67</sup>. Interes emitenta w zatajeniu informacji można traktować jako „słuszny” w przypadku, gdy ujawnienie tej informacji mogłoby uniemożliwić lub znacząco utrudnić realizację jego planów biznesowych, takich jak przeprowadzenie określonej transakcji M&A. W pewnych przypadkach słuszny interes emitenta może się ograniczać jedynie do zatajenia **treści** określonego porozumienia, natomiast nie będzie przeważać nad interesem innych uczestników rynku w uzyskaniu informacji o samych **fakcie i przyczynach** jego zawarcia, w szczególności wówczas, gdy wynika ono ze złej sytuacji finansowej emitenta<sup>68</sup>.

Wątpliwości interpretacyjne wywołuje też druga z wymienionych przesłanek, tj. zakaz wprowadzania w błąd opinii publicznej. W doktrynie zagranicznej i krajowej trafnie przyjmuje się, że nie chodzi tu o każdy przypadek nieuwzględnienia przez rynek informacji, której dotyczy opóźnienie w cenie instrumentu finansowego, ale o tzw. kwalifikowane wprowadzenie w błąd<sup>69</sup>. Ma ono miejsce w przypadku, gdy na podstawie uprzednich działań emitenta (w szczególności upublicznianych przez niego informacji) lub nawet okoliczności od niego niezależnych (np. informacji ogłaszanych przez potencjalnego kontrahenta transakcji) pozostali uczestnicy rynku nabrali przekonania co do pewnego stanu rzeczy lub planów emitenta (np. że nie zamierza on zrealizować określonej transakcji M&A), które to przekonanie jest sprzeczne z treścią zatajonej informacji poufnej (np. decyzją zarządu emitenta o dokonaniu tej transakcji). Oceny, czy nieupublicznienie pewnej informacji poufnej może wpłynąć na decyzje inwestycyjne pozostałych uczestników rynku (wprowadzając ich w błąd), należy dokonywać przy uwzględnieniu modelu racjonalnego inwestora, o którym była mowa powyżej.

---

w tej kwestii H. Krause, M. Brellachs: *Insiderrecht...*, *op. cit.*, s. 309 i n. oraz s. 336 i n.; P. Koch (w:) *European...*, *op. cit.*, s. 297 i n.

<sup>67</sup> Por. A. Chłopecki: *Informacja poufna w prawie papierów wartościowych* (w:) *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Stanisławowi Sołtysińskiemu*, pod red. M. Kępińskiego i A. Nowickiej, Poznań 2005, s. 394.

<sup>68</sup> Por. sprawę francuskiej spółki Metaleurop SA z 2005 r., która zawarła porozumienie restrukturyzacyjne ze swoim największym akcjonariuszem i bankami. Francuski organ nadzoru (AMF) i Sąd Apelacyjny w Paryżu uznały za dopuszczalne opóźnienie ujawnienia szczegółów zawartego porozumienia, wymagając jednak natychmiastowego ujawnienia faktu, że spółka znajdowała się w złej sytuacji finansowej, ponieważ nie istniał uzasadniony interes emitenta w zatajeniu tej informacji. Zob. P. Koch (w:) *European...*, *op. cit.*, s. 293.

<sup>69</sup> C. di Noia, M. Gargantini: *Issuers...*, *op. cit.*, s. 504 i n.; P. Koch (w:) *European...*, *op. cit.*, s. 295 i n.; M. Rypina, S. Jakszuk (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 271–272; T. Sójka (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 297; M. Hotel: *Dopuszczalność...*, *op. cit.*, s. 36 i n.



Istotne wątpliwości w doktrynie i praktyce różnych państw członkowskich UE wywołuje kwestia, w jaki sposób emitent traktować ma pogłoski i plotki (ang. *rumours*). Zgodnie z wytycznymi CESR emitent może stosować, w odniesieniu do dotyczących go **falszywych** plotek, strategię „bez komentarza”<sup>70</sup>. To samo tyczy się publikacji i analiz zawartych w prasie lub w internecie. Emitent nie ma bowiem obowiązku komentowania (dementowania lub potwierdzania) tego rodzaju spekulatywnych informacji, które nie spełniają przesłanek informacji poufnej (w szczególności przesłanki precyzyjności). W wytycznych CESR, a także w doktrynie<sup>71</sup> reprezentowane jest natomiast zróżnicowane podejście w odniesieniu do plotek **prawdziwych**. W przypadku gdy źródłem tych plotek jest sam emitent, a więc gdy miał miejsce przeciek (ang. *leakage*) informacji poufnej, oznacza to, że nie jest już więcej spełniona ustawowa przesłanka opóźnienia upubliczniania informacji poufnej, jaką jest zapewnienie przez emitenta poufności tej informacji (art. 57 ust. 2 u.o.p.). O przecieku może świadczyć dostatecznie precyzyjny charakter plotki. Emitent jest w takim przypadku obowiązany do niezwłocznego poinformowania rynku o trwającym procesie zmierzającym do zawarcia transakcji M&A<sup>72</sup>. Najwięcej kontrowersji wywołują jednak przypadki, w których plotka ma charakter **prawdziwy** lub **częściowo prawdziwy**, a jej źródłem nie jest wyciek informacji, za który odpowiedzialny jest emitent. W doktrynie zagranicznej podawany jest przykład emitenta, który planuje i podejmuje czynności przygotowawcze w celu dokonania publicznego wezwania do sprzedaży innej spółki w celu przejęcia nad nią kontroli (*takeover bid*), a w prasie lub w internecie publikowane są informacje o tym, że planuje on akwizycję, jednakże bez doprecyzowania, jakiego podmiotu ma ona dotyczyć. Podobnie należy traktować przypadek, w którym emitent A przygotowuje wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji emitenta B w celu „wrogiego” (tj. niezgodnionego z emitentem B) przejęcia nad nim kontroli i zdecyduje się odroczyć upublicznienie informacji o podejmowanych w tym celu działaniach, podczas gdy na rynku obecna jest pogłoska o planowanym „przyjaznym” połączeniu pomiędzy spółką A i B. Nieprecyzyjność takiej pogłoski uprawniać będzie emitenta A do przyjęcia, że jej źródłem nie jest przeciek, za który to ponosi on odpowiedzialność<sup>73</sup>. W doktrynie reprezentowany jest także surowszy pogląd, zgodnie z którym emitent obowiązany jest do odniesienia się do prawdziwej plotki (tj. potwierdzenia jej prawdziwości), niebędącej wprawdzie rezultatem takiego „przecieku”, lecz skutkującej anormalną zmianą w zakresie cen lub wolumenu obrotu wyemitowanych przez niego instrumentów finansowych<sup>74</sup>. Wydaje się jednak, że nie

<sup>70</sup> Zob. CESR, *Level 3...*, s. 14 i n. W polskiej doktrynie por. T. Sójka (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 287.

<sup>71</sup> Por. C. di Noia, M. Gargantini: *Issuers...*, *op. cit.*, s. 521 i n.; T. Sójka (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 287.

<sup>72</sup> Kwestię tę wyraźnie reguluje art. 17 ust. 7 zd. 2 MAR, nakazujący emitentom niezwłoczne podanie do publicznej wiadomości informacji poufnej, której ujawnienie zostało opóźnione, jeżeli plotka dotycząca tej informacji poufnej w sposób dostatecznie wyraźny wskazuje, że poufność tych informacji nie jest dłużej zapewniona.

<sup>73</sup> Przykłady za: C. di Noia, M. Gargantini: *Issuers...*, *op. cit.*, s. 522–523.

<sup>74</sup> *Ibidem*, s. 526; T. Sójka (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 287.

można nakładać na emitenta odpowiedzialności za materiały publikowane przez podmioty trzecie, jeżeli swoim zachowaniem nie dał ku temu podstaw. Jedynie w sytuacji, gdy poprzez swoją aktywność, na przykład wypowiedzi członków zarządu zawierające niedopowiedzenia, wzbudził on domysły co do swoich przyszłych działań, uznać trzeba, że ponosi on ryzyko nieodpowiedzialnego zachowania osób działających w jego imieniu i jest zobowiązany do zdementowania powstałych plotek. Organy nadzoru będą zapewne posługiwać się „kierunkową” dyrektywą, że im wyższy jest stopień precyzyjności pogłoski, tym większe prawdopodobieństwo, iż jest ona rezultatem przecieku, co w konsekwencji powinno aktualizować obowiązek informacyjny emitenta. O ile jednak stanowisko to z reguły będzie miało potwierdzenie w rzeczywistości, to jednak nie może ono uzasadniać automatyzmu wnioskowania. Każdy przypadek powinien być zawsze badany i oceniany indywidualnie.

### III. DOPUSZCZALNOŚĆ PRZEKAZYWANIA I WYKORZYSTANIA INFORMACJI POUFNYCH W TRAKCIE PROCESU TRANSAKCYJNEGO M&A

#### 1. UWAGI OGÓLNE

Realizację transakcji M&A, również tych polegających na nabyciu znacznych pakietów akcji bądź w drodze „przyjaznego” publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji, bądź na podstawie umowy zawartej poza rynkiem regulowanym (tzw. *face-to-face contract*, transakcja OTC — *Over the Counter*), poprzedza z reguły badanie *due diligence*, mające na celu uzyskanie przez inwestora, będącego potencjalnym nabywcą, informacji na temat przedmiotu transakcji<sup>75</sup>. Uzyskanie tych informacji umożliwić ma ustalenie wartości rynkowej przedmiotu transakcji, zidentyfikowanie różnego rodzaju ryzyka transakcyjnego i zabezpieczenie się przed nim.

