

Tomasz Regucki\*

## **W poszukiwaniu nowego modelu regulacji stałych obowiązków informacyjnych spółek giełdowych w perspektywie zmian regulacji Unii Europejskiej. Ujęcie prawno-ekonomiczne z uwzględnieniem ekonometrycznej analizy wpływu realizacji obowiązków informacyjnych na ceny akcji emitentów**

Artykuł porusza problematykę regulacji w zakresie obowiązków informacyjnych emitentów na rynku regulowanym. W pierwszych częściach przedstawiono obecny stan przepisów – scharakteryzowano instytucje informacji poufnych oraz raportów bieżących, omówiono również nowe regulacje w prawie Unii Europejskiej. Zwrócono uwagę, że w polskim prawie występuje specyficzny dualizm obowiązków informacyjnych – publikacji podlegają zarówno informacje spełniające przesłanki informacji poufnych, jak również informacje zapisane w zamkniętym katalogu raportów bieżących. Przedmiotem artykułu były także rozważania poświęcone wzajemnym relacjom raportów bieżących i informacji poufnych. Wskazano również, że obecna, silna regulacja może prowadzić do pewnych negatywnych efektów. W części empirycznej przedstawiono wyniki badań ekonometrycznych dotyczących wpływu przekazywania informacji na ceny akcji emitentów wchodzących w skład indeksu WIG20. Na podstawie wyników zaprezentowane zostały postulaty *de lege ferenda* dotyczące pożądanego kształtu regulacji odnoszących się do obowiązków informacyjnych spółek giełdowych.

---

\* Pracownik Instytutu Allerhanda, doktorant w Katedrze Polityki Gospodarczej na Wydziale Prawa i Administracji UJ.

Wnioskiem z przedstawionej analizy jest postulat pewnej liberalizacji obowiązków informacyjnych emitentów polegającej na ograniczeniu katalogu raportów bieżących.

## 1. Wprowadzenie: Ewolucja regulacji w zakresie obowiązków informacyjnych emitentów

Jednym z elementów kluczowych, koniecznych do tego, aby mógł poprawnie funkcjonować jakikolwiek rynek, jest zapewnienie dobrej informacji dostępnej dla jego uczestników. W przypadku rynku kapitałowego, który z uwagi na swoją specyfikę (m.in. dużą szybkość zawierania transakcji oraz brak możliwości weryfikacji wartości nabywanych walorów inaczej niż poprzez dostęp do informacji o emitencie) jest wyjątkowo narażony na problemy wynikające z asymetrii informacji, kluczową rolę spełniają regulacje nakierowane na zapewnienie uczestnikom rynku dobrej informacji – obowiązki informacyjne emitentów.

W najbardziej ogólnym ujęciu obowiązki te podzielić można na obowiązki prospektowe oraz stałe obowiązki informacyjne<sup>1</sup>. Obowiązek prospektowy związany jest z publikacją dokumentu informacyjnego, którego funkcją jest kompleksowe przedstawienie sytuacji emitenta w celu umożliwienia uczestnikom rynku kapitałowego podjęcia racjonalnej decyzji dotyczącej zakupu oferowanych papierów wartościowych<sup>2</sup>. Z kolei stałe obowiązki informacyjne mają na celu dostarczenie inwestorom aktualnych informacji o spółkach, których papiery wartościowe są notowane na rynku giełdowym.

Stale obowiązki informacyjne unormowane zostały na płaszczyźnie prawa Unii Europejskiej. Historia regulacji w tym zakresie sięga lat osiemdziesiątych XX w., kiedy to uchwalona została dyrektywa *insider dealing*<sup>3</sup>. Dyrektywa zawierała m.in. definicję informacji wewnętrznej

---

<sup>1</sup> Taki podział przedstawia K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, komentarz do art. 56 ustawy.

<sup>2</sup> Szerzej o funkcjach i głównych cechach obowiązku prospektowego zob. np. T. Sójka, *Odpowiedzialność odszkodowawcza za upublicznienie fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym w świetle dyrektywy prospektowej*, PPH 4/2006, s. 49 i nast.

<sup>3</sup> Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, OJ L 334, 18.11.1989, p. 30-32 (dyrektywa *insider dealing*).

(która do dnia dzisiejszego nie zmieniła się zasadniczo, zwłaszcza w kontekście samej istoty regulacji) oraz obowiązek przekazywania takich informacji do publicznej wiadomości, jak również pojęcie osoby mającej dostęp do takich informacji (*insidera*) wraz z zakazem wykorzystywania oraz ujawniania tychże informacji wewnętrznych<sup>4</sup>. Co interesujące, przed rokiem 1989 w krajach Europejskich nie przykładano należytej uwagi do problematyki informacji poufnych oraz nadużyć na rynku kapitałowym – wykorzystywanie informacji poufnych (*insider dealing*) było przestępstwem jedynie w trzech krajach europejskich (w Wielkiej Brytanii, Francji oraz w Danii), przy czym, pomimo wielu skandali związanych z tym procederem, postępowania zasadniczo nie kończyły się wyrokami pozbawienia wolności<sup>5</sup>.

Pomimo faktu, że regulacje w zakresie przeciwdziałania nadużyciom na rynku miały przełomowy charakter, po niespełna dekadzie ich obowiązywania podkreślano, że w związku z m.in. dynamicznym rozwojem rynków kapitałowych państw członkowskich konieczna była bardziej pogłębiona integracja w tej sferze, a dotychczasowe normy okazywały się niewystarczające<sup>6</sup>. 17 lipca 2000 roku powołano tzw. Komitet Mędr-

---

<sup>4</sup> Na ten temat zob. M. G. Warren, *The Regulation of Insider Trading in the European Community*, Washington and Lee Law Review, 1991, Vol. 48, Issue 3, Article 7, p. 1040 i nast. W kontekście uchwalenia dyrektywy *insider dealing* warto zwrócić uwagę na artykuły z lat osiemdziesiątych XX w. opisujące ówczesną sytuację oraz podkreślające konieczność wprowadzenia jednolitej regulacji: L. Hedges, *Insider Trading and the EEC: Harmonization of the Insider Trading Laws of the Member States*, Boston College International and Comparative Law Review 1985, Vol. 8, Issue 1, Article 6, p. 151-179, oraz C. McGuinness, *Toward the Unification of European Capital Markets: The EEC's Proposed Directive on Insider Trading*, Fordham International Law Journal, Vol. 11, Issue 2, Article 6, p. 432-452.

<sup>5</sup> Niekiedy podkreśla się, że w świadomości uczestników obrotu wykorzystywanie informacji wewnętrznych przez osoby mające do nich dostęp wydawało się drobnym oszustwem i niewielkim wykroczeniem, jeżeli nie normalnym następstwem pełnionych funkcji i niejako specyficznym rodzajem „premi” związanej z zajmowanym stanowiskiem. Porównując sytuację w krajach europejskich do Stanów Zjednoczonych, w których *insider dealing* był przedmiotem silnej penalizacji (wydano wiele wyroków długoletniego więzienia dla osób zamieszanych w wykorzystywanie wewnętrznych informacji), kraje Wspólnoty były niekiedy określane mianem „krajów kowbojskich”, w których oszukiwanie uczestników rynku przez wykorzystywanie informacji wewnętrznych było łatwym sposobem na zarobek. Szerzej zob. M.G. Warren, *op. cit.*, p. 1041.

<sup>6</sup> Konieczność rozbudowania regulacji podkreślona została m.in. w Financial Services Action Plan, zob. Communication of the Commission COM(1999)232 – Financial

ców – zespół siedmiu ekspertów z dziedziny prawa i ekonomii działających pod przewodnictwem Alexandre’a Lamfalussy’ego<sup>7</sup>. Efektem jego prac było m.in. nowe podejście do tworzenia regulacji rynku kapitałowego na poziomie europejskim, opierające się na 4-poziomym modelu<sup>8</sup>. Pierwszą dyrektywą uchwaloną w oparciu o to podejście była Dyrektywa MAD<sup>9</sup>, która zastąpiła dyrektywę *insider dealing*, znacznie rozbudowując poprzednie regulacje. Rozszerzenie zakresu regulacji wiązało się przede wszystkim z unormowaniem problematyki nadużyć na rynku oraz manipulacji instrumentem finansowym. Przepisy dyrektywy tym samym kompleksowo regulowały problematykę nadużyć na płaszczyznach: (1) pojęcia informacji poufnych; (2) obowiązków podawania takich informacji do publicznej wiadomości; (3) zakazu wykorzystywania informacji poufnych; (4) manipulacji instrumentami finansowymi. Dyrektywa MAD stanowi również obecnie obowiązujący (do 3 lipca 2016 r.) wzorzec normatywny dla obowiązków informacyjnych państw członkowskich, które zobowiązane są do implementacji oraz przestrzegania wynikających z niej regulacji.

Niespełna dziesięć lat po uchwaleniu dyrektywy MAD podnoszono, że i ta regulacja wymaga pewnych zmian i uściśleń. W szczególności wskazano, że na płaszczyźnie obowiązków informacyjnych część instytucji pozostawia zbyt szerokie pole do interpretacji, powodując różnice w implementacji postanowień dyrektywy w poszczególnych państwach członkowskich oraz brak pewności prawnej<sup>10</sup>. Same regulacje zostały

---

Services: Implementing the framework for Financial Markets: Action Plan, Bruksela 11 maja 1999, s. 23, jak również w tzw. Strategii Lizbońskiej z roku 2000, zob. Prezydency Conclusions, Lisbon European Council, 23 and 24 March 2000, pkt 20 i 21.

<sup>7</sup> Zob. ECOFIN Council: Regulation of European Securities Markets – Terms of reference for the Committee of Wise Men, Bruksela, 17 lipca 2000 r.

<sup>8</sup> Zob. przede wszystkim: Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Bruksela, 15 lutego 2001 r.

<sup>9</sup> Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Dz.Urz. UE z 12 kwietnia 2003 r., L 96/16, s. 367-376 (dyrektywa MAD).

<sup>10</sup> W kwestii braku pewności prawnej, którego efektem był zbyt mały stopień harmonizacji norm w zakresie obowiązków informacyjnych oraz zakazu manipulacji, zob. zwłaszcza oceny skutków regulacji wydane w 2011 r. wraz z pierwszym projektem rozporządzenia MAR: Dokument Roboczy Służb Komisji – Streszczenie Oceny Skutków, SEK(2011) 1218 wersja ostateczna, Bruksela, dnia 20.10.2011, s. 4 oraz Commission Staff Working Paper - Impact Assessment, SEC(2011) 1217 final, Brussels, 20.10.2011, p. 28-29.

ponadto uszczegółowione, a ich zakres rozszerzony na rynki uprzednio nieobjęte dyrektywą MAD. Zdecydowano również, że aby zapewnić pełną harmonizację, miejsce dyrektywy zajmie rozporządzenie, które uchwalone zostało 16 kwietnia 2014 r.<sup>11</sup> i zacznie obowiązywać od 3 lipca 2016 r.

Jeżeli chodzi o model norm odnoszących się do stałych obowiązków informacyjnych emitentów, to zasadniczo nie ulegnie on zmianie – przesłanki definiujące informacje wewnętrzne, jak również obowiązek niezwłocznego podawania takich informacji do publicznej wiadomości, w samej swojej istocie pozostają niezmiennione (z zastrzeżeniem m.in. rozszerzenia zakresu przedmiotowego regulacji na emitentów poza rynkiem regulowanym)<sup>12</sup>. Fundamentalna zmiana, a tym samym konieczność dostosowania polskiego prawa rynku kapitałowego do standardów prawa Unii Europejskiej, dotyczyć będzie jednak samej struktury źródeł prawa – w miejsce odpowiednich przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>13</sup> oraz ustawy o ofercie publicznej<sup>14</sup> stosowane będą bezpośrednio przepisy rozporządzenia MAR. Taka zmiana struktury również wymaga od ustawodawcy precyzyjnych działań, mających za zadanie dostosowanie funkcjonowania rynku kapitałowego (również od strony prawnej) do standardów wytyczonych przez europejskiego ustawodawcę.

Jak przedstawiono powyżej, stałe obowiązki informacyjne uregulowane zostały na płaszczyźnie prawa Unii Europejskiej, natomiast prze-

---

<sup>11</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z 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 z 12 czerwca 2014 r., L 173/1 (rozporządzenie MAR).

<sup>12</sup> Na temat obowiązków informacyjnych w kontekście wprowadzenia rozporządzenia MAR zob. C. Di Noia, M. Milič, P. Spatola, *Issuers obligations under the new Market Abuse Regulation and the proposed ESMA guideline regime: a brief overview*, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft/Journal of Banking Law and Banking* 2/14, p. 98-108.

<sup>13</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538 z późniejszymi zmianami (ustawa o obrocie).

<sup>14</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. z 2005 r. Nr 184, poz. 1539 z późniejszymi zmianami (ustawa o ofercie publicznej).

pisy krajowe nastawione są na implementację norm z niego wynikających. Co niezwykle istotne, polski ustawodawca zdecydował się jednak na szerszą regulację obowiązków informacyjnych, gdyż poza instytucją informacji poufnych (wynikającą bezpośrednio z prawa Unii Europejskiej) wprowadzona została kategoria raportów bieżących – zamkniętego katalogu okoliczności podlegających przekazaniu do publicznej wiadomości, który to katalog jest *de lege lata* niezależny od informacji poufnych.

Wydaje się, że taka regulacja – silniejsza niż w innych krajach członkowskich – była odpowiednia na wczesnym stadium rozwoju naszego rynku kapitałowego. Powodem tego był brak wypracowanych praktyk i odpowiedniego doświadczenia uczestników obrotu, który wymagał bardziej precyzyjnych norm. Ponad dwie dekady od początku transformacji gospodarczej warto przeanalizować obowiązujące przepisy pod kątem ich zasadności oraz zastanowić się nad ich możliwą modyfikacją. Taka analiza jest konieczna również w perspektywie wejścia w życie rozporządzenia MAR, które wymusza na polskim ustawodawcy co najmniej wykreślenie niektórych przepisów z ustaw regulujących polski rynek kapitałowy. Należy jednak wziąć pod uwagę całe spektrum możliwych działań związanych z nowymi regulacjami prawa Unii Europejskiej. W perspektywie oceny efektywności dotychczasowych regulacji warto również oprzeć się na podejściu empirycznym, uwzględniającym faktyczne funkcjonowanie obowiązujących norm – niniejszy artykuł dostarcza takich analiz.

W drugim podrozdziale artykułu przedstawiono obecną strukturę stałych obowiązków informacyjnych w polskim prawie rynku kapitałowego. W trzecim podrozdziale analizie dogmatycznej poddano relacje pomiędzy informacjami poufnymi a raportami bieżącymi oraz niektóre negatywne efekty związane z nadmierną regulacją obowiązków informacyjnych, natomiast w czwartym podrozdziale zaprezentowano wyniki analizy empirycznej dotyczącej wpływu realizacji obowiązków informacyjnych na ceny akcji emitentów. W piątym podrozdziale przedstawiono płynące z tejże analizy wnioski prawne, wraz z rozważeniem nowego modelu regulacji z uwzględnieniem zmian możliwych wprowadzenia w związku z wejściem w życie rozporządzenia MAR.

## 2. Stałe obowiązki informacyjne emitentów w świetle obecnej regulacji

W przypadku stałych obowiązków informacyjnych wyróżnić należy trzy podstawowe kategorie przekazywanych informacji, które występują w polskim prawie: raporty okresowe, informacje poufne oraz raporty bieżące<sup>15</sup>. Pierwsze dwie kategorie mają swoje umocowanie w prawie Unii Europejskiej, podczas gdy kategoria raportów bieżących jest dodatkiem polskiego ustawodawcy.

Najważniejsze znaczenie dla przedstawienia pełnego obrazu o emittencie i jego działalności mają raporty okresowe – raporty kwartalne, półroczne i roczne, które zawierają wyczerpującą informację na jego temat i składają się m.in. ze sprawozdania finansowego oraz sprawozdania zarządu z działalności<sup>16</sup>. Kompleksowość informacji zawartych w raportach okresowych nie zmienia jednak faktu, że istnieje szereg sytuacji, w których informacja o danej okoliczności dotyczącej spółki powinna być przekazana niezwłocznie w formie odrębnego raportu, nie zaś jako składowa dużo obszerniejszego raportu okresowego, który jest publikowany cyklicznie. Raporty okresowe dotyczą w większym stopniu zdarzeń historycznych, podczas gdy w wielu przypadkach pojawia się informacja, która ze względu na swoją wagę powinna być upubliczniona od razu<sup>17</sup>. Instytucjami służącymi temu celowi są informacje poufne oraz raporty bieżące. Kategorie te wymagają w tym miejscu szerszej charakterystyki.

---

<sup>15</sup> Zob. art. 56 ust. 1 pkt 1 i 2 ustawy o ofercie publicznej.

<sup>16</sup> Treść raportów okresowych szczegółowo określają przepisy rozdziału 4 (§ 82–§ 92) rozporządzenia Ministra Finansów z 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, Dz.U. z 2009 r. Nr 33, poz. 259 (dalej: Rozporządzenie), szczegółowa analiza zawartości raportów okresowych wykraczałaby znacznie poza ramy niniejszego artykułu. Na temat różnic w przepisach wybranych krajów Unii Europejskiej odnoszących się do raportów okresowych zob. Mazars Team, *Analysis of legal and market aspects concerning annual reports published by companies listed on the stock exchanges in the United Kingdom, France, Germany and Poland*, Przegląd Corporate Governance 2 (30) 2012, s. 27-79.

<sup>17</sup> T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 98.

Informacje poufne w obecnym stanie prawnym (do czasu wejścia w życie rozporządzenia MAR) mają normatywne umocowanie w dyrektywie MAD (ustawodawca europejski posługuje się tożsamym pojęciem „informacje wewnętrzne”), a do polskiego porządku prawnego zostały implementowane w art. 154 ustawy o obrocie. Aby daną informację można było zakwalifikować jako informację poufną, musi ona charakteryzować się czterema cechami: (1) odpowiednim zakresem przedmiotowym – informacja poufna dotyczy bezpośrednio lub pośrednio emitenta lub emitowanych przez niego papierów wartościowych; (2) niepublicznym charakterem – informacja jest informacją poufną, gdy nie została podana do publicznej wiadomości; (3) precyzyjnością oraz (4) potencjalnie cenotwórczym charakterem – możliwością oddziaływania na ceny papierów wartościowych emitenta<sup>18</sup>.

Każda informacja, która spełnia łącznie powyższe przesłanki co do zasady<sup>19</sup>, powinna być niezwłocznie przekazana przez emitenta do publicznej wiadomości (art. 56 ustawy o ofercie publicznej). Ustawodawca europejski (a w ślad za nim ustawodawca polski) wychodzi zatem z założenia, że najistotniejsze informacje z punktu widzenia działalności emitenta powinny być jak najszybciej dostępne dla inwestorów, co ma sprzyjać transparentności rynku oraz uniemożliwić nieuczciwe wykorzystanie informacji przez osobowy mające do nich dostęp (*insider trading*).

Kluczowym i w praktyce najważniejszym elementem instytucji informacji poufnej jest jej cenotwórczość<sup>20</sup>. Wpływ danej okoliczności na cenę instrumentu finansowego jest mechanizmem, który bezpośrednio

---

<sup>18</sup> Przesłanki informacji poufnej zostały w doktrynie polskiej poddane szczegółowej analizie. Na ten temat zob. przede wszystkim: K. Oplustil, P. Wiórek, *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym (cz. I)*, Prawo Spółek Nr 2/2005; A. Romanowska, *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych insider trading*, PPH 9/2006, s. 49-55; T. Sójka, *Obowiązki informacyjne...*, s. 100 i nast.; M. Glicz, *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnej*, PPH 10/2005, s. 53-58.

<sup>19</sup> Ustawodawca dopuszcza pewne możliwości w zakresie opóźnień w przekazywaniu informacji poufnych w przypadku, gdy wykonanie tego obowiązku mogłoby naruszyć słuszny interes emitenta – por. art. 57 ustawy o ofercie publicznej. Szerzej na temat możliwości opóźnienia przekazania informacji zob. M. Hotel, *Dopuszczalności opóźnienia publikacji informacji poufnych*, Internetowy Przegląd Prawniczy TBSP UJ, 2/2014 (15), s. 27-42.

<sup>20</sup> Podkreślają to m.in. S. Jakszuk, M. Rypina [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 232 i 242.



dotyka inwestorów, a potencjalne wykorzystanie informacji wiąże się tak naprawdę właśnie z jej wpływem na cenę tego instrumentu i wykorzystaniem posiadanej przewagi informacyjnej. Tym samym na płaszczyźnie funkcjonalnej to właśnie przesłanka cenotwórczości danej informacji w największym stopniu spełnia cel omawianych regulacji, jakim jest przeciwdziałanie nadużyciom na rynku kapitałowym oraz zapewnienie uczestnikom obrotu uczciwych warunków zawierania transakcji. Potencjalny wpływ na cenę akcji stanowi zatem również uzasadnienie dla wprowadzenia regulacji nakazujących obowiązek raportowania – informacja, która nie ma takiego charakteru nie będzie wiązać się z zainteresowaniem inwestorów, gdyż raczej nie będzie mieć potencjału, aby bezpośrednio oddziaływać na ceny papierów wartościowych i tym samym interesy uczestników obrotu.

Cenotwórczy charakter informacji należy rozpatrywać zasadniczo z perspektywy *ex ante*, tzn. jako punkt czasowy miarodajny dla oceny cenotwórczego charakteru należy przyjąć moment ujawnienia danej informacji, nie zaś moment faktycznego ruchu cen (który nastąpi później)<sup>21</sup>. Bardziej poprawnym sformułowaniem omawianej cechy informacji jest zatem jej potencjalnie<sup>22</sup> cenotwórczy charakter, gdyż należy brać pod uwagę samą możliwość wpływu na cenę informacji tego typu i prawdopodobieństwo takiego przebiegu wydarzeń, nie zaś fakt, czy wpływ upublicznienia tejże informacji na kształtowanie się cen rzeczywiście nastąpił. Analiza faktycznego wpływu danej informacji na cenę akcji (*ex post*) stosowana może być jedynie pomocniczo, służąc do oceny, czy taka informacja może być uznana za cenotwórczą *ex ante*<sup>23</sup>. Obserwacja taka może również udzielić odpowiedzi na pytanie, czy upublicznienie informacji z określonej kategorii miało w przeszłości (*ex post*) wpływ na cenę akcji i tym samym można rozsądnie oczekiwać, iż w przyszłości (*ex ante* i *ex post*) taki wpływ również będzie miał miejsce.

---

<sup>21</sup> K. Oplustil, P. Wiórek, *Europejskie i polskie regulacje...*, op. cit., s. 4.

<sup>22</sup> S. Jakszuk, M. Rypina [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 244.

<sup>23</sup> Por. zwłaszcza treść punktu 2 preambuły dyrektywy wykonawczej 2003/124/WE, który stanowi, że „informacje *ex post* mogą być wykorzystywane do weryfikacji założenia, że informacje *ex ante* miały wpływ na cenę, ale nie powinny być wykorzystywane do podejmowania działań przeciwko komuś, kto na podstawie dostępnych sobie informacji *ex ante* wyciągał rozsądne wnioski”.

Jak można zauważyć, katalog informacji poufnych ma charakter otwarty – za takie informacje uważa się wszelkie informacje spełniające łącznie cztery wymienione powyżej przesłanki. Jak jednak zaznaczano, nie jest to jedyna kategoria informacji przekazywanych przez emitentów niezwłocznie na rynek. Polski ustawodawca wprowadził dodatkowo kategorię raportów bieżących – zamkniętego katalogu zdarzeń podlegających raportowaniu, niezależnie od tego, czy spełniają przesłanki informacji poufnej. Zdarzenia te zostały precyzyjnie określone w Rozporządzeniu Ministra Finansów<sup>24</sup>.

Tabela 1. Obowiązki informacyjne emitentów (podział na kategorie)

Grupa I	Zawieranie znaczących umów i zdarzenia z nimi związane, nabycie, zbycie lub utrata mienia oraz ustanowienie ograniczonego prawa rzeczowego na mieniu o znacznej wartości, udzielenie poręczenia lub gwarancji
Grupa II	Zmiany struktury kapitału zakładowego, zmiana statutu, zdarzenia związane z papierami wartościowymi emitenta, umieszczenie wpisu w dziale 4 KRS, zdarzenia związane z upadłością, transformacje
Grupa III	Postępowanie sądowe i zaskarżanie uchwał walnego zgromadzenia
Grupa IV	Prognoza wyników finansowych i zmiana ratingu, dywidenda
Grupa V	Zdarzenia związane z emisją nowych akcji
Grupa VI	Zmiany personalne
Grupa VII	Informacje o walnym zgromadzeniu
Grupa VIII	Informacje poufne
Grupa IX	Raporty okresowe

Źródło: Opracowanie własne

Raporty bieżące można zasadniczo podzielić na kilka kategorii ze względu na ich zakres przedmiotowy<sup>25</sup>. Poniżej zaprezentowano kategorie informacji przekazywanych przez emitentów. Grupy I–VII to podział

<sup>24</sup> Warto zaznaczyć, że system raportów bieżących określanych w formie rozporządzenia funkcjonuje na polskim rynku kapitałowym od roku 1997, tzn. od wejścia w życie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 1997 r. Nr 118, poz. 754). Obecne rozporządzenie jest piątym rozporządzeniem dotyczącym raportów bieżących (poprzednie były wydane kolejno w 1998, 2001 oraz dwa w 2005 roku).

<sup>25</sup> Zaprezentowany w niniejszym artykule podział pochodzi od autora. W doktrynie można też znaleźć inne podziały raportów bieżących, zob. np. A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2011, s. 256.

okoliczności związanych z raportami bieżącymi, grupa VIII stanowi informacje poufne, natomiast grupa IX raporty okresowe (kwartalne, półroczne i roczne). Stworzony podział przedstawiony został w tabeli<sup>26</sup>.

### **3. Raporty bieżące a informacje poufne**

#### **3.1. Analiza wzajemnych relacji pomiędzy informacjami poufnymi a zdarzeniami zawartymi w katalogu raportów bieżących**

W polskim prawie rynku kapitałowego występuje zatem specyficzny dualizm obowiązków informacyjnych – raportowaniu podlegają okoliczności, które spełniają przesłanki informacji poufnej, jak również wszelkie inne okoliczności, które zawarte zostały w zamkniętym katalogu raportów bieżących. W dalszych rozważaniach należy zastanowić się nad wzajemnymi relacjami pomiędzy informacjami poufnymi a raportami bieżącymi.

Analizując instytucje informacji poufnych oraz raportów bieżących, należy podkreślić bardzo silny funkcjonalny związek pomiędzy nimi. Z aksjologicznego punktu widzenia obydwie instytucje są w zasadzie tożsame – ich celem jest minimalizacja asymetrii informacji pomiędzy uczestnikami rynku poprzez zapewnienie, iż określona ważna informacja dotycząca emitenta jest im niezwłocznie przekazana. Z drugiej strony, należy wskazać na normatywną odrębność obu instytucji – zdarzenia zawarte w katalogu raportów bieżących analizowane są niezależnie od przesłanek informacji poufnych. Warto zauważyć, że pomimo tej odrębności w wielu przypadkach zakresy raportów bieżących i informacji poufnych będą się krzyżować – określone okoliczności będą należeć jednocześnie do obydwu kategorii.

Analizując przesłanki informacji poufnych, należy stwierdzić, że zdarzenia zawarte w katalogu raportów bieżących w dużej mierze je spełniają. Pierwsze dwie przesłanki nie stwarzają w tej materii żadnych wątpliwości – każda okoliczność zawarta w katalogu raportów bieżących

---

<sup>26</sup> Szczegółowy podział raportów bieżących i przedstawienie ich treści znajduje się w aneksie do niniejszego artykułu.

cechuje się odpowiednim zakresem przedmiotowym (dotyczy emitenta lub emitowanych przez niego papierów wartościowych) oraz, co do zasady, niepublicznym charakterem. Wątpliwości nasuwać może przesłanka cenotwórczości oraz powiązana z nią precyzyjność<sup>27</sup>.

Należy stwierdzić, że duża część informacji zawartych w katalogu raportów bieżących wykazuje się potencjalną cenotwórczością – jest tak na przykład w razie zawierania przez spółkę znaczących umów, ważnych zmian w statucie czy też zmian personalnych w organach spółki (Grupy I, II i VI zaprezentowanego w poprzedniej części podziału). Ustawodawca włączając je do katalogu zawartego w Rozporządzeniu, niejako *a priori* uznaje ich potencjalnie cenotwórczy charakter. Trzeba jednak zauważyć, że informacje te nie zawsze będą cenotwórcze (zarówno *ex ante*, jak i *ex post*) – niektóre z tych zdarzeń będą miały miejsce bardzo często z uwagi na normalny tryb działalności emitenta i *de facto* nie będą miały znaczenia dla inwestorów<sup>28</sup>. Również samo kryterium znaczącej umowy ma charakter arbitralny – o tym, czy dana umowa rzeczywiście jest znacząca, decyduje ogół czynników rynkowych oraz branża, w której działa dany przedsiębiorca<sup>29</sup>. W wielu przypadkach już dużo mniejsze umowy, niż te o wielkości wskazanej w Rozporządzeniu, będą mogły zostać zakwalifikowane jako istotne; można również wskazać przypadki, w których również większe umowy są często zawierane i nie zmieniają zasadniczo sytuacji emitenta. Innymi słowy, taka sama umowa w przypadku

---

<sup>27</sup> Zgodnie z art. 154 ust. 1 pkt 1 informacja ma charakter precyzyjny, „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”. Jak widać, precyzyjność jest silnie powiązana z cenotwórczym charakterem danej informacji, gdyż informacja jest precyzyjna właśnie wtedy, gdy możliwa jest estymacja jej wpływu na cenę papierów wartościowych (cenotwórczości). Silny związek pomiędzy cenotwórczością a precyzyjnością danej informacji podkreślony został w dokumentach CESR poświęconych dyrektywie MAD i jej implementacji. Zob. *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, December 2002, Ref: CESR/02-089d, s. 9 oraz *Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*, July 2007, Ref: CESR/06-562b, p. 4 i nast.

<sup>28</sup> Zwraca na to uwagę m.in. M. Rypina [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 284-285.

<sup>29</sup> Umowa jest uznana za znaczącą m.in. jeżeli jej wartość przekracza 10% kapitałów własnych emitenta – zob. § 2 ust. 1 pkt 44 i 45 Rozporządzenia.

jednego emitenta może być kluczowa dla jego działalności (i tym samym charakteryzować się silnie cenotwórczym charakterem), zaś w przypadku innego emitenta nie mieć jakiegokolwiek większego znaczenia.

Należy również zauważyć, że część raportów bieżących w ogóle nie posiada potencjalnie (*ex ante*) cenotwórczego charakteru. Przykładem takich informacji jest znaczna część grupy VII – informacje o walnym zgromadzeniu. Przekazywanie tych informacji jest niewątpliwie pożądane, jednak potencjalny wpływ na cenę akcji nie jest w tym wypadku uzasadnieniem nałożenia takiego obowiązku. Informacje o samym terminie walnego zgromadzenia, czy też porządek obrad (w razie, gdy nie zawiera uchwał o bardzo istotnym dla spółki znaczeniu), lub projekty uchwał zgłoszone przez akcjonariuszy nie będą zwykle charakteryzowały się dużym wpływem na ceny. Nawet fakt podjęcia uchwał nie zawsze będzie miał cenotwórczy charakter, nie mówiąc o samych projektach tychże uchwał.

Tak samo informacje zawarte w grupie V, odnoszące się do emisji nowych papierów wartościowych, nie zawsze będą miały potencjalnie cenotwórczy charakter. Emisja nowych papierów wartościowych jest co prawda ważnym wydarzeniem dla uczestników rynku kapitałowego, niemniej informacja o tym dostępna jest najpóźniej w momencie podjęcia stosownej uchwały walnego zgromadzenia. Natomiast w katalogu raportów bieżących zawarto szereg informacji o charakterze technicznym, związanych z zakończeniem subskrypcji lub dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu<sup>30</sup>. Podobnie informacja o wyborze podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych, przewidziana w §5 ust. 1 pkt 19 Rozporządzenia, jest istotna z punktu widzenia przejrzystej polityki finansowej, ale co do zasady również nie będzie cenotwórcza.

Kontynuując rozważania dotyczące funkcji raportów bieżących, należy podkreślić, że cenotwórczość nie jest jedynym argumentem przemawiającym na rzecz obowiązku przekazywania przez spółkę informacji inwestorom – instytucja raportów bieżących posiada bowiem dwa w pewnym stopniu wzajemnie powiązane uzasadnienia.

Jednym z nich jest właśnie potencjalnie cenotwórczy charakter przekazywanych informacji – w takim przypadku informacje przekazywane

---

<sup>30</sup> Zob §33 i §34 Rozporządzenia.

w raportach bieżących są informacjami poufnymi w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Umieszczenie ich w katalogu stwarzać ma w założeniu dodatkową gwarancję, że uczestnicy rynku będą należycie poinformowani o tych zdarzeniach. W tym zakresie część katalogu raportów bieżących uznać można *de facto* za przykładowy katalog informacji poufnych<sup>31</sup>.

Drugim możliwym uzasadnieniem obowiązku przekazywania takich informacji jest postulat transparentności. Jak wykazano, część raportów bieżących w założeniu nie ma wpływu na ceny akcji emitenta, niemniej inne względy przemawiają za nałożeniem obowiązku ich upubliczniania – są to względy prowadzenia przez emitentów jak najbardziej przejrzystej polityki informacyjnej i tym samym wypracowania transparentnych relacji z akcjonariuszami.

Należy jednak podkreślić, że sama tylko transparentność w niektórych przypadkach może okazać się niewystarczającym uzasadnieniem dla umieszczania pewnych okoliczności w katalogu raportów bieżących. Instytucja ta wiąże się bowiem z informacjami, które powinny być przekazane na rynek niezwłocznie, gdyż w innym razie uczestnicy rynku mogą zostać poszkodowani w efekcie braku dostępu do pełnej informacji. Istotą raportów bieżących jest zatem nie tyle zapewnienie transparentności, co zapewnienie uczestnikom rynku możliwie szybkiego dostępu do ważnych informacji. W takim ujęciu zdecydowanie ważniejszym uzasadnieniem raportów bieżących jest ich potencjalnie cenotwórczy charakter, nie zaś sama transparentność. Istnieje bowiem wiele instrumentów, które są w stanie zapewnić transparentność bez potrzeby nakładania na emitentów restrykcyjnych obowiązków w zakresie natychmiastowego raportowania – takimi instrumentami są przede wszystkim raporty okresowe, ale również np. pytania zadawane przez akcjonariuszy podczas obrad walnego zgromadzenia (art. 428–429 k.s.h.), możliwość

---

<sup>31</sup> Co więcej, argumentując za cenotwórczym charakterem raportów bieżących należy zauważyć, iż wiele zdarzeń zawartych w zamkniętym katalogu pokrywa się z wytycznymi CCSR dotyczącymi zdarzeń, które powinny być uznane za informację poufną (zwraca na to uwagę również M. Rypina [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, op. cit., s. 285). Przemawia to dodatkowo za tezą o bardzo silnym związku raportów bieżących i informacji poufnych, jak również za faktem, iż część raportów bieżących to zapisane *expressis verbis* okoliczności wiążące się z informacjami poufnymi

powołania rewidenta do spraw szczególnych (art. 84–86 ustawy o ofercie publicznej) i wiele innych.

Podsumowując rozważania na temat wzajemnych relacji raportów bieżących oraz informacji poufnych, należy jeszcze raz podkreślić, że nie muszą one na siebie zachodzić – są to zarówno normatywnie, jak i faktycznie odrębne instytucje<sup>32</sup>. Wyrażony w doktrynie pogląd, że ustawodawca nakazując emitentom publikację raportów bieżących uznaje możliwość potencjalnego wpływu na cenę informacji, których dotyczą, należy uznać za zbyt uproszczenie<sup>33</sup>. Jak podkreślano, funkcjonalnym uzasadnieniem instytucji raportów bieżących nie we wszystkich wypadkach jest ich możliwy wpływ na cenę – uzasadnienie może stanowić również uznanie, że wiele informacji nieposiadających cenotwórczego charakteru z innych przyczyn powinno być niezwłocznie ogłaszanych<sup>34</sup>.

### 3.2. Możliwe negatywne efekty związane z obowiązującą regulacją

Opisana powyżej regulacja może jednak nasuwać pewne wątpliwości co do swej poprawności. Tworząc bowiem obszerny katalog informacji, które są przekazywane na rynek niezwłocznie w trybie raportów bieżących, może dojść do przeregulowania tej sfery oraz do wielu negatywnych efektów. W tym miejscu warto zastanowić się, jakie zagrożenia

---

<sup>32</sup> Tak: M. Rypina [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 285-286. Odrębność instytucji raportów bieżących oraz informacji poufnych podkreśla również m.in. M. Dyl [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, s. 784-787.

<sup>33</sup> Takie stanowisko zaprezentowali K. Oplustil, P. Wiórek, *Europejskie i polskie regulacje...*, s. 4.

<sup>34</sup> Odrębność raportów bieżących i informacji poufnych została również podkreślona w wyroku Naczelnego Sądu Administracyjnego z 9 września 2003, III SA 2968/02 (publ. Legalis). Warto zwłaszcza zwrócić uwagę na następujący fragment orzeczenia NSA: „okoliczność (...), iż zawarcie tej umowy (...) nie mogło i w rzeczywistości nie spowodowało zmiany cen (...) akcji, nie ma prawnego znaczenia. Obowiązek informowania w raporcie bieżącym o fakcie zawarcia znaczącej umowy powstaje bowiem niezależnie od ewentualnego wpływu tego zdarzenia na cenę lub wartość akcji. Wystarczy ustalenie, że umowa spełnia określone w przepisach rozporządzenia Rady Ministrów kryteria umowy znaczącej”.

mogą wiązać się ze źle zaprojektowaną (w tym przypadku zbyt obszerną) regulacją.

Duża ilość publikowanych raportów utrudnia analizę, co może powodować, że część rzeczywiście istotnych informacji nie będzie zauważona przez rynek, lub uczestnicy nie przyłożą do nich należytej uwagi. Innymi słowy, może wystąpić szum informacyjny, który zaciemnia faktyczny obraz rynku. W takim przypadku regulacja odniesie skutek przeciwny do pierwotnie zamierzonego<sup>35</sup>. Zamiast sprzyjać transparentności i prowadzić do odpowiedniej wyceny instrumentów finansowych przez rynek, spowoduje pogorszenie pozycji uczestników obrotu, utrudniając im ocenę napływających informacji<sup>36</sup>. Warto w tym kontekście podkreślić, że w latach 2010–2011 spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych opublikowały łącznie 58 463 raporty (odpowiednio 27 096 w 2010 r. oraz 31 367 w 2011 r.), co oznacza, że średnio na rynek napływało ponad 115 raportów dziennie<sup>37</sup>. Tak duża ilość przekazywanych informacji może wiązać się z problemem szumu informacyjnego.

Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest możliwość deprecjacji samego instrumentu prawnego, jakim jest obowiązek raportowania. Jak podkreślono, instytucja raportowania służy przede wszystkim natychmiastowemu przekazywaniu ważnych z punktu widzenia działalności emitenta informacji. W sytuacji, gdy duża część z nich nie ma istotnego charakteru, rynek może zacząć ignorować więcej informacji przekazywanych tym kanałem, co pozbawia tę instytucję możliwości realizacji swych funkcji.

Kolejnym negatywnym efektem związanym z przeregulowaniem obowiązków informacyjnych jest niezrozumienie przez uczestników rynku

---

<sup>35</sup> Krytyczne stanowisko na temat polskich regulacji w zakresie raportów bieżących zajmują przedstawiciele Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych. Zob. np. komentarz Beaty Stelmach w: M. Kanicki, *Szykują się zmiany w obowiązkach informacyjnych. Czy aby na lepsze?*, Akcjonariusz 4/2010, s. 6-9 (komentarz znajduje się na s. 9).

<sup>36</sup> Odwołując się do teorii ekonomii, w takiej sytuacji można powiedzieć o problemie nadmiaru informacji. Zob. D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Mikroekonomia*, Warszawa 2007, s. 434-435.

<sup>37</sup> Dane pozyskano z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI), pod uwagę wzięto wszystkie rodzaje raportów (informacje poufne i raporty bieżące oraz okresowe) <http://biznes.pap.pl/pl/reports/espi/all,2010,0,0,1>, dostęp: 23 czerwca 2015.



dualizmu instytucji prawnych, normatywnej odrębności raportów bieżących oraz informacji poufnych. Efektem może być analiza informacji poufnych przez pryzmat raportów bieżących i tym samym nieprzekazywanie do publicznej wiadomości informacji o ważnych, cenotwórczych zdarzeniach, jeżeli okoliczności takie nie są zawarte w katalogu. Kryterium upublicznienia danej informacji nie będzie więc stanowić analiza przesłanek informacji poufnej zawartych w art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, lecz analiza zamkniętego katalogu zawartego w Rozporządzeniu i to wyłącznie pod kątem występowania w nim konkretnie określonych okoliczności. Brak zawarcia przez ustawodawcę danej okoliczności w katalogu raportów bieżących staje się w takim przypadku wygodnym uzasadnieniem niepodania danej informacji do publicznej wiadomości, niezależnie od faktu, że jest ona kluczowa dla działalności emitenta i posiada silny cenotwórczy potencjał<sup>38</sup>.

Warto również pamiętać, że wysokie wymagania prawne mogą stanowić istotną barierę dla wejścia danego przedsiębiorcy na giełdę i pozyskiwania kapitału w drodze publicznej emisji papierów wartościowych. Wyniki badań wskazują, że obowiązki informacyjne nakładane na emitentów są jednym z najistotniejszych czynników wywołujących obawy podmiotów dotyczące wejścia na rynek regulowany i przez to stanowią istotny czynnik hamujący rozwój tegoż rynku<sup>39</sup>.

Nie można jednak zapominać, że duża część obowiązków informacyjnych, z uwagi na ich charakter, zawsze będzie wiązać się z pewnym stopniem uciążliwości oraz z wysokimi kosztami ich realizacji i tym samym wywoływać pewne uzasadnione obawy emitentów. Co oczywiste,

---

<sup>38</sup> Przykładem z realiów polskiego rynku kapitałowego są umowy opcji walutowych – pomimo faktu, że zawarcie umów opcyjnych wraz z wyjątkowo niekorzystnymi ruchami cen walut było w wielu przypadkach bezpośrednim zagrożeniem dla działalności i wypłacalności emitenta (spełniało więc przesłanki informacji poufnej), informacje o takich zdarzeniach nie były przekazywane do publicznej wiadomości, gdyż nie było o nich wzmianki w katalogu raportów bieżących. Na ten temat zob. np. G. Uraziński, *Przebudzenie karzącej ręki rynku*, Forbes, artykuł dostępny na stronie internetowej: <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/przebudzenie-karzaczej-reki-rynku>, 6418,1, dostęp: 23 czerwca 2015. Autor podkreśla, że w 2008 r. 20% wartości wszystkich kar wydanych do sierpnia tego roku było związane było z niepoinformowaniem uczestników rynku o zawieranych umowach opcji walutowych.

<sup>39</sup> A. Grąt, P. Sobolewski (red.), *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce. Wyniki badania ankietowego*, Warszawa 2005, s. 37 i nast.

nie sposób zrezygnować z obowiązków informacyjnych, można natomiast starać się zmniejszyć ich uciążliwość poprzez efektywne regulacje prawne. Z badań wynika, że zbytnia szczegółowość raportów oraz pracochłonność i uciążliwość ich przygotowywania były istotnymi czynnikami zniechęcającymi podmioty do pozyskiwania kapitału w drodze oferty publicznej oraz wejścia na rynek regulowany<sup>40</sup>. Z tymi czynnikami wiąże się niewątpliwie nadmierne skomplikowanie obowiązków informacyjnych, objawiające się m.in. w omawianym dualizmie tychże obowiązków.

W tym miejscu warto pokrótce podsumować prowadzone do tej pory rozważania:

- Po pierwsze, najważniejszy aspekt raportów bieżących sprowadza się do informacji, które powinny być przekazywane na rynek niezwłocznie. Badając bardzo obszerny katalog, można mieć wątpliwości, czy krąg informacji nie został zakreślony zbyt szeroko.
- Po drugie, ważnym uzasadnieniem instytucji raportów bieżących jest ich potencjalnie cenotwórczy charakter. Wydaje się, że znaczna część okoliczności podlegających raportowaniu nie posiada takiego charakteru.
- Po trzecie, zbyt szerokie określenie okoliczności podlegających raportowaniu – oznaczające w tym wypadku przeregulowanie rynku – może spowodować wystąpienie negatywnych efektów, którymi są m.in. wystąpienie szumu informacyjnego oraz związane z nim obniżenie wagi instytucji obowiązku raportowania.

#### **4. Cenotwórczy charakter raportów bieżących: analiza empiryczna**

Do tej pory rozważania miały charakter wyłącznie teoretyczny. W następnej kolejności warto poddać omawianą materię również empirycznej analizie. W tym celu przebadano wszystkie informacje przekazywane przez spółki wchodzące w skład indeksu WIG20 pod kątem ich wpływu

---

<sup>40</sup> *Ibidem*, s. 49-50.

na ceny akcji emitentów<sup>41</sup>. Okres badawczy obejmował lata 2010 – 2011<sup>42</sup>. Analiza miała na celu zbadanie, jak duża część informacji wykazuje się cenotwórczym charakterem, oraz udzielenie odpowiedzi na pytanie o możliwość wystąpienia szumu informacyjnego na rynku kapitałowym.

Badaniu poddano dzienne stopy zwrotu dla każdej spółki oraz dla każdej z kategorii informacji z osobna<sup>43</sup>. Tym sposobem przebadano łącznie przekazanie przez spółki z indeksu WIG20 2496 raportów bieżących, okresowych oraz informacji poufnych<sup>44</sup>.

Do badania wykorzystano dwa modele. Pierwszym modelem (1) był model regresji, w którym zmienną objaśnianą była stopa zwrotu z akcji danej spółki w określonym dniu, zaś zmiennymi objaśniającymi były stopa zwrotu z indeksu WIG w tym dniu oraz zmienna informująca, czy w danym dniu była przekazywana informacja z danej kategorii<sup>45</sup>. Powyższe stwierdzenia można podsumować za pomocą wzoru:

$$\hat{R}_t = a_1 * WIG_t + a_2 * INF_{it} \quad (1)$$

Gdzie  $\hat{R}_t$  to estymowana dzienna stopa zwrotu z akcji danej spółki,  $WIG_t$  to dzienna stopa zwrotu z indeksu WIG,  $INF_{it}$  to zmienna jakościowa przyjmująca wartość 1 w przypadku, gdy w dniu  $t$  pojawiała się informacja z określonej kategorii  $i$ , zaś  $a_1$  oraz  $a_2$  to parametry regresji. Następnie korzystając z empirycznego poziomu istotności (*p-value*),

---

<sup>41</sup> Badaniu poddano spółki, które wchodziły w skład indeksu WIG20 na początku 2012 roku.

<sup>42</sup> W tym okresie odbyły się 503 sesje giełdowe.

<sup>43</sup> Wykorzystano podział informacji na grupy, który został zaprezentowany w drugim rozdziale niniejszego artykułu.

<sup>44</sup> Szczegółowa prezentacja zakresu badania – liczba raportów przekazywanych przez poszczególne spółki wraz z podziałem na kategorie znajduje się w aneksie do niniejszego artykułu.

<sup>45</sup> Analizę regresji w statystyce i ekonometrii najłatwiej zdefiniować jako opis i ocenę zależności pomiędzy jedną zmienną (nazywaną zmienną zależną, objaśnianą, prognozowaną) a jedną lub większą ilością innych zmiennych (określanych jako zmienne niezależne, objaśniające, przyczynowe). Wynikiem analizy regresji są tzw. parametry regresji, które informują o kierunku i sile wpływu danych czynników na badaną zmienną. Szerzej zob. np. G.S. Maddala, *Ekonometria*, Warszawa 2008, s. 94-96.

określano statystyczną istotność parametru  $a_2$ , informującego o zależności faktu przekazania informacji z określonej kategorii na dzienne stopy zwrotu<sup>46</sup>. W przypadku, gdy parametr regresji  $a_2$  okazuje się istotny statystycznie (istotnie różny od zera), można wyciągnąć wniosek o wpływie przekazania informacji z określonej kategorii na stopy zwrotu z akcji danego emitenta.

Kolejny model (2.1–2.3) posłużył do badania odchylenia od modelu jednowskaźnikowego<sup>47</sup> w dniach, w których była przekazywana informacja z określonej kategorii a następnie badano wpływ zmiennej jakościowej na te odchylenia, zgodnie ze wzorami:

$$\hat{R}_t = a_0 + a_1 WIG_t \quad (2.1)$$

$$O_t = |R_t - \hat{R}_t| \quad (2.2)$$

$$\hat{O}_t = b_0 + b_1 INF_{it} \quad (2.3)$$

Gdzie:  $\hat{R}_t$  to estymacja stopy zwrotu wynikająca z modelu jednowskaźnikowego,  $R_t$  to faktyczna stopa zwrotu,  $O_t$  to faktyczne odchylenia od modelu jednowskaźnikowego, zaś  $\hat{O}_t$  to estymacja odchylenia. W tym wypadku korzystając z empirycznego poziomu istotności (*p-value*), określano statystyczną istotność parametru  $b_1$ , informującego o zależności odchylenia dziennych stóp zwrotu od faktu przekazywania informacji z określonej kategorii. W przypadku, gdy odchylenia ( $O_t$  – równanie 2.2) w dniach, w których przekazywana była informacja z określonej kategorii, były większe, można wyciągnąć wniosek o wpływie informacji z tej kategorii na dzienne stopy zwrotu – o tym, czy odchylenia rzeczywiście średnio były większe, świadczy estymator ( $\hat{O}_t$  – równanie 2.3).

---

<sup>46</sup> Empiryczny poziom istotności związany jest z problematyką weryfikacji hipotez statystycznych. Jest to pewna graniczna wartość poziomu istotności, dla której są podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej. W przypadku przeprowadzonych badań poziom istotności informuje, w których przypadkach można przyjąć, że parametr informujący o zależności pomiędzy przekazywaniem informacji a ceną akcji jest statystycznie istotny.

<sup>47</sup> Model jednowskaźnikowy (równanie 2.1) to model regresji, w którym występuje tylko jedna zmienna objaśniająca, w tym wypadku stopa zwrotu z indeksu WIG. W najprostszym ujęciu można powiedzieć, że model ten informuje, jaka jest zależność pomiędzy stopą zwrotu z indeksu WIG a stopą zwrotu z akcji danej spółki.

Przedstawione powyżej modele (1) i (2) badają, w przypadku ilu spółek wpływ przekazywania informacji z danej kategorii średnio okazywał się istotny. Trzeba pamiętać, że brak wpływu informacji z danej kategorii w przypadku danej spółki nie oznacza, że informacje te nigdy nie mają odzwierciedlenia w cenach, oznacza tyle tylko, że średnio (w większości przypadków) wpływ ten był niezauważalny. Przedstawiona analiza dostarczyć ma właśnie odpowiedzi na pytanie o **średni** wpływ przekazywania informacji na ceny – w sytuacji, gdy nie jest on stwierdzony, można wyciągnąć wniosek o wystąpieniu szumu informacyjnego. Wyniki analizy empirycznej przedstawia wykres 1 – w kolumnach przedstawiona została odpowiedź na pytanie, w przypadku ilu spółek fakt przekazywania informacji z określonej grupy był istotny, na podstawie wyników analizy przeprowadzonej z wykorzystaniem modelu I, modelu II lub co najmniej jednego z opisanych modeli<sup>48</sup>. Przedstawione modele wzajemnie się uzupełniają, toteż zasadne jest połączenie wyników otrzymanych przy wykorzystaniu omówionych metod i przyjęcie, że informacje z danej kategorii miały cenotwórczy charakter w przypadku, gdy wskazuje na to co najmniej jeden model.

Powyżej zaprezentowane wyniki wymagają szerszego komentarza. Należy pamiętać, że badania empiryczne odpowiadają na pytanie o cenotwórczość faktyczną (*ex post*), zaś w ujęciu normatywnym można mówić jedynie o cenotwórczości potencjalnej (*ex ante*). Cenotwórczość w ujęciu potencjalnym jest kategorią dużo szerszą i w zasadzie zawiera w sobie cenotwórczość faktyczną. Innymi słowy, pomiędzy zbiorami informacji mających charakter potencjalnie cenotwórczy (*ex ante*) a informacjami faktycznie wpływającymi na ceny (*ex post*) zachodzi stosunek zawierania, to znaczy informacji faktycznie cenotwórczej można z reguły przypisać charakter cenotwórczości potencjalnej, natomiast odwrotna relacja nie musi zachodzić. Cenotwórczość faktyczna jest kategorią znacznie węższą (co widać w wynikach przeprowadzonych badań empirycznych) z kilku przyczyn. Po pierwsze, cenotwórczość potencjalna musi być ze swej istoty określona szerzej – nie w każdej bowiem sytuacji pewne prawdopodobieństwo określonego zachowania cen rzeczywiście ziści się. Po drugie, co zostało już podkreślone, przedstawione

---

<sup>48</sup> Przedstawiono liczbę spółek, dla których empiryczny poziom istotności (*p-value*) wynosił poniżej 0,1.

badania odpowiadają na pytanie o średnią cenotwórczość. Brak empirycznej weryfikacji cenotwórczego charakteru informacji z określonej kategorii oznacza, że w większości informacje te nie miały cenotwórczego charakteru, nie zaś, że takiego charakteru nigdy nie można im przypisać.

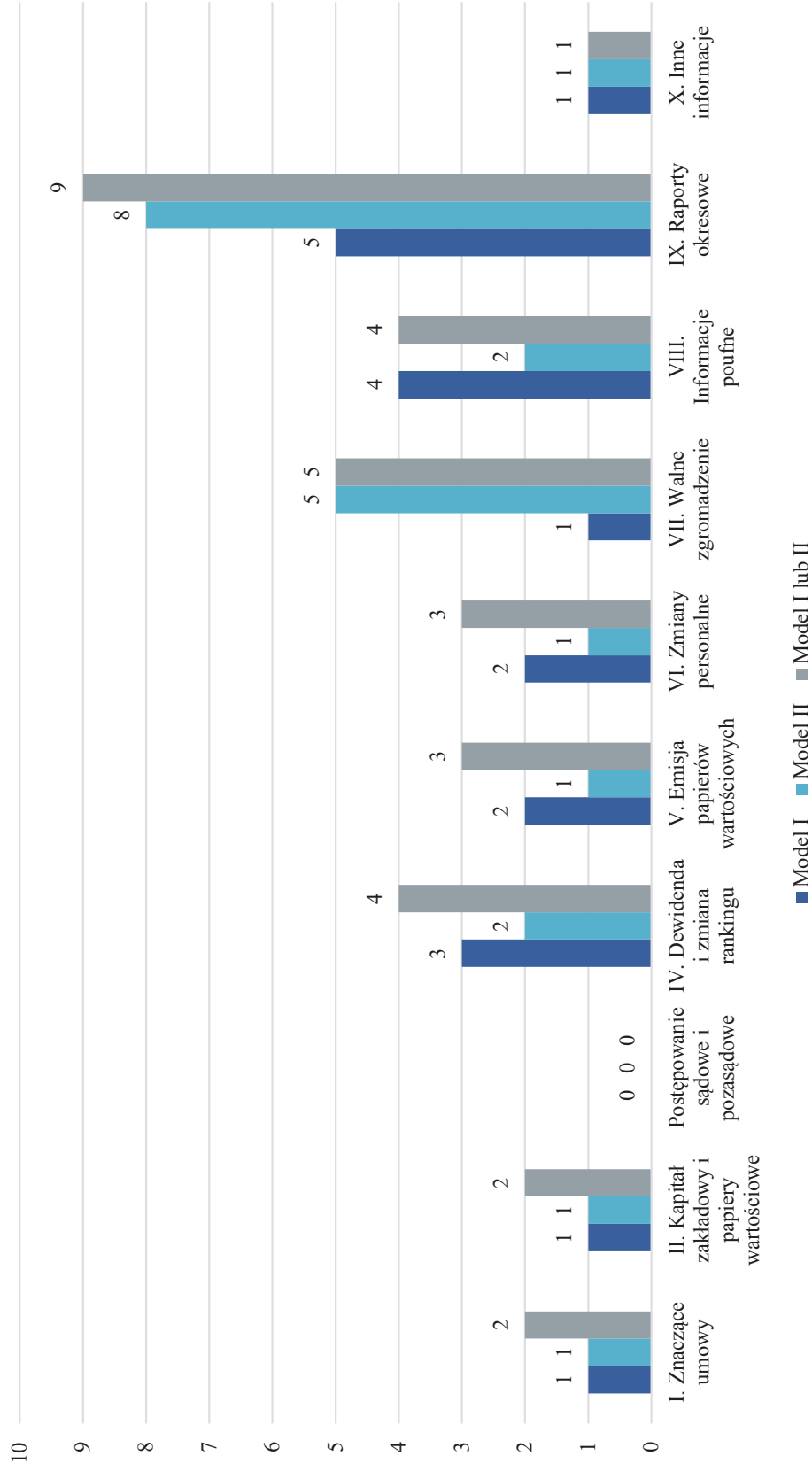
W oparciu o przedstawione wyniki można wyciągnąć szereg wniosków. Po pierwsze, co nie może dziwić, największym wpływem na ceny charakteryzowały się raporty okresowe – to one dostarczają najbardziej kompleksowej informacji o emitencie, w tym o jego wynikach finansowych (a tym samym i perspektywie wypłaty dywidendy). Inne kategorie informacji przyciągają dużo mniejsze zainteresowanie uczestników rynku.

Poza raportami okresowymi reakcję cen wywoływały także informacje poufne (grupa VIII), informacje na temat dywidendy i zmiany ratingu (grupa IV) oraz informacje dotyczące walnego zgromadzenia (grupa VII). W tym miejscu warto zwrócić uwagę zwłaszcza na kategorię informacji poufnych, która może stanowić punkt odniesienia dla innych kategorii – wynik ten można traktować jako pewnego rodzaju wyznacznik związku pomiędzy cenotwórczością potencjalną (*ex ante*) a cenotwórczością faktycznie (*ex post*) zaobserwowaną (jak wyjaśniono, cenotwórczość potencjalna jest kategorią szerszą). Przez ten pryzmat spojrzeć można na inne kategorie, zwłaszcza informacje dotyczące znacznych umów oraz zmian statutu (grupy I i II). Przekazywanie tych informacji wykazało dużo mniejszy wpływ na ceny akcji, co może skłaniać do wniosku, iż w pewnym zakresie na rynku kapitałowym wystąpił szum informacyjny. Średnio nie miały wpływu na cenę akcji wiadomości dotyczące postępowań sądowych i pozasądowych<sup>49</sup>, natomiast informacje dotyczące emisji papierów wartościowych oraz zmian personalnych średnio cechowały się pewnym stopniem wpływu na ceny akcji, mniejszym jednak niż informacje poufne.

---

<sup>49</sup> Taka obserwacja może nieco dziwić, niemniej wynik bierze się najprawdopodobniej z faktu, że spółki poza samą informacją o wszczęciu lub wyniku postępowania podają wiele innych, mniej znaczących, często technicznych informacji, takich jak np. odpowiedź na pozew, fakt złożenia apelacji itp.

Wykres 1. Cenotwórczość przekazywanych informacji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników przeprowadzonych badań empirycznych

## 5. Wnioski: w poszukiwaniu nowego modelu regulacji

### 5.1. Możliwe podejścia legislacyjne w związku z rozporządzeniem MAR

W tym miejscu należy nakreślić, jakie działania na płaszczyźnie legislacyjnej są możliwe do podjęcia z uwagi na wejście w życie rozporządzenia MAR oraz, w oparciu o zaprezentowane we wcześniejszej części tekstu analizy, rozważyć, jaki model regulacji byłby najkorzystniejszy z punktu widzenia funkcjonowania rynku kapitałowego.

W perspektywie stałych obowiązków informacyjnych emitentów, rozporządzenie niejako wymusi usunięcie przede wszystkim art. 154 ustawy o obrocie (definicja informacji poufnej), art. 56 ust. 1 pkt 1 (obowiązek przekazywania informacji poufnych do publicznej wiadomości), art. 57 (możliwość opóźnienia), jak również niektórych innych przepisów.

W dalszej kolejności warto zastanowić się, jakie inne zmiany wymusi wejście w życie rozporządzenia MAR, w szczególności warto zarysować dopuszczalne do podjęcia działania polskiego ustawodawcy. Kluczowe w tym kontekście jest pytanie o to, czy rozporządzenie MAR wyklucza jakiegokolwiek inne regulacje w kwestii obowiązków informacyjnych, wprowadzone przez państwa członkowskie niejako poza rozporządzeniem. Przykładem takich regulacji byłby katalog raportów bieżących, będący wyłącznie polską instytucją.

Po pierwsze, należy podkreślić, że głównym powodem wprowadzenia rozporządzenia MAR jest właśnie zapewnienie pełnej harmonizacji i jednolitych norm na wszystkich rynkach objętych regulacją, we wszystkich krajach członkowskich. W tym kontekście warto wskazać zwłaszcza na motywy rozporządzenia MAR, w których jasno wskazano, iż celem uchwalenia rozporządzenia jest m.in. zmniejszenie złożoności przepisów, ustalenie jednolitych ram prawnych oraz uniknięcie arbitrażu regulacyjnego<sup>50</sup>. Innymi słowy, ustawodawca europejski dąży do zapewnienia pewności prawa i jednolitych ram prawnych dla emitentów ze całej Unii Europejskiej. Niekiedy w doktrynie wskazuje się,

---

<sup>50</sup> Por. zwłaszcza pkt 3 motywów MAR, zgodnie