



ZWIĄZEK MAKLERÓW I DORADCÓW

00-676 Warszawa, ul. Marszałkowska 68/70 lok.. 30
<http://www.zmid.org.pl>

tel./fax (22) 628 37 43
e-mail: biuro@zmid.org.pl

Warszawa, 18.02.2010 r.

STANOWISKO ZWIĄZKU MAKLERÓW I DORADCÓW W SPRAWIE INFORMACJI POUFNYCH

Związek Maklerów i Doradców („Związek”) przedstawia swoje stanowisko dotyczące pojęcia informacji poufnej. Stanowisko zostało przygotowane ze względu na chęć aktywnego uczestnictwa Związku w kształtowaniu się standardów dobrych praktyk rynkowych dotyczących maklerów i doradców.

Niniejsze stanowisko jest objaśnieniem pojęcia informacji poufnej oraz sankcji związanych z jej ujawnianiem i wykorzystywaniem, stanowiącą wyłącznie analizę przepisów obowiązującego prawa, przy czym zakres analizy nie obejmuje kwestii związanych z odpowiedzialnością na podstawie Ustawy o odpowiedzialności podmiotów zbiorowych za czyny zabronione pod groźbą kary (Dz. U. 2002, nr 197, poz. 1661).

Zwracamy uwagę, że zaprezentowane stanowisko stanowi jedynie opinię Związku, która w trakcie przygotowywania nie była konsultowana z Komisją Nadzoru Finansowego („KNF”). Wybór tematyki stanowiska przedstawionego poniżej został dokonany w oparciu o poziom zainteresowanie publicznego tematyką informacji poufnych, wyrażony między innymi w częstotliwości publikacji prasowych o tej tematyce.

1. Wprowadzenie – definicja informacji poufnej

Zgodnie z przepisem art. 154 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r., nr 183, poz. 1538, z późn. zm.) („Ustawa o obrocie”) informacją poufną jest określona w sposób precyzyjny informacja dotycząca, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku takich instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych, przy czym dana informacja:

- (a) jest określona w sposób precyzyjny, wtedy gdy wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać, a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych;
- (b) mogłaby po przekazaniu do publicznej wiadomości w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych, wtedy gdy mogłaby ona zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora;

- (c) w odniesieniu do osób zajmujących się wykonywaniem dyspozycji dotyczących instrumentów finansowych, ma charakter informacji poufnej, również wtedy gdy została przekazana tej osobie przez inwestora lub inną osobę mającą wiedzę o takich dyspozycjach, i dotyczy składanych przez inwestora dyspozycji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, przy spełnieniu przesłanek określonych w pkt a) i b).

2. Zakaz wykorzystywania i ujawnianie informacji poufnych oraz udzielanie rekomendacji na podstawie informacji poufnych

Przepisy Ustawy o obrocie nakładają sankcje na podmioty, które: (i) wykorzystują informacje poufne; (ii) ujawniają informacje poufne; lub (iii) udzielają rekomendacji na podstawie informacji poufnych.

2.1 Wykorzystywanie informacji poufnych

Zgodnie z przepisem art. 156 ust. 4 Ustawy o obrocie, wykorzystywaniem informacji poufnej jest nabywanie lub zbywanie, na rachunek własny lub osoby trzeciej, instrumentów finansowych, w oparciu o informację poufną będącą w posiadaniu tej osoby, albo dokonywanie, na rachunek własny lub osoby trzeciej, innej czynności prawnej powodującej lub mogącej powodować rozporządzenie takimi instrumentami finansowymi, jeżeli instrumenty te:

- (a) są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub któregośkolwiek z innych państw członkowskich, lub są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku, niezależnie od tego, czy transakcja, której przedmiotem jest dany instrument, jest dokonywana na tym rynku, albo
- (b) nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub innego państwa członkowskiego, a ich cena lub wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny instrumentu finansowego określonego w pkt (a).

2.2 Ujawnianie informacji poufnych

Art. 156 ust. 5 Ustawy o obrocie zawiera definicję ujawniania informacji poufnych, zgodnie z którą jest to przekazywanie, umożliwianie lub ułatwianie wejścia w posiadanie przez osobę nieuprawnioną informacji poufnej dotyczącej:

- (a) jednego lub kilku emitentów lub wystawców instrumentów finansowych, o których mowa w pkt. 2.1 (a) powyżej;
- (b) jednego lub kilku instrumentów finansowych określonych w pkt. 2.1 (a) powyżej;
- (c) nabywania albo zbywania instrumentów finansowych określonych w pkt. 2.1 (a) powyżej.

2.3 Zakaz udzielania rekomendacji na podstawie informacji poufnych

Zgodnie z przepisem art. 156 ust. 2 pkt. 2 Ustawy o obrocie, osoby będące w posiadaniu informacji poufnej nie mogą udzielać rekomendacji lub nakłaniać inną osobę na podstawie informacji poufnej do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których dotyczy ta informacja.

2.4 Sankcje za wykorzystywanie i ujawnianie informacji poufnych oraz za udzielanie rekomendacji na podstawie informacji poufnych

2.4.1 Sankcje karne

Ustawa o obrocie przewiduje odrębne sankcje wobec osób ujawniających informacje poufne i wobec osób wykorzystujących takie informacje.

Zgodnie z przepisem art. 180 Ustawy o obrocie, ujawnienie informacji poufnej przez osobę, która uzyskała do niej dostęp, podlega karze grzywny w wysokości do 2.000.000 PLN lub karze pozbawienia wolności od 1 miesiąca do 3 lat lub obu tym karom łącznie.

Przepis art. 181 Ustawy o obrocie określa, że wykorzystanie informacji poufnej podlega karze grzywny w wysokości do 5.000.000 PLN lub karze pozbawienia wolności od 3 miesięcy do 5 lat lub obu tym karom łącznie. W przypadku, gdy osobą wykorzystującą informację jest członek zarządu, członek rady nadzorczej, prokurent, lub pełnomocnik emitenta, jego pracownik, biegły rewident lub inna osoba pozostająca z emitentem w stosunku zlecenia lub podobnym stosunku – podlega ona karze grzywny w wysokości do 5.000.000 PLN lub karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do 8 lat lub obu tym karom łącznie.

W art. 182 Ustawy o obrocie przewidziana jest sankcja za udzielanie rekomendacji inwestycyjnych na podstawie informacji poufnej. Zgodnie z tym przepisem, kto udziela rekomendacji lub nakłania do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których dotyczy informacja poufna, podlega grzywnie do 2.000.000 zł albo karze pozbawienia wolności do lat 3, albo obu tym karom łącznie.

2.4.2 Sankcje administracyjne

Zgodnie z przepisem art. 130 Ustawy o obrocie, KNF może skreślić maklera lub doradcę z listy albo zawiesić jego uprawnienia do wykonywania zawodu na okres od 3 miesięcy do 2 lat na skutek naruszenia w związku z wykonywaniem zawodu przepisów prawa lub regulaminów i innych przepisów wewnętrznych, do których przestrzegania makler lub doradca jest zobowiązany w związku z wykonywaniem zawodu.

KNF może prowadzić postępowanie administracyjne i stosować sankcje administracyjne niezależnie od prowadzonego przez inne organy postępowania karnego. Co więcej, w przypadku udowodnienia popełnienia przestępstwa ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnej albo udzielania rekomendacji na podstawie informacji poufnej, sankcja administracyjna może zostać nałożona przez KNF niezależnie od wymiaru kary orzeczonej przez sąd w postępowaniu karnym. Ewentualne orzeczenie stwierdzające, że nie wystąpiło naruszenie prawa wydane przez sąd w postępowaniu karnym może jednakże, w uzasadnionych okolicznościach, być rozpatrywane w świetle potencjalnego wzruszenia orzeczenia KNF wydanego w postępowaniu administracyjnym.

2.4.3 Podmioty podlegające sankcjom

Sankcjom karnym i administracyjnym podlegają osoby wpisane na listę maklerów papierów wartościowych oraz listę doradców inwestycyjnych, prowadzone przez KNF.

Analitycy podlegają jedynie sankcjom karnym (jako podmioty nienadzorowane przez KNF nie podlegają sankcjom administracyjnym). Należy pamiętać, że w sądowym postępowaniu karnym, sąd karny może orzec jako jedną z kar także zakaz zajmowania określonego stanowiska lub wykonywania określonego zawodu lub prowadzenia określonej działalności gospodarczej na okres od 1 roku do lat 10.

3. Analiza definicji informacji poufnej

Analiza definicji informacji poufnej przytoczonej w pkt. 2 powyżej pozwala stwierdzić, że informacją poufną jest informacja posiadająca łącznie następujące cechy:

- (a) jest określona w sposób precyzyjny;
- (b) dotyczy, bezpośrednio lub pośrednio, emitenta instrumentów finansowych lub instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów;
- (c) nie została przekazana do publicznej wiadomości;
- (d) może mieć istotny wpływ na cenę lub wartość instrumentów finansowych.

W dalszej części niniejszego stanowiska przedstawiamy analizę każdego z powyższych kryteriów.

3.1 Kryterium precyzji

Przekazywana informacja jest precyzyjna, jeśli łącznie: (i) wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać, oraz (ii) jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

Informacja może zostać uznana za poufną, wówczas gdy opiera się na pewnych i obiektywnych dowodach możliwych do wskazania dla potwierdzenia jej prawdziwości. Nie powinny zostać uznane za informację poufną plotki i pogłoski. Również hipotezy i przeczenia nie powinny stanowić podstawy decyzji inwestycyjnej podejmowanej przez racjonalnego inwestora¹. Podobnie kwestię precyzyjności ujmują zalecenia interpretacyjne do, implementowanej w art. 154 i n. Ustawy o obrocie, dyrektywy w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku nr 6/2003 („**Dyrektywa market abuse**”), które zostały wydane przez Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych („**Zalecenia CESR**”)².

Wśród przedstawicieli doktryny prawa, wątpliwości budzi uznanie za informację poufną planów, prognoz i ocen dotyczących przyszłego rozwoju emitenta. Niektórzy prezentują pogląd, iż takim informacjom należy przyznać charakter „precyzyjnej informacji poufnej”, wówczas gdy bazują one na nieujawnionych publicznie faktach i danych, a źródło, z którego pochodzą jest obiektywnie wiarygodne³.

Rozstrzygnięcie o poziomie precyzji informacji może polegać:

- (a) w odniesieniu do prognoz finansowych – na ustaleniu na przykład, czy prognozowane wyniki są przedstawione wystarczająco szczegółowo i w oparciu o rzetelne kalkulacje przeprowadzone przez emitenta;
- (b) w odniesieniu do innych informacji – na ustaleniu, czy informacja przedstawia skonkretyzowane plany emitenta, czy też wyraża jego niesprecyzowane intencje;

W świetle powyższych argumentów, można uznać, że informacja niezawierająca konkretnych stwierdzeń ani szczegółów dotyczących zjawisk, o jakich informuje, nie może w wystarczającym stopniu umożliwiać dokonania oceny potencjalnego wpływu okoliczności

¹ M. Górecki, Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera, HUK 1/2007.

² Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007.

³ K. Oplustil, P. Wiórek, Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym (cz. I), Prawo Spółek 2/2005.

w niej opisanych na cenę akcji. Na przykład, w sytuacji, kiedy informacja składa się w przeważającej części z domysłów i twierdzeń obarczonych dużą dozą niepewności, trudno uznać, że umożliwia ona dokonanie oceny w sposób racjonalny. Powyższy pogląd znajduje oparcie w poglądzie doktryny prawa rynku kapitałowego, zgodnie z którym „informacja na tyle niejednoznaczna, że „przeciętny inwestor” nie jest w stanie zastosować jej do podjęcia decyzji inwestycyjnych nie jest informacją poufną.”⁴

3.2 Kryterium powiązania z emitentem lub instrumentem finansowym

Zgodnie z Ustawą o obrocie, informacja poufna dotyczy, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku takich instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania instrumentów finansowych.

3.2.1 Informacje bezpośrednio dotyczące emitenta

Nie istnieje zamknięty katalog informacji, które bezpośrednio dotyczą emitenta instrumentów finansowych. Przykładowe wyliczenie takich kwestii znajduje się w Zaleceniach CESR. Są to m.in. informacje dotyczące zmiany kontroli nad emitentem, zmian personalnych w jego organach, decyzji o podwyższeniu lub obniżeniu kapitału zakładowego, sporów sądowych, w których uczestniczy emitent, istotnych zmian wartości aktywów czy zmian w prognozach wyników finansowych.

3.2.2 Informacje bezpośrednio dotyczące instrumentu finansowego

Przykładem informacji, która bezpośrednio dotyczy instrumentu finansowego jest skonkretyzowany zamiar akcjonariusza dotyczący zwiększenia lub zmniejszenia zaangażowania kapitałowego lub ogłoszenia wezwania na akcje emitenta.

3.2.3 Informacje pośrednio dotyczące emitenta lub jego instrumentów finansowych

Pośrednio dotyczą emitenta lub jego instrumentów finansowych informacje odnoszące się do sektora gospodarki, w którym emitent prowadzi działalność, takie jak np. projekty aktów prawnych lub prognozy makroekonomiczne, które mogą mieć istotny wpływ na sytuację majątkową emitenta lub na cenę instrumentu finansowego.

Zakres kryterium powiązania z emitentem lub instrumentem finansowym jest szeroki – obejmuje ono zarówno informacje dotyczące emitenta lub instrumentu finansowego bezpośrednio, jak i pośrednio. W zasadzie, niemal każda informacja w jakikolwiek sposób dotycząca spółki publicznej, w tym jej wyników lub istotnych działań w obrębie grupy kapitałowej, jak również sektora jej działalności dotyczy bezpośrednio lub pośrednio emitenta lub instrumentu finansowego.

3.3 Kryterium przekazania informacji do publicznej wiadomości

Zgodnie z Ustawą o obrocie, informacja pozostaje poufną, dopóki nie zostanie przekazana do publicznej wiadomości. Jeśli informacja zostanie wykorzystana po jej podaniu do publicznej wiadomości, nie następuje przypadek wykorzystania informacji poufnej.

Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2005, nr 184, poz. 1539 z późn. zm.) („**Ustawa o ofercie**”) określa zasady przekazywania informacji poufnych do publicznej wiadomości. Informacje poufne powinny zostać przekazane przez emitenta jednocześnie KNF, spółce prowadzącej rynek giełdowy, na którym notowane są instrumenty finansowe tego emitenta oraz agencji informacyjnej, która przekazuje informację do publicznej wiadomości.

⁴ A. Chłopecki, Informacja poufna w prawie papierów wartościowych, Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Stanisławowi Sołtyśkiemu, Poznań 2004, s. 401-414.

Należy zwrócić uwagę na okoliczność, że informacja nieprzekazana do publicznej wiadomości przez emitenta, może stać się publicznie dostępna w inny sposób – na przykład, w drodze publikacji prasowej lub komunikatu agencji informacyjnej opartych na tzw. „wyciekach”. Jest zatem możliwe, że przed przekazaniem informacji poufnej do publicznej wiadomości w sposób określony w Ustawie o ofercie, zostanie upubliczniona, choćby w sposób nieuprawniony, informacja obejmująca treścią część lub całość informacji poufnej.

Według Zaleceń CESR, można przyjąć, że informacja obejmująca treścią część lub całość informacji poufnej przekazana publiczności w inny niż przewidziany przepisami prawa sposób stanowi informację publicznie dostępną, także wówczas, jeżeli została przekazana do publicznej wiadomości w formie komunikatu przez serwisy informacyjne, do których dostęp jest płatny takie jak np. Bloomberg czy Reuters. Zgodnie z taką interpretacją, ujawnienie informacji poufnej w serwisach informacyjnych powoduje, że jej przekazywanie lub wykorzystywanie oraz dokonywanie rekomendacji na jej podstawie nie stanowi czynu zagrożonego karą.

Należy zaznaczyć, że aby ustalić, czy komunikat obejmuje część lub całość informacji poufnej, jego treść powinna podlegać badaniu w oparciu o kryteria właściwe dla informacji poufnych, przedstawione w punktach 3.1- 3.4 niniejszego stanowiska.

W badaniu wpływu przekazania komunikatu przez serwis informacyjny na status informacji poufnej istotną rolę odgrywa ustalenie dokładnego czasu przekazania komunikatu. W rzeczywistości może to decydować o momencie utraty przez informację statusu poufnej, a w dalszej kolejności o kwestiach odpowiedzialności karnej lub administracyjnej za jej ujawnianie, wykorzystywanie czy dokonywanie rekomendacji na jej podstawie.

3.4 Kryterium istotnego wpływu na cenę instrumentu finansowego

Aby określić wpływ przekazania informacji na cenę instrumentu finansowego w przypadku wykorzystania informacji przez racjonalnie działającego inwestora należy każdorazowo ustalić, czy przy uwzględnieniu całokształtu czynników występujących w tym czasie na rynku i wpływających na decyzje inwestorów oraz z perspektywy racjonalnie działającego inwestora, dysponującego przeciętną wiedzą na temat rynku kapitałowego i mechanizmów jego funkcjonowania, zainteresowanego wyłącznie uzyskaniem jak najwyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału oraz przy uwzględnieniu okoliczności konkretnego przypadku dana informacja podlegałaby uwzględnieniu przez inwestora przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej⁵.

Badania istotności wpływu na cenę instrumentu finansowego należy dokonywać według stanu wiedzy i okoliczności na chwilę ujawnienia lub wykorzystania informacji poufnej. Bez znaczenia jest fakt, że dana informacja po ujawnieniu nie wpłynęła istotnie na cenę danego instrumentu finansowego.⁶

Oceny istotności informacji należy dokonywać biorąc pod uwagę płynność obrotu i wahania kursu danego instrumentu finansowego w okresie poprzedzającym ujawnienie informacji, a także stopień rozwoju danego rynku⁷. Ważne są również warunki i nastroje na rynku papierów wartościowych, a także warunki makroekonomiczne panujące w czasie poprzedzającym upublicznienie informacji.

Przykładowo, w ocenie czy informacja jest istotnie cenotwórcza, należy ustalić, między innymi:

- (a) czy byłaby ona istotną nowością dla inwestorów, czy też funkcjonuje już w obiegu (na przykład informacje dotyczące prognoz finansowych mogą nie być zaskakujące dla inwestorów na skutek wyliczeń dokonanych wcześniej przez analityków) oraz czy jest już uwzględniona w aktualnej cenie rynkowej akcji.

⁵ K. Oplustil, P. Wiórek, op. cit.; wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 11 lipca 2006 r., sygn. II GSK 102/2006.

⁶ Wyrok NSA, j.w.

⁷ K. Oplustil, P. Wiórek, j.w.

(b) czy dotyczy istotnych obciążeń lub korzyści dla emitenta.

Obserwując wpływ informacji na cenę papieru wartościowego należy brać pod uwagę również średnie wahanie cen danego papieru wartościowego w okresie poprzedzającym ewentualną zmianę ceny pod wpływem informacji. Istotne jest również czy sam emitent traktował tę informację jako potencjalnie cenotwórczą.

Należy również zwrócić uwagę, czy na rynku nie pojawiły się dodatkowe, zewnętrzne w stosunku do ujawnienia informacji, elementy, których wystąpienie mogło mieć wpływ na podejmowane przez uczestników obrotu decyzję np. zachowanie kursu akcji, które mogło wskazywać na możliwość odreagowania kursu w bliskiej przyszłości.

Zidentyfikowanie takich elementów może prowadzić do wniosku, że w istocie obrót instrumentami finansowymi prowadzony był na podstawie sygnałów analizy kursu tych instrumentów i metod analitycznych, w oderwaniu od przekazywanych temu inwestorowi informacji.

Ocena informacji z perspektywy racjonalnego inwestora może pozwolić na dojście do wniosku, że z uwagi na niski poziom precyzji, niski poziom istotności lub przewidywalność informacji, racjonalnie działający inwestor nie opierałby swojej decyzji inwestycyjnej na takiej informacji lub podjął decyzję w oparciu o dane inne niż ta właśnie informacja.

Przy dokonywaniu oceny reakcji rynkowych na informacje będące potencjalnie informacjami poufnymi, należy pamiętać że w praktyce rynkowej wymiana informacji może być dokonywana pomiędzy profesjonalistami działającymi na rynku kapitałowym. W takiej sytuacji istnieje ryzyko, że badanie informacji pod kątem istotnego wpływu na cenę może być prowadzone z perspektywy profesjonalisty zajmującego się rynkiem kapitałowym, czyli osoby która we właściwy sposób potrafi dokonać oceny wpływu danej informacji na cenę papieru wartościowego.

W naszej ocenie, posłużenie się miernikiem profesjonalisty przy ocenie istotności wpływu informacji na cenę papieru wartościowego wydaje się nieuprawnione. Ustawa o obrocie wyraźnie wskazuje, że takiej oceny należy dokonywać w oparciu o miernik racjonalnego inwestora, czyli osoby dysponującej przeciętną wiedzą o rynku kapitałowym. Analiza przepisów innych ustaw w polskim systemie prawnym, w których dla określenia wagi danej czynności stosowany jest miernik staranności prowadzi do wniosku, że ustawodawca każdorazowo wyraźnie określa miernik staranności, według którego należy badać dane zachowanie. W przypadku, gdy ma to być miernik podwyższonej staranności wynikający z profesjonalizmu podmiotu, którego zachowanie jest przedmiotem oceny, musi to wyraźnie wynikać z przepisów. Przepisy Ustawy o obrocie wyraźnie nakazują stosowanie miernika racjonalnego inwestora nie zaś profesjonalisty. Dodatkowo, w przypadku stosowania przepisów, których naruszenie może skutkować sankcjami, należy je interpretować ściśle, czyli przede wszystkim kierować się literalnym brzmieniem przepisu.

4. Informacja równoważna z informacją poufną jako wynik analizy danych

Na kanwie powyższych rozważań dostrzegamy także, że informacja spełniająca wymogi: precyzji, powiązania z emitentem lub instrumentem finansowym oraz wpływu na cenę instrumentu finansowego, może zostać uzyskana w inny sposób, niż w drodze przekazania lub ujawnienia informacji poufnej. Przykładem takiego pozyskania informacji jest wyciągnięcie określonych wniosków poprzez analizę szeregu informacji o charakterze innymi niż poufne, dostępnych na rynku, w tym przekazywanych wywiadów. Istnieje potencjalna możliwość, że w drodze pogłębionej analizy danych publicznie dostępnych, podmiot zewnętrzny wobec Emitenta dojdzie do wniosków równoważnych w treści z informacją, która byłaby traktowana jak informacja poufna gdyby pochodziła od emitenta. Nie może to jednak prowadzić do wniosku, że podmiot zewnętrzny udostępniający wyniki swoich badań, dopuszcza się naruszenia reżimu ochrony informacji poufnych.

5. Podsumowanie

Zgodnie z przepisami Ustawy o obrocie tylko informacja, która łącznie posiada cechy wymienione w punkcie 3 powyżej może być uznana za informację poufną w rozumieniu Ustawy o obrocie ze wszelkimi konsekwencjami, takimi jak zakaz ujawniania, wykorzystania czy dokonywania rekomendacji na podstawie informacji poufnych, jak również ponoszenie odpowiedzialności karnej i administracyjnej za naruszenie tych zakazów.

W sytuacji kiedy informacja nie posiada którejkolwiek z cech wyżej wymienionych, nie stanowi informacji poufnej w rozumieniu Ustawy o obrocie. Wobec tej informacji nie obowiązuje zatem zakaz ujawniania, a co za tym idzie ujawnienie jej nie może podlegać sankcji karnej lub stanowić podstawy do orzeczenia sankcji administracyjnej.

Należy podkreślić, że każda informacja, która może zostać potencjalnie uznana za poufną wymaga indywidualnego badania pod kątem występowania cech wskazanych powyżej. Niezbędne jest uwzględnienie kontekstu, w którym dana informacja powstała oraz została przekazana.

Magdalena Zajączkowska-Ejsymont

Prezes Zarządu Związku Maklerów i Doradców