W przypadku gdy przedmiotem transakcji mają być akcje spółki publicznej, notowanej w obrocie zorganizowanym, ich wartość rynkowa stanowi pochodną sytuacji finansowej i prawnej, w jakiej znajduje się emitent. Badanie *due diligence* będzie dlatego z reguły rozciągać się na położenie prawno-finansowe tej spółki i może wiązać się z ujawnianiem cenotwórczych i precyzyjnych informacji o spółce, spełniających kryteria informacji poufnej w rozumieniu art. 154 u.o.i.f. W związku z tym istotne znaczenie z punktu widzenia praktyki ma rozstrzygnięcie kwestii dopuszczalności przekazania przez emitenta takich informacji potencjalnemu nabywcy (potencjalnej drugiej stronie transakcji M&A) w toku *due diligence*, a następ-

---

<sup>75</sup> Zob. P. Ciećwierz, I. Zielińska-Barłózek (w:) *Ryzyka prawne w transakcjach fuzji i przejęć*, pod red. P. Ciećwierza, I. Zielińskiej-Barłózek, Warszawa 2013, s. 28 i n.

nie ich wykorzystanie przez niego w celu przygotowania i realizacji określonej transakcji M&A, w związku z którą nastąpiło to przekazanie. Udzielenie odpowiedzi na te pytania również wymaga uwzględnienia europejskiego kontekstu polskich unormowań w zakresie informacji poufnych.

## 2. DOPUSZCZALNOŚĆ *DUE DILIGENCE* W PRZYPADKU TRANSAKЦИИ M&A, KTÓRYCH STRONĄ MA BYĆ EMITENT

Artykuł 66 ust. 1 pkt 1 u.o.p. wprost zezwala emitentom na przekazywanie informacji poufnych przed ich upublicznieniem osobom, z którymi prowadzone są negocjacje. W doktrynie trafnie przyjmuje się, że przekazanie może dotyczyć jedynie informacji ściśle związanych z przedmiotem negocjacji, a nie wszystkich informacji poufnych w ogóle<sup>76</sup>. Wymaga jednak podkreślenia, że przepis ten nie ma swojego odpowiednika ani w aktualnie obowiązującym prawie europejskim (tj. w dyrektywie MAD z 2003 r.), ani w rozporządzeniu MAR z 2014 r., którego przepisy z dniem 3 lipca 2016 r. zastąpią krajowe regulacje dotyczące informacji poufnych. W myśl art. 3 lit. a MAD państwa członkowskie zabraniają osobom posiadającym informacje poufne ich ujawniania jakiegokolwiek innej osobie, jeżeli takie ujawnienie nie należy do normalnego trybu wykonywania przez te osoby czynności w ramach swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków. Uzupełnieniem tej normy jest art. 6 ust. 3 MAD, zgodnie z którym emitenci są obowiązani do niezwłocznego upublicznienia informacji poufnej, w przypadku jej ujawnienia w trybie art. 3 lit. a MAD, chyba że osoba, której te informacje ujawniono, jest zobowiązana do poufności. W MAR ta sama norma wyrażona jest w art. 10 ust. 1 w związku z art. 17 ust. 8 MAR (por. też niżej, pkt IV). W tym kontekście należy również wskazać na stanowisko zajęte przez TS w wyroku z dnia 22 listopada 2005 r. w sprawie C-384/02 (*Grøngaard/Bang*)<sup>77</sup>, w którym TS trafnie stwierdził, że przewidziany w dyrektywie<sup>78</sup> wyjątek od zakazu ujawniania informacji poufnych przed ich upublicznieniem należy interpretować w sposób ścisły, co oznacza, iż ujawnienie takiej informacji można uznać za usprawiedliwione jedynie wówczas, gdy jest ono bezwzględnie konieczne do wykonywania zatrudnienia, zawodu lub obowiązków służbowych

<sup>76</sup> M. Rypina (w:) *Prawo...*, *op. cit.*, s. 258; A. Gontarek (w:) *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 379. W przygotowanym przez Ministerstwo Finansów projekcie nowelizacji ustawy o ofercie publicznej... z dnia 9 września 2014 r. przewiduje się doprecyzowanie omawianego wyłączenia (art. 66 ust. 1 pkt 1 u.o.p.) poprzez wyraźne zastrzeżenie, że przekazanie informacji poufnych może nastąpić wyłącznie w zakresie niezbędnym do prowadzenia negocjacji.

<sup>77</sup> Wyrok TS z dnia 22 listopada 2005 r. w sprawie C-384/02, *Postępowanie karne v. Knud Grøngaard i Allan Bang* (Zb. Orz. UE C:2005:708); dalej: wyrok w sprawie *Grøngaard/Bang*.

<sup>78</sup> Wyrok w sprawie *Grøngaard/Bang* dotyczył wykładni art. 3 lit. a dyrektywy Rady 89/592/EWG z dnia 13 listopada 1989 r. koordynującej przepisy dotyczące wykorzystywania poufnych informacji (Dz. Urz. L 334, s. 30). Dyrektywa ta była poprzedniczką MAD, a powołany jej przepis miał brzmienie zbieżne z art. 3 lit. a MAD.

i następuje z poszanowaniem zasady proporcjonalności<sup>79</sup>. Zdaniem TS kwestia, co należy uznać za zachowanie należące do normalnego trybu wykonywania zatrudnienia, zawodu lub obowiązków służbowych, w znacznym stopniu zależy, w braku harmonizacji w danej dziedzinie, od odpowiednich przepisów prawa krajowego<sup>80</sup>.

W naszej ocenie nie ulega wątpliwości, że implementacja do prawa polskiego cytowanych przepisów art. 3 lit. a i art. 6 ust. 3 MAD nastąpiła przede wszystkim w art. 156 ust. 1 i 6 u.o.i.f. W myśl art. 156 ust. 6 pkt 1 u.o.i.f., zakazu ujawniania informacji poufnych nie narusza przekazywanie takiej informacji przez osoby ją posiadające, jeżeli należy to do normalnego trybu wykonywania przez nie czynności w ramach swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązku, a jednocześnie jest zapewnione, że osoby, którym informacja została w tym trybie przekazana, zachowają poufność tej informacji. Do osób posiadających informację poufną z racji pełnionej funkcji można z pewnością zaliczyć członków zarządu emitenta. Należy też sądzić, że prowadzenie przez nich w imieniu, na rzecz i w interesie emitenta negocjacji dotyczącej planowanej transakcji M&A z jego udziałem powinno zostać uznane za normalny tryb wykonywania czynności w ramach ustawowego obowiązku prowadzenia spraw spółki (art. 368 § 1 k.s.h.)<sup>81</sup>. W rezultacie, już samo powołanie się na art. 156 ust. 1 i 6 u.o.i.f. oraz na wskazane wyżej regulacje MAD powinno uzasadniać dopuszczalność ujawnienia informacji poufnych w trakcie negocjacji prowadzonych przez zarząd emitenta lub osoby przez niego upoważnione, jeżeli informacje te są związane z przedmiotem prowadzonych negocjacji, ujawnienie informacji następuje w zakresie niezbędnym do ich kontynuowania, a jednocześnie pozostali uczestnicy zobowiążą się do poufności i do niewykorzystywania uzyskanych informacji do celów innych niż planowana transakcja. Jeżeli chodzi natomiast o kwestię relacji między art. 156 ust. 6 pkt 1 u.o.i.f. a wspomnianym art. 66 ust. 1 u.o.p., należy przyjąć, że ten ostatni przepis służy konkretyzacji ogólnej normy wynikającej z art. 156 ust. 6 pkt 1 u.o.i.f. i ma jedynie instrukcyjny charakter, wskazując sytuacje, w których emitent może udostępniać jeszcze niepubliczne informacje poufne. W świetle prawa unijnego, które nie zawiera wyraźnego odpowiednika art. 66 ust. 1 pkt 1 u.o.p., można wręcz zaryzykować tezę, że przepis ten stanowi w istocie *superfluum*, ponieważ nawet w przypadku, gdyby ustawa o ofercie publicznej... nie zawierała tej regulacji, przekazanie informacji poufnych w ramach negocjacji prowadzonych przez emitenta byłoby dopuszczalne

---

<sup>79</sup> Por. pkt 34 wyroku w sprawie *Grøngaard/Bang*.

<sup>80</sup> Por. pkt 40 wyroku w sprawie *Grøngaard/Bang*. W konkretnej sprawie chodziło o ujawnienie informacji poufnej przez przedstawiciela pracowników w zarządzie spółki i członka komitetu łącznikowego grupy przedsiębiorstw prezesowi organizacji zawodowej skupiającej tych pracowników, która desygnowała tę osobę na członka komitetu łącznikowego.

<sup>81</sup> Na okoliczność, że przekazywanie określonych informacji poufnych znaczącym akcjonariuszom w celu przygotowania restrukturyzacji spółki z ich udziałem leży w legitymowanym interesie spółki, wskazuje się w doktrynie niemieckiej; por. K. Hasselbach: *Die Weitergabe bei M&A-Transaktionen mit börsennotierten Aktiengesellschaften*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2004, nr 23, s. 1093.

na zasadach określonych art. 156 ust. 6 pkt 1 u.o.i.f. Łącznie więc wskazane przepisy prawa polskiego stanowią implementację powołanych wyżej regulacji MAD, choć regulacji art. 156 ust. 6 pkt 1 u.o.i.f. należy w tym zakresie przypisać podstawowe znaczenie.

Jak trafnie wskazuje się w doktrynie prawa cywilnego na tle przepisów art. 72–72<sup>1</sup> k.c. dotyczących zawarcia umowy w trybie negocjacji, negocjacje stanowią pewien proces „ucierania się stanowisk”, w ramach którego strony „przekazują sobie informacje stanowiące podstawę podjęcia decyzji co do zawarcia umowy, komunikują sobie oceny co do przewidywanych następstw gospodarczych umowy i wreszcie formułują projekty postanowień umowy”<sup>82</sup>. W naszej ocenie, w szerokim, funkcjonalnym pojęciu „prowadzenia negocjacji” mieści się także badanie *due diligence*<sup>83</sup>. W przypadku negocjacji poprzedzających realizację transakcji M&A, przekazanie niezbędnych informacji przez emitenta może nastąpić właśnie poprzez umożliwienie drugiej stronie prowadzonych negocjacji (lub wskazanemu przez nią podmiotowi, np. firmie prawniczej lub audytorskiej) dokonania badania *due diligence* emitenta. Informacje uzyskane w rezultacie takiego audytu mogą w znacznym stopniu determinować przebieg dalszych negocjacji i ich efekt. Uzasadnia to wniosek, że w przypadku, gdy emitent jest stroną prowadzonych negocjacji mających skutkować zawarciem umowy lub porozumienia dotyczącego na przykład składników jego majątku, przyszyłych warunków emisji akcji czy połączenia z innym podmiotem, może on ujawnić potencjalnemu kontrahentowi dotyczące go informacje poufne w zakresie niezbędnym do dalszego prowadzenia negocjacji i realizacji planowanej transakcji M&A, także w ramach badania *due diligence*<sup>84</sup>. Należy sądzić, że pogląd ten pozostaje w zgodzie ze stanowiskiem wyrażonym przez TS w powołanym wyżej wyroku w sprawie *Grøngaard/Bang*.

Przy podejmowaniu decyzji zezwalającej na przeprowadzenie audytu emitenta członkowie jego zarządu zobowiązani są do zachowania należytej staranności i działania w interesie spółki (art. 483 § 2 k.s.h., art. 355 § 1 k.c.), starannie wążąc związane z tym potencjalne ryzyko oraz korzyści dla spółki<sup>85</sup>. Zarząd emitenta powinien więc zadbać o to, aby badanie przeprowadzane było przez profesjonalistów (audytorów, prawników), zobowiązanych do poufności i do niewykorzystywania uzyskanych informacji na swój rachunek<sup>86</sup>. Ponadto konieczne jest zapewnienie, aby także odbiorcy raportu z *due diligence* zostali zobowiązani do zachowania poufności i niewykorzystywania zawartych w nich informacji na cele inne niż przy-

<sup>82</sup> Por. Z. Radwański (w:) *System prawa prywatnego*, t. 2, *Prawo cywilne — część ogólna*, pod red. Z. Radwańskiego, Warszawa 2008, s. 347.

<sup>83</sup> Por. w doktrynie zagranicznej P. Howson: *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Gower Publishing 2003, s. 3 i n., który stwierdza: „due diligence feeds into the negotiations by identifying risks against which the buyer should negotiate some sort of protection”.

<sup>84</sup> Podobnie J. Jastrzębski: *O unijnym...*, *op. cit.*, s. 11.

<sup>85</sup> P. Hemeling: *Gesellschaftliche...*, *op. cit.*, s. 279–280.

<sup>86</sup> *Ibidem*, s. 282.

gotowanie konkretnej transakcji M&A, w związku z którą badanie to zostało przeprowadzone. Oznacza to w szczególności, że potencjalny kontrahent emitenta nie może zwiierać kolejnych transakcji (tzw. *alongside purchases*) na rynku kapitałowym, których przedmiotem są instrumenty finansowe emitenta (bądź odnoszące się do nich instrumenty pochodne), gdyż w takich przypadkach drugą stroną transakcji będą podmioty nieposiadające tych informacji, a więc pojawi się ryzyko wykorzystania asymetrii informacyjnej<sup>87</sup>. Zgodnie z poglądem TS wyrażonym w wyroku z dnia 23 grudnia 2009 r. w sprawie C-45/08 (*Spector Photo Group NV*)<sup>88</sup>, zastosowanie znajdzie wówczas (obalane) domniemanie, że zawierając takie transakcje, kontrahent wykorzystał posiadane informacje poufne, naruszając zakaz *insider trading*<sup>89</sup>. Z praktycznego punktu widzenia emitentom należałoby zalecić zawarcie odrębnych umów o zachowaniu poufności, które określałyby zasady postępowania z informacjami poufnymi w trakcie negocjacji i po ich zakończeniu, a także zastrzeżałyby odpowiednie kary umowne na wypadek złamania tych zasad oraz regulowałyby rozkład ciężaru dowodu w przypadku ewentualnego procesu<sup>90</sup>.

### 3. DOPUSZCZALNOŚĆ *DUE DILIGENCE* W PRZYPADKU TRANSAKCJI M&A ZAWIERANYCH BEZ BEZPOŚREDNIEGO UDZIAŁU EMITENTA

Trudniejsza jest odpowiedź na pytanie, czy emitent może zezwolić na przeprowadzenie *due diligence* i ujawnienie w jego ramach informacji poufnych w związku z planowaną transakcją M&A i dotyczących jej negocjacji, w których on bezpośrednio nie uczestniczy. W pierwszej kolejności chodzi o tzw. **transakcje pakietowe** zawierane poza rynkiem (OTC), których stroną ma być znaczący akcjonariusz emitenta, zamierzający sprzedać swój pakiet akcji na rzecz osoby trzeciej. Ponieważ wartość rynkowa akcji jest pochodną sytuacji ekonomicznej i prawnej ich emitenta, potencjalnemu nabywcy takiego pakietu będzie z reguły zależeć na uzyskaniu informacji o emitencie, wpływających na wartość nabywanego pakietu. Informacje te mogą mieć charakter informacji poufnych w rozumieniu art. 154 u.o.i.f. Po drugie, badanie *due diligence* z reguły stanowi także element procesu transakcyjnego, zmierzającego do **ogłoszenia wezwania** do zapisywania się na sprzedaż lub zamiannę akcji w celu przejęcia kontroli kapitałowej nad emitentem, w szczególności wówczas, gdy przejęcie to ma mieć „przyjazny” charakter, a więc jest akceptowane

---

<sup>87</sup> J. Jastrzębski: *O unijnym...*, *op. cit.*, s. 12; K. Hasselbach: *Die Weitergabe...*, *op. cit.*, s. 1091; S. Bank: *Das Insiderhandelsverbot in M&A-Transaktionen*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftrecht* 2012, nr 34, s. 1338.

<sup>88</sup> Wyrok TS z dnia 23 grudnia 2009 r., C-45/08 w sprawie *Spector Photo Group NV v. Chris Van Raemdonck* (Zb. Orz. UE C:2009:806); dalej: wyrok w sprawie *Spector Photo Group NV*. Zob. D. Opalska: *Glosa do wyroku TS z dnia 23 grudnia 2009 r., C-45/08*, *Glosa* 2011, nr 3, s. 44–53.

<sup>89</sup> Por. tezę nr 1 wyroku w sprawie *Spector Photo Group NV*.

<sup>90</sup> P. Hemeling: *Gesellschaftliche...*, *op. cit.*, s. 281.

przez jego zarząd i znaczących akcjonariuszy. We wskazanych przypadkach relevantna — z dogmatycznego i praktycznego punktu widzenia — staje się odpowiedź na następujące pytania: Czy zarząd emitenta, na żądanie znaczącego akcjonariusza, może zezwolić drugiej stronie negocjacji, prowadzonych przez tego akcjonariusza, na przeprowadzenie badania *due diligence* i przekazanie w jego ramach informacji poufnych bez narażenia się na zarzut naruszenia zakazu przewidzianego w art. 156 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f.? Czy akcjonariusz, zmierzający do zawarcia takiej transakcji, może przekazać posiadane przez siebie informacje poufne dotyczące emitenta potencjalnemu kontrahentowi, z którym prowadzi negocjacje, bez narażenia się na zarzut naruszenia zakazu ujawniania lub wykorzystania informacji poufnych? I wreszcie zasadnicze pytanie z punktu widzenia potencjalnego nabywcy pakietu akcji względnie podmiotu, który po zakończeniu negocjacji ogłasza wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji w celu przejęcia kontroli nad emitentem: Czy określając, na podstawie uzyskanych w wyniku *due diligence* informacji poufnych o emitencie, warunki (w szczególności cenę) transakcji pakietowej lub ogłaszanego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji emitenta, podmiot ten nie narusza zakazu wykorzystywania informacji poufnych przewidzianego w prawie europejskim i polskim?

Na wstępie należy przypomnieć, że celem regulacji unijnych jest zapewnienie uczciwości na europejskich rynkach finansowych oraz wzmocnienie zaufania inwestorów do tych rynków, co z kolei stanowi konieczny warunek ich prawidłowego funkcjonowania (por. pkt 13 preambuły MAD, pkt 2 preambuły MAR). U podstaw przepisów przewidujących obowiązki informacyjne emitentów w zakresie informacji wewnętrznych (poufnych) i zakazu *insider trading* leży więc dążenie do zniwelowania asymetrii informacyjnej pomiędzy stronami transakcji, a tym samym — uniemożliwienie wykorzystania informacji cenotwórczych do zawarcia transakcji korzystnych z perspektywy insidera, ale niekorzystnych dla drugiej strony, która informacji wewnętrznych nie posiada. W związku z tym podmiotom transakcji dokonywanych na rynku kapitałowym należy zapewnić równy dostęp do informacji cenotwórczych, aby mogli je oni uwzględnić przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Na taki cel europejskich regulacji *insider trading* wskazał również TS w wyroku *Spector Photo Group NV*. Jak zaznaczył Trybunał w uzasadnieniu: „Celem ustanowionego w art. 2 dyrektywy 2003/6 zakazu stosowania informacji poufnych jest zagwarantowanie równości stron danej transakcji giełdowej, poprzez unikanie sytuacji, w której jedna ze stron, posiadająca informacje wewnętrzne i znajdująca się w związku z tym w uprzywilejowanej sytuacji w stosunku do pozostałych inwestorów, mogła osiągnąć w ten sposób korzyść ze szkodą dla innego inwestora, który ich nie posiada (zob. analogicznie wyrok z dnia 10 maja 2007 r. w sprawie C-391/04 *Georgakis*, Zb. Orz. s. I-3741, pkt 38)”. O naruszeniu zasady równego dostępu do informacji cenotwórczych i wykorzystaniu przewagi informacyjnej nie można natomiast mówić w przypadku, gdy obydwie strony planowanej transakcji mają taki

sam poziom wiedzy o prawnej i ekonomicznej sytuacji emitenta — a do takiej sytuacji dojdzie w momencie ujawnienia wyników badania *due diligence* obydwu stronom transakcji. Wykluczenie możliwości ujawniania informacji poufnych w ramach badania *due diligence* prowadziłoby do powstania dodatkowych kosztów transakcyjnych i, w rezultacie, utrudniłoby znacznie realizację transakcji M&A na rynku kapitałowym. Jeżeli bowiem potencjalny nabywca pakietu akcji (czy to w drodze transakcji *face-to-face*, czy to w drodze planowanego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamiany akcji) nie mógłby przeprowadzić badania *due diligence* ze względu na zakaz ujawniania i wykorzystywania informacji poufnych dotyczących emitenta, nieznane mu lub nawet tylko ewentualne ryzyko transakcyjne skłaniałoby go do obniżenia (dyskonta) ceny nabycia akcji oferowanej przez niego dotychczasowym akcjonariuszom, co oczywiście nie będzie leżeć w ich interesie. W przypadku transakcji pakietowych dokonywanych poza obrotem zorganizowanym w rachubę wchodzi także żądanie przez niego od zbywcy dodatkowych zabezpieczeń i gwarancji. Wynikający z zakazu *due diligence* wzrost kosztów transakcyjnych oraz utrudnienie transakcji M&A byłyby jednak całkowicie dysfunkcyjne zarówno z punktu widzenia zadań i funkcji rynku kapitałowego, jak i z perspektywy ochrony interesów jego uczestników. Tak zwany rynek kontroli nad spółkami (ang. *market for corporate control*), obejmujący transakcje fuzji i przejęć, stanowi bowiem immamentny element rozwiniętego rynku kapitałowego, a jego prawidłowe funkcjonowanie leży również w interesie inwestorów<sup>91</sup>. W odniesieniu do „przyjaznych” przejęć spółek pkt 29 preambuły MAD stanowi w sposób wyraźny, że „posiadanie dostępu do informacji wewnętrznych odnoszących się do innej spółki i wykorzystywanie ich w kontekście publicznej oferty przejęcia do celu uzyskania kontroli nad tą spółką lub połączenia się z tą spółką nie powinno samo w sobie być uznawane za stanowiące wykorzystywanie informacji poufnych”<sup>92</sup>. Mając na uwadze wskazane wyżej aksjologiczne założenia i cele MAD (a także następcy tej dyrektywy — rozporządzenia MAR), należy przyjąć, że wykorzystanie informacji poufnych przez stronę tej transakcji (nabywcę znacznego pakietu akcji czy wzywającego), w przypadku gdy druga strona również posiada do nich dostęp, **co do zasady** nie stanowi naruszenia zakazów przewidzianych w prawie unijnym (art. 2 i 3 MAD) i polskim (art. 156 u.o.i.f.). Celowościowa wykładnia tych przepisów powinna prowadzić do ich teleologicznej redukcji uzasadniającej stwierdzenie, że powołane przepisy nie znajdują zastosowania w przypadku transakcji, w których

---

<sup>91</sup> W doktrynie niemieckiej reprezentowany jest pogląd, że odmowa badania *due diligence* przez zarząd emitenta na wniosek akcjonariusza zamierzającego zbyć znaczny pakiet akcji mogłaby prowadzić do ich faktycznej winkulacji (wyłączenia zbywalności) i „uwięzienia” akcjonariusza w spółce, gdyż mało prawdopodobne jest znalezienie nabywcy na akcje spółki bez szczegółowego zbadania jej sytuacji finansowej i prawnej. Por. M. Krömer: *Der Anspruch des Paketaktionärs auf Informationsoffenbarung zum Zwecke der Due Dilligence*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftrecht* 2003, nr 9, s. 422. Również na gruncie prawa polskiego argument ten nie jest bez znaczenia, biorąc pod uwagę zasadę zbywalności akcji wyrażoną w art. 337 § 1 k.s.h.

<sup>92</sup> W MAR stwierdzenie to odnajdujemy w pkt 30, zdanie ostatnie preambuły.



**nie dochodzi do wykorzystania asymetrii informacyjnej** przez osoby posiadające informacje poufne (insiderów) z pokrzywdzeniem osób, które takimi informacjami nie dysponują<sup>93</sup>. W przypadku transakcji, których strony znajdują się „na takim samym poziomie informacyjnym”, a więc mają dostęp do tych samych informacji cenotwórczych, odpada bowiem cel, który mają realizować przepisy dotyczące *insider trading*. Ich restrykcyjne pojmowanie i stosowanie skutkowałoby natomiast zbyt dużym utrudnieniem w przeprowadzaniu transakcji korzystnych z punktu widzenia rynku i jego uczestników.

Inicjatorem badania *due diligence* emitenta będzie z reguły jego akcjonariusz, zamierzający zbyć należący do niego pakiet akcji względnie planujący ogłosić wezwanie na sprzedaż lub zamianę akcji (w celu przekroczenia ustawowo określonych progów w ogólnej liczbie głosów). W związku z tym pojawia się pytanie o podstawę normatywną wystąpienia przez akcjonariusza do zarządu emitenta o udzielenie zgody na przeprowadzenie *due diligence*. *Prima facie*, można by wskazać na art. 428 § 6 k.s.h., który przewiduje możliwość udzielenia przez zarząd spółki akcyjnej pisemnej odpowiedzi na zgłoszony poza walnym zgromadzeniem wniosek akcjonariusza o udzielenie informacji dotyczących spółki. Jakkolwiek w świetle § 38 ust. 1 pkt 12 r.i.b.o.<sup>94</sup> za nietrafny należy uznać pogląd, że art. 428 § 6 k.s.h. w ogóle nie znajduje zastosowania do spółek publicznych<sup>95</sup>, to jednak przepis ten nie wydaje się właściwą podstawą domagania się od zarządu emitenta wyrażenia zgody na *due diligence*. Po pierwsze, celem tego badania nie jest udzielenie akcjonariuszowi, w formie pisemnej, konkretnych, żądanych przez niego informacji, ale przeprowadzenie obszernego audytu i sporządzenie w jego rezultacie raportu. Po drugie,

<sup>93</sup> Takie jest też stanowisko przyjmowane przez niemiecki organ nadzoru nad rynkiem, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin); por. *Der Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Aufl. 4, 2013, s. 38, pkt 2.2.1.4.2. Tekst jest dostępny na stronie: [www.bafin.de](http://www.bafin.de). Na marginesie trzeba wspomnieć o tzw. koncepcji „Masterplan”, przyjmowanej przez BaFin i akceptowanej przez przeważającą część niemieckiej doktryny. Zgodnie z tą koncepcją wyjątek od zakazu wykorzystywania informacji poufnych należy przyjąć jedynie w tych przypadkach, w których już przed uzyskaniem informacji poufnych została podjęta przez potencjalnego kontrahenta decyzja dotycząca dokonania konkretnej transakcji M&A na określonych warunkach, przy czym warunki te nie zostaną zasadniczo zmienione pod wpływem uzyskanych informacji poufnych; por. S. Widder: *Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A Transaktionen*, Betriebsberater 2010, nr 10, s. 516; S. Bank: *Das Insiderhandelsverbot...*, *op. cit.*, s. 1339–1340. Ramy niniejszego artykułu nie pozwalają na szerszą, krytyczną analizę tej koncepcji. Wystarczy ograniczyć się do wskazania, że opiera się ona na wątpliwym, w świetle realiów obrotu, założeniu, że uzyskane w toku *due diligence* informacje nie mogą prowadzić do zmiany przyjętych uprzednio warunków planowanej transakcji. Pojawia się pytanie o sens i znaczenie, z punktu widzenia recipienta raportu *due diligence*, przeprowadzenia tego badania. Dlatego też część doktryny niemieckiej przyjmuje, że wyjątek od zakazu *insider trading* należy przyjąć również w takich przypadkach, gdy uzgodniony uprzednio plan transakcji dopuszcza pewne zmiany jej warunków pod wpływem raportu z *due diligence* emitenta.

<sup>94</sup> Z przepisu tego wynika, że ogłoszeniu w formie raportu bieżącego podlegają informacje udzielone przez emitenta akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem na podstawie art. 428 § 5 lub 6 k.s.h.

<sup>95</sup> Tak A. Szumański: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 3, *Komentarz do artykułów 301–458*, pod red. S. Sołtyśńskiego, A. Szajkowskiego, A. Szumańskiego, J. Szwai, Warszawa 2013, s. 1543. Odmienne i trafnie T. Sójka: *Prawo do informacji dominującego akcjonariusza spółki publicznej — ograniczenia przedmiotowe (w:) Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa*, pod red. A. Kidyby, Warszawa 2015, s. 141.

w ramach audytu spółka udostępnia informacje na swój temat nie bezpośrednio akcjonariuszowi, ale zespołowi specjalistów (złożonemu z prawników, doradców podatkowych, biegłych rewidentów), zobowiązanych do zachowania poufności na podstawie odpowiednich przepisów zawodowych. Wreszcie, po trzeciej, w przypadku transakcji pakietowych głównym odbiorcą raportu z *due diligence* jest z reguły nie akcjonariusz, ale potencjalny nabywca (inwestor) należący do niego pakietu akcji. W rezultacie należy stwierdzić, że badanie *due diligence* i informacje przekazywane w jego ramach stanowią kategorię odrębną w stosunku do informacji, których przekazania może się domagać akcjonariusz na podstawie art. 428 § 6 k.s.h. Nie oznacza to jednak, że akcjonariusz nie może wnioskować o przeprowadzenie takiego badania, a zarząd emitenta — zezwolić na jego dokonanie, w ramach przysługującego mu menadżerskiego uznania i autonomii decyzyjnej immamentnie związanej z prowadzeniem spraw spółki.

Zarząd, podejmując decyzję w tej sprawie, powinien najpierw ustalić, jaki wpływ wywrze ich ujawnienie na interes zarządzanej spółki, rozumiany jako wypadkowa interesów wszystkich akcjonariuszy<sup>96</sup>. Zgodnie z przeważającym w doktrynie trafnym stanowiskiem interes ten nie może być konkretyzowany w oderwaniu od interesów jej akcjonariuszy, będących „ekonomicznymi właścicielami”, a zarazem podmiotami ponoszącymi ostateczne ryzyko niepowodzenia (upadłości) spółki (ang. *residual claimants*). Konsekwencją ustalania *in casu* pojęcia interesu spółki przez pryzmat interesów jej akcjonariuszy jest przyjęcie, że zarząd, działając w interesie korporacji, może mieć też na uwadze niesprzeczne z nim ekonomiczne interesy jej poszczególnych udziałowców i ułatwiać im ich urzeczywistnienie. Jeżeli więc określone działanie (tj. badanie *due diligence*), służące realizacji interesu jednego z akcjonariuszy, nie koliduje z interesem spółki, tzn. jest co najmniej indyferentne z punktu widzenia tego interesu, zarząd jest uprawniony do udzielenia zgody na jego przeprowadzenie. Natomiast w tych przypadkach, w których interes akcjonariusza, mającego być stroną transakcji, jest zbieżny (pokrywa się) z interesem spółki (np. potencjalny nabywca znacznego pakietu akcji planuje dokapitalizowanie spółki lub umożliwi jej wejście na nowe rynki), można wręcz twierdzić, że zarząd będzie nie tylko uprawniony, ale wręcz zobowiązany umożliwić mu dostęp do informacji poufnych w ramach badania *due diligence*. Należy jednak pamiętać, że podobnie jak w przypadku negocjacji, których stroną jest sam emitent, także i w przypadku badania przeprowadzanego na potrzeby transakcji planowanej przez akcjonariusza konieczne jest podjęcie przez zarząd emitenta wszelkich możliwych środków, które zapewnią zachowanie dalszej poufności ujawnianych informacji i zapobiegać będą

---

<sup>96</sup> Por. wyrok SN z dnia 5 listopada 2009 r., I CSK 158/09, OSNC 2010, nr 4, poz. 63. W doktrynie na temat interesu spółki por. np. A. Opalski: *O pojęciu interesu spółki*, PPH 2008, nr 11, s. 16; K. Oplustil: *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 171 i n.; A. Stokłosa: *Obowiązek członków organów spółki akcyjnej działania w jej interesie*, Prawo Spółek 2011, nr 9, s. 17; M. Romanowski: *Znaczenie sporu o metodę odczytywania pojęcia „interes spółki kapitalowej”*, PPH 2015, nr 7, s. 14.

ich niekontrolowanemu rozpowszechnianiu. Sprawowanie przez zarząd emitenta kontroli nad kręgiem osób, które mają dostęp do informacji poufnych, pozwoli zminimalizować (choć oczywiście nie całkiem wykluczyć) ryzyko naruszenia zakazu *insider trading*. Sprzeczne z tym zakazem będzie zarówno nabywanie, jak i zbywanie przez akcjonariusza lub jego potencjalnego kontrahenta, którzy znajdują się w posiadaniu ujawnionych im w toku *due diligence*, a nieogłoszonych jeszcze przez emitenta, informacji poufnych, bez związku z transakcją, na potrzeby której informacje te zostały im ujawnione.

Należy zaznaczyć, że pozytywna odpowiedź zarządu emitenta na wniosek akcjonariusza, dysponującego znacznym (niekoniecznie większościowym) pakietem akcji, i zezwolenie na przeprowadzenie badania *due diligence*, nie może być postrzegana *per se* jako naruszenie zasady równego (jednakowego) traktowania akcjonariuszy przewidzianej w art. 20 k.s.h., której korelatem w prawie rynku kapitałowego jest art. 20 u.o.p. zobowiązujący emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym do jednakowego traktowania, w takich samych okolicznościach, posiadaczy papierów tego samego rodzaju. Nakaz równego traktowania odnosi się wyłącznie do akcjonariuszy (inwestorów) znajdujących się w takich samych okolicznościach, przy czym nawet wówczas dopuszcza się ich odmienne traktowanie, jeżeli jest to obiektywnie i rzeczowo (merytorycznie) uzasadnione<sup>97</sup>. W naszej ocenie zakres zaangażowania inwestycyjnego poszczególnych akcjonariuszy w spółce i związany z tym poziom ponoszonego przez nich ryzyka ekonomicznego stanowi okoliczność, która może przesądzać o ich odmiennym traktowaniu przez spółkę (*scil.* zarząd)<sup>98</sup>. Udostępnienie informacji (w tym także poufnych) w ramach *due diligence* będzie dodatkowo legitymizowane w świetle art. 20 k.s.h. wówczas, gdy leży ono w interesie spółki, a więc jej interes jest zbieżny z interesem akcjonariusza wnioskującego o to badanie. Zgoda zarządu emitenta na przeprowadzenie audytu wnioskowanego przez akcjonariusza dysponującego znacznym pakietem akcji nie oznacza natomiast, że zarząd będzie później automatycznie zobowiązany do udzielenia takiej zgody na wniosek któregośkolwiek z pozostałych akcjonariuszy. Odmienne traktowanie akcjonariuszy jest bowiem nie tylko uzasadnione, ale wręcz nakazane w przypadku, gdy znajdują się oni w odmiennych okolicznościach. Taka sytuacja będzie mieć miejsce właśnie wówczas,

<sup>97</sup> Por. A. Opalski: *Zasada jednakowego traktowania wspólników i akcjonariuszy*, PPH 2012, nr 6, s. 10 oraz cytowana tam literatura i orzecznictwo. W doktrynie niemieckiej por. P. Hemeling: *Gesellschaftliche...*, *op. cit.*, s. 286–287.

<sup>98</sup> Por. M. Romanowski: *Prawo zarządu spółki giełdowej do bezpośredniej komunikacji z akcjonariuszem dominującym*, Monitor Prawa Handlowego 2014, nr 4, s. 4, który trafnie stwierdza, że: „Przesłanką merytorycznie uzasadniającą zróżnicowane traktowanie akcjonariuszy spółki giełdowej jest ich różny poziom ryzyka inwestycyjnego związanego z zaangażowaniem w spółkę oraz związanymi z tym decyzjami zarządu. W istocie chodzi tutaj o wagę wpływu interesu poszczególnych akcjonariuszy na odtwarzanie interesu spółki, mierzona ponoszonym przez nich ryzykiem ekonomicznym”. Mniej kategorycznie T. Sójka: *Prawo do informacji...*, *op. cit.*, s. 143, którego zdaniem: „Nie można z góry wykluczyć, że w określonych okolicznościach faktycznych posiadanie kontrolnego pakietu akcji spółki powodować może, że ten dominujący akcjonariusz znajdować się będzie w odmiennych okolicznościach, które uzasadniałyby odstępstwo od zasady równego traktowania akcjonariuszy/inwestorów”.

gdy występuje różnica w zaangażowaniu kapitałowym i związanym z tym ryzyku inwestycyjnym<sup>99</sup>.

Podsumowując, udzielenie zgody przez zarząd emitenta na przeprowadzenie audytu *due diligence* i (potencjalne) ujawnienie w jego trakcie informacji poufnych, w związku z transakcją planowaną przez znaczącego akcjonariusza, leży w zakresie autonomii decyzyjnej zarządu emitenta, której granice wyznaczają: interes spółki oraz obowiązek lojalności i starannego działania spoczywający na jego członkach. W każdym przypadku zezwolenie na badanie *due diligence* wymaga od zarządu przeprowadzenia starannej oceny (art. 355 § 1 k.c., art. 483 § 2 k.s.h.), czy udzielenie tej zgody *in casu* nie będzie stanowiło przekroczenia tych granic. Na ocenę tę wpływać będą również okoliczności *due diligence*, a więc w szczególności: profesjonalny charakter podmiotu, który ma je przeprowadzać, warunki, na jakich będzie się ono odbywać, oraz zasady postępowania z uzyskanymi w jego wyniku informacjami przez ich recypientów, tj. potencjalnych stron planowanej transakcji pakietowej (akcjonariusza i nabywcy pakietu). W tym zakresie należy odesłać do rozważań zawartych powyżej w pkt III.2.

Kilka dodatkowych uwag należy poświęcić badaniu *due diligence* emitenta dokonywanemu w związku z planowanym wezwaniem do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę jego akcji, zmierzającym do tzw. przyjaznego, tj. uzgodnionego z jego zarządem, zwiększenia udziału wzywającego w kapitale emitenta lub nawet przejęcia nad nim kontroli (art. 72 i n. u.o.p.). Ogłoszenie takiego wezwania będą często poprzedzać negocjacje prowadzone przez wzywającego z zarządem oraz znaczącymi akcjonariuszami emitenta, którzy mieliby pozytywnie odpowiedzieć na jego wezwanie. Przedmiotem tych negocjacji mogą być zasady i elementy planowanego wezwania (a w szczególności cena, jaką zaproponować ma wzywający) oraz ewentualne plany wzywającego wobec emitenta, co powinno żywotnie interesować jego zarząd. Naszym zdaniem pozwala to objąć wskazaną sytuację zakresem zastosowania art. 156 ust. 6 pkt 1 u.o.i.f. oraz art. 66 ust. 1 pkt 1 u.o.p., niezależnie od powołanej wyżej argumentacji dotyczącej w głównej mierze transakcji pakietowych. Uczestniczący w takich negocjacjach zarząd emitenta działa „w ramach wykonywania swoich obowiązków”, dlatego będzie on legitymowany do zezwolenia na badanie *due diligence* i udostępnienie w jego trakcie także nieogłoszonych jeszcze informacji poufnych pod warunkiem, że ich ostateczny recypient (tj. podmiot zamierzający ogłosić wezwanie) zostanie zobowiązany do zachowania poufności i ich niewykorzystywania w celach innych niż planowana transakcja, w związku z którą przeprowadzono badanie, tj. ogłoszenie wezwania. Również w tym przypadku za niedozwolone należy uznać nabywanie przez potencjalnego wzywającego instrumentów finansowych emitenta w okresie po przeprowadzeniu badania, a przed ogłoszeniem wezwania (tzw. *alongside purchases*). W szczególności należy sądzić,

---

<sup>99</sup> Por. T. Sójka: *Prawo do informacji...*, *op. cit.*, s. 143.

że zwiększanie zakresu uczestnictwa w kapitale emitenta we wskazanym okresie poprzez giełdowe zakupy akcji wyemitowanych przez emitenta (tzw. *stakebuilding*) należy traktować jako wykorzystanie informacji poufnych naruszające zakaz przewidziany w art. 156 ust. 1 u.o.i.f. Podobnie, za sprzeczną z tym zakazem należy uznać sprzedaż akcji posiadanych dotychczas przez akcjonariusza, pod wpływem niekorzystnych, jeszcze nieupublicznych informacji poufnych uzyskanych dzięki badaniu *due diligence*<sup>100</sup>. Również w tym przypadku dochodzi do wykorzystania asymetrii informacyjnej, sprzecznego z celem i aksjologią unijnych i polskich regulacji. Niedozwolonym wykorzystaniem informacji poufnych nie będzie natomiast sama tylko rezygnacja akcjonariusza, pod wpływem niekorzystnych informacji uzyskanych w rezultacie *due diligence*, z ogłoszenia wezwania. Taka zmiana planów, niemanifestująca się na zewnątrz żadnymi działaniami inwestora (np. odwołaniem już udzielonych zleceń nabycia akcji), jest aktem *stricte* wewnętrznym i nie stanowi *insider trading* w prawnym rozumieniu. Ponadto decyzja taka jest legitymizowana celem badania *due diligence*. Z tych samych powodów za dopuszczalną należy uznać zmianę, pod wpływem wyników przeprowadzonego audytu spółki-celu, pierwotnie planowanych warunków wezwania (w szczególności planowanej ceny nabycia akcji).

Problematyczna jest natomiast ocena, czy samo ogłoszenie wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji nie stanowi naruszającego zakaz *insider trading* wykorzystania informacji poufnych uzyskanych w trakcie *due diligence*. W uzasadnieniu wyroku w sprawie *Spector Photo Group NV* Trybunał stwierdził, odwołując się do pkt 29 preambuły MAD, że nie można mówić o naruszeniu interesów chronionych przez MAD w przypadku, gdy cena nabycia akcji oferowana w wezwaniu jest wyższa od ich aktualnej ceny rynkowej (co, w przypadku wezwań nakierowanych na przejęcie kontroli nad emitentem, będzie regułą)<sup>101</sup>. Pogląd ten budzi jednak wątpliwości, ponieważ sama okoliczność, że zaofiarowana w wezwaniu cena jest wyższa od aktualnej ceny giełdowej, nie oznacza jeszcze, iż odwzorowuje ona w całości wartość informacji poufnych, w których posiadaniu znajduje się wzywający dzięki badaniu *due diligence*. Nie jest bowiem wykluczone, że w rezultacie ogłoszenia tych informacji cena giełdowa wzrosłaby powyżej poziomu zaproponowanego przez wzywającego, a więc że rynek „wyceniłby” tę informację wyżej, niż uczynił to wzywający. Ogłoszenie wezwania nie znosi asymetrii informacyjnej występującej między wzywającym a akcjonariuszami, do których kierowane jest wezwanie. Ten pierwszy wciąż jest bowiem w posiadaniu szczególnych informacji, które nie są dostępne pozostałym akcjonariuszom, zmuszonym do podjęcia decyzji inwestycyjnej w reakcji na ogłoszone wezwanie, w sytuacji nierównowagi informacyjnej. Dlatego też, naszym zdaniem, powołane stanowisko Trybuna-

<sup>100</sup> *Ibidem*, s. 1237, który jednak pozostawia tę kwestię otwartą.

<sup>101</sup> Por. pkt 59 wyroku w sprawie *Spector Photo Group NV*.

łu ma zbyt generalny charakter i nie zasługuje na akceptację. Bardziej przekonujące jest w tej kwestii stanowisko niemieckiego organu nadzoru (BaFin), zgodnie z którym wzywający może wykorzystywać informacje poufne, przekazane mu w toku *due diligence* jedynie w celu przygotowania wezwania. Natomiast przed jego ogłoszeniem emitent powinien upublicznić te informacje (art. 56 ust. 1 pkt 1 u.o.p.) tak, aby pozostali uczestnicy rynku byli w stanie ocenić, czy rzeczywiście zostały one zdyskontowane w cenie określonej w wezwaniu<sup>102</sup>. Stanowisko to zostało także zaakceptowane przez prawodawcę unijnego, co znalazło normatywny wyraz w art. 9 ust. 4 MAR (zob. niżej pkt IV).

W podsumowaniu powyższych rozważań należy podkreślić, że postępowanie z transakcjami poufnymi w przypadku transakcji M&A, których przedmiotem są akcje emitenta, wymaga od wszystkich zaangażowanych w nie (także tylko pośrednio) podmiotów szczególnej staranności. Przed udzieleniem zgody na badanie *due diligence* członkowie zarządu emitenta powinni dokonać starannej oceny, czy nie będzie ono naruszać interesu emitenta (tzn. czy jest ono, z punktu widzenia tego interesu, co najmniej neutralne), oraz dołożyć starań w celu zapewnienia poufności uzyskanych w jego wyniku informacji przez ich recypientów, a także niewykorzystywania tych informacji na cele inne niż konkretna, planowana transakcja. Z kolei odbiorcy raportu z *due diligence*, a w szczególności potencjalny nabywca pakietu akcji lub podmiot planujący ogłoszenie wezwania powinni mieć na uwadze, że wykorzystanie przez nich posiadanych informacji poufnych w sytuacji asymetrii informacyjnej narazi ich na zarzut naruszenia zakazu *insider trading*. Z praktycznego punktu widzenia pożądane jest dokładne dokumentowanie podejmowanych działań służących przestrzeganiu odpowiednich przepisów prawa rynku kapitałowego.

#### IV. REGULACJE RELEWANTNE DLA TRANSAKCJI M&A W ROZPORZĄDZENIU NR 596/2014 (MAR)

Jak już wspomniano, w dniu 3 lipca 2016 r. wejdzie w życie rozporządzenie MAR z dnia 16 kwietnia 2014 r., które zawiera jednolite regulacje unijne dotyczące nadużyć na rynku kapitałowym. Z uwagi na bezpośredni skutek rozporządzenia (art. 288 TFUE) zastąpi ono krajowe regulacje prawne, stanowiące implementację MAD z 2003 r., w tym także odpowiednie przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i ustawy o ofercie publicznej... MAR nie wprowadza istotnych zmian w zakresie problematyki stanowiącej przedmiot niniejszego opracowania, lecz zasadniczo powtarza unormowania zawarte już w MAD i wydanych na jej podstawie unijnych dyrektywach wykonawczych, doprecyzowując niektóre z dotychczasowych

---

<sup>102</sup> Por. *Der Emittentenleitfaden...*, pkt III.2.2.1.4.3, s. 39. Por. także S. Bank: *Das Insiderhandelsverbot...*, *op. cit.*, s. 1341.

pojęć<sup>103</sup>. Oznacza to, że powyższe rozważania zachowują swoją aktualność także po wejściu w życie MAR.

Odnosząc się do regulacji MAR relewantnych z punktu widzenia problematyki tego opracowania, należy w pierwszej kolejności wskazać na „recepcję” do treści MAR stanowiska wyrażonego przez TS w wyroku w sprawie *Geltl* (por. wyżej pkt II.2). „Recepcja” ta nastąpiła w art. 7 ust. 2 i 3 MAR, a także w pkt 16 i 17 preambuły rozporządzenia. W myśl art. 7 ust. 2 MAR, „w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, którego celem lub wynikiem jest zaistnienie szczególnych okoliczności lub szczególnego wydarzenia, za informacje określone w sposób precyzyjny można uznać te przyszłe okoliczności lub to przyszłe wydarzenie, ale także etapy pośrednie tego procesu, związane z zaistnieniem lub spowodowaniem tych przyszłych okoliczności lub tego przyszłego wydarzenia”. Ustęp 3 doprecyzowuje natomiast, że „etap pośredni rozciągniętego w czasie procesu jest uznany za informację poufną, jeżeli sam w sobie spełnia kryteria informacji poufnych, o których mowa w niniejszym artykule”. Jednoznaczna wypowiedź prawodawcy unijnego nie pozostawia więc wątpliwości co do tego, że istoty informacji poufnych nie można upatrywać jedynie w ostatecznym rezultacie rozciągniętego w czasie procesu, ale każde pojedyncze wydarzenie składające się na ten proces może zostać uznane za taką informację, o ile oczywiście spełnia wszystkie przesłanki takiej informacji, określone w art. 7 ust. 1 MAR. W pkt 17 preambuły do MAR zawarto przykładowy katalog etapów pośrednich takiego procesu, które same w sobie mogą stanowić przedmiot informacji poufnych, na przykład stan negocjacji w sprawie kontraktów, warunki wstępnie ustalone podczas negocjacji w sprawie kontraktów, możliwość emisji instrumentów finansowych, warunki obrotu instrumentami finansowymi, wstępne warunki emisji instrumentów finansowych lub rozważenie możliwości zakwalifikowania instrumentu finansowego do głównego indeksu lub skreślenia instrumentu finansowego z takiego indeksu. Cytowane regulacje nie wnoszą jednak w istocie wiele nowego do obecnego stanu prawnego, gdyż normę tej treści można już dekodować w drodze wykładni, zawartej w MAD, definicji informacji poufnej (co uczynił TS w wyroku w sprawie *Geltl*). Wciąż otwarta pozostaje natomiast kwestia, czy stopień prawdopodobieństwa wystąpienia ostatecznego efektu tego procesu należy uwzględniać przy ocenie przesłanki cenotwórczości etapu pośredniego<sup>104</sup>.

Do MAR zostały również włączone przepisy dotyczące opóźnienia upublicznienia informacji poufnych, zawarte dotychczas w art. 6 ust. 2 MAD oraz w dyrektywie wykonawczej 2003/124/WE. W rozporządzeniu problematyki tej dotyczą przepisy art. 17 ust. 4–11 MAR oraz pkt 49 i 50 preambuły MAR. Konkretyzacja tych ogólnych postanowień ma nastąpić na dalszych etapach procedury Lamfa-

<sup>103</sup> Ogólnie na temat MAR por. C. di Noia, M. Milic, P. Spatola: *Issuers...*, *op. cit.*, s. 96; R. Veil: *Europäisches...*, *op. cit.*, s. 85.

<sup>104</sup> Por. R. Veil: *Europäisches...*, *op. cit.*, s. 90–91.

lussy'ego, między innymi poprzez wydanie przez ESMA wytycznych określających przykładowy, otwarty wykaz uzasadnionych interesów emitentów oraz sytuacji, w których opóźnienie ujawnienia informacji poufnych mogłoby wprowadzić w błąd opinię publiczną (art. 17 ust. 11 MAR). Do rozciągniętego w czasie procesu odnosi się wyraźnie art. 17 ust. 4 akapit 2 MAR, zgodnie z którym w przypadku takiego procesu emitent może na własną odpowiedzialność opóźnić podanie do wiadomości publicznej informacji poufnych dotyczących tego procesu pod warunkiem przestrzegania przesłanek takiego opóźnienia określonych w art. 17 ust. 1 lit. a–c MAR. Ponadto art. 17 ust. 7 akapit drugi nakazuje emitentom niezwłoczne podanie do publicznej wiadomości informacji poufnej, której ujawnienie zostało opóźnione, jeżeli plotka dotycząca tej informacji poufnej w sposób dostatecznie wyraźny wskazuje, że poufność tych informacji nie jest dłużej zapewniona. Z kolei w pkt 50 zawarto otwarte wyliczenie okoliczności, w których opóźnienie upublicznienia informacji poufnych może być uzasadnione. Punkt ten zasadniczo pokrywa się z art. 3 ust. 1 dyrektywy wykonawczej 2003/124/WE. W doktrynie zagranicznej trafnie skrytykowano zabieg prawodawcy unijnego polegający na umieszczeniu tak ważnej z praktycznego punktu widzenia regulacji w preambule MAR. Właściwym miejscem dla takiego unormowania powinien być normatywny tekst rozporządzenia lub ewentualnie wykonawczego aktu prawnego wydanego na drugim poziomie procedury Lamfalussy'ego<sup>105</sup>. Należy podkreślić, że powołane regulacje rozporządzenia zastąpią, wraz z jego wejściem w życie, aktualnie obowiązujący art. 57 u.o.p. oraz wydane na podstawie art. 60 u.o.p. rozporządzenie MF z 2006 r. W związku z tym przestanie być aktualny występujący na tle treści tego rozporządzenia spór doktrynalny (o istotnym znaczeniu praktycznym) co do charakteru przewidzianego w nim katalogu przypadków, w których możliwe jest opóźnienie. Brzmienie powołanego wyżej pkt 49 preambuły MAR nie pozostawia wątpliwości, że zawarte w nim wyliczenie takich przypadków jest niewyczerpujące i przykładowe.

Jak już wyżej zaznaczono (pkt III.2), w MAR próżno szukać regulacji, która stanowiłaby odpowiednik art. 66 ust. 1 pkt 1 u.o.p. Nie oznacza to jednak, że po wejściu w życie rozporządzenia zarząd emitenta nie będzie mógł przekazywać informacji poufnych przed ich upublicznieniem, w toku prowadzonych przez niego negocjacji, podmiotom, które zostaną zobowiązane do zachowania ich poufności. Niezależnie od utrzymania w prawie polskim normy zawartej w art. 66 u.o.p., takie przekazanie będzie dopuszczalne już na podstawie art. 10 ust. 1 w zw. z art. 17 ust. 8 MAR, z których wynika, że zakaz ujawnienia informacji poufnych nie dotyczy przypadków ich przekazywania w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, jeżeli osoba, której te informacje zostaną przekazane, będzie zobowiązana do zachowania ich poufności. Przekazanie informacji poufnych w ramach prowadzonych przez emitenta negocjacji lub stano-

---

<sup>105</sup> *Ibidem*, s. 93.



wiących ich element badania *due diligence* można zakwalifikować jako działanie w ramach normalnego trybu wykonywania obowiązków zarządu emitenta w zakresie prowadzenia jego spraw (art. 368 § 1 k.s.h.), jeżeli ujawnienie tych informacji jest konieczne do kontynuowania procesu negocjacji, a ich recypient będzie zobowiązany do zachowania poufności. Jak zostało bowiem wskazane w pkt III.3, obowiązek działania zarządu w interesie spółki dopuszcza również działanie w interesie poszczególnych wspólników, jeżeli nie koliduje to z interesem spółki oraz nie prowadzi do nieusprawiedliwionego okolicznościami faktycznymi pokrzywdzenia pozostałych wspólników.

MAR zawiera jedynie fragmentaryczne regulacje odnoszące się wprost do zasad postępowania z informacjami poufnymi w przypadku transakcji M&A, a w szczególności publicznych ofert przejęcia spółki. W pierwszej kolejności należy wskazać na pkt 27 preambuły MAR oraz art. 23 ust. 3 akapit drugi MAR, które dotyczą relacji między przepisami tego rozporządzenia a regulacjami fuzji i przejęć. Powołany punkt preambuły stanowi, że rozporządzenie to „należy interpretować w sposób spójny ze środkami przyjętymi przez państwa członkowskie w celu ochrony interesów posiadaczy zbywalnych papierów wartościowych dających prawa głosu w spółce (lub mogących dawać takie prawa w wyniku wykonania praw lub konwersji), kiedy spółka ta jest przedmiotem publicznej oferty przejęcia lub każdej innej proponowanej zmiany kontroli. W szczególności niniejsze rozporządzenie należy interpretować w sposób spójny z przepisami ustawowymi, wykonawczymi i administracyjnymi przyjętymi w odniesieniu do ofert przejęcia, transakcji łączenia i innych transakcji mających wpływ na własność lub kontrolę nad spółkami, nadzorowanych przez organy nadzoru wyznaczone przez państwa członkowskie na mocy art. 4 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady”<sup>106</sup>. Niestety, w rozporządzeniu nie wyjaśniono, w jaki sposób należy tę spójność zapewnić; być może zostanie to uczynione przez ESMA, która wyda w tym zakresie odpowiednie wytyczne. Z kolei w myśl art. 23 ust. 3 akapit drugi MAR rozporządzenie to nie narusza przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych przyjętych w odniesieniu do ofert przejęcia, transakcji łączenia i innych transakcji mających wpływ na własność lub kontrolę nad spółkami, regulowanych przez organy nadzoru wyznaczone przez państwa członkowskie na mocy art. 4 dyrektywy 2004/25/WE, nakładających dodatkowe wymogi w stosunku do wymogów MAR.

Z punktu widzenia analizowanej tu problematyki istotne znaczenie mają: pkt 30 zdanie ostatnie preambuły MAR oraz art. 9 ust. 4 MAR. Powołany punkt preambuły *in fine* powtarza właściwie treść pkt 29 preambuły MAD i stanowi, że: „Sam fakt posiadania dostępu do informacji poufnych dotyczących innej spółki i wykorzystywanie ich w kontekście publicznej oferty przejęcia w celu uzyskania kontroli nad

<sup>106</sup> Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. L 142 z 30 kwietnia 2004 r., s. 12).

tą spółką lub dążenia do połączenia się z tą spółką nie powinien sam w sobie być uznany za wykorzystywanie informacji poufnych”. Istotniejsze znaczenie ma nowy, w porównaniu z dotychczasowym stanem prawnym, przepis art. 9 ust. 4 MAR, umieszczony w artykule poświęconym tzw. uprawnionym zachowaniom (ang. *legitimate behaviour*). W myśl tego przepisu sam fakt, że dana osoba jest w posiadaniu informacji poufnych, nie oznacza, iż posłużyła się ona tymi informacjami i w ten sposób dopuściła się wykorzystania informacji poufnych, jeżeli osoba ta uzyskała informacje poufne w trakcie dokonywania publicznego przejęcia lub połączenia ze spółką i wykorzystuje te informacje wyłącznie do celu przeprowadzenia tego połączenia lub publicznego przejęcia, pod warunkiem że w momencie zatwierdzenia połączenia lub przyjęcia oferty przez akcjonariuszy tej spółki wszelkie informacje poufne zostały już podane do wiadomości publicznej lub w inny sposób przestały być informacjami poufnymi. Przepis ten nie ma zastosowania do zwiększania posiadania (ang. *stake-building*). Cytowana regulacja koryguje zbyt daleko idący pogląd TS wyrażony *obiter dictum* w uzasadnieniu wyroku w sprawie *Spector Photo Group NV* i pokrywa się z reprezentowanym w niniejszym opracowaniu (zob. pkt III.3), już na gruncie *legis latae*, stanowiskiem w zakresie dopuszczalności wykorzystania informacji poufnych przez podmiot zamierzający ogłosić publiczne wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji w celu przejęcia kontroli nad emitentem (ofertę przejęcia).

## V. UWAGI KOŃCOWE

Z transakcjami M&A z udziałem emitentów instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym wiąże się obowiązek przestrzegania przepisów prawa rynku kapitałowego w zakresie postępowania z informacjami poufnymi. Przepisy te mogą być źródłem dodatkowego ryzyka transakcyjnego dla uczestników takich transakcji, a nawet skutkować ich odpowiedzialnością za naruszenie zakazu ujawniania i wykorzystywania informacji poufnych. W analizowanych przypadkach można mówić o pewnym konflikcie dwóch wartości: z jednej strony wartością, jaką jest zapewnienie uczestnikom rynku kapitałowego równego dostępu do informacji cenotwórczych i zapobieganie wykorzystywaniu asymetrii informacyjnej przez niektórych z nich. Z drugiej strony, w procesie transakcyjnym poprzedzającym transakcje M&A istnieją legitymowane interesy emitenta i innych zaangażowanych w nie bezpośrednio podmiotów, w zakresie opóźnienia upublicznienia informacji poufnych dotyczących tego procesu, a także przekazywania określonych informacji w trakcie negocjacji i ich wykorzystania w konkretnym celu, jakim jest przygotowanie danej transakcji. Z uwagi na to, że transakcje M&A są koniecznym elementem rozwiniętego rynku kapitałowego i przyczyniają się do tworzenia dodatkowej wartości ekonomicznej, konieczne jest znalezienie kompromisu między wskazanymi wartościami-

ciami, poprzez wykładnię odwołującą się do aksjologicznych celów i założeń regulacji *insider trading*. Przyjęta przez autorów niniejszego opracowania interpretacja unijnych i krajowych przepisów odzwierciedla liberalne podejście, uwzględniające realia rynku i potrzeby praktyki, nie rezygnując jednak z realizacji wskazanego celu przepisów o obowiązkach informacyjnych emitentów i zakazie wykorzystywania informacji poufnych w sytuacji asymetrii informacyjnej.

Wejście w życie jednolitej unijnej regulacji dotyczącej nadużyć na rynku kapitałowym będzie się wiązać z uchynieniem dotychczas obowiązujących krajowych przepisów dotyczących tej problematyki, zawartych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi i ustawie o ofercie publicznej... Uchwalenie MAR stanowi przejaw coraz silniejszej europeizacji prawa rynku kapitałowego, stwarzając nowe wyzwania zarówno dla krajowych organów nadzoru nad rynkiem, jak i dla jego uczestników. Istotne znaczenie dla jednolitej wykładni i stosowania nowej regulacji unijnej mieć będą wytyczne ESMA, a także tzw. regulacyjne standardy techniczne i wykonawcze standardy techniczne przyjmowane przez Komisję Europejską, których wydanie przewidują liczne przepisy MAR. Za niedopuszczalne należy natomiast uznać wydawanie krajowych regulacji uzupełniających czy konkretyzujących to rozporządzenie, gdyż stałoby to w sprzeczności z jego koncepcyjnymi założeniami, tj. przede wszystkim z dążeniem do zapewnienia jednolitości europejskiej regulacji nadużyć na rynku. Z punktu widzenia pewności obrotu i zabezpieczenia interesów jego uczestników pożądanym byłoby wydanie przez ESMA wytycznych zawierających otwarty katalog sytuacji (w szczególności związanych z transakcjami M&A), w których dopuszczalne byłoby przekazywanie nieupublicznych jeszcze informacji poufnych innym podmiotom (np. tym, z którymi prowadzą oni negocjacje), pod warunkiem zachowania ich poufności. Tego rodzaju wytyczne służyłyby doprecyzowaniu ogólnej normy zawartej w art. 10 ust. 1 MAR.

KRZYSZTOF OPLUSTIL, MARCIN HOTEL

## RULES OF CONDUCT WITH RESPECT TO INSIDE INFORMATION ON THE CAPITAL MARKET IN CASE OF M&A TRANSACTIONS

### S u m m a r y

The general rule underpinning both European and Polish capital markets law is the equal access to information concerning financial instruments and their issuers. In order to reduce the information asymmetry and diminish the risk of insider trading the law provides for issuers' obligation to disclose inside information. The paper tackles the problem of dealing with inside information in case of multi-stage events. On the background of the ECJ case

law the authors try to answer the question, when information concerning a separate stage may be perceived as an inside information and under what conditions issuer may delay its disclosure. Second issue the paper deals with is whether a listed company may disclose an inside information during the due diligence and if a party to a planned M&A transaction is allowed to use this information while preparing the transaction. The authors come to conclusion that management board of a listed company is permitted to disclose inside information during the due diligence provided that, first, the disclosure does not violate the interest of the company and second — precautionary measures are taken (in particular, further confidentiality of the information is secured) in order to ensure that no party of the planned M&A transactions takes advantage of the information asymmetry. This view is based on teleological construction of the European and Polish law and takes also into regard needs of the business practice. Finally, the provisions of the new Market Abuse Regulation relevant for M&A transactions are presented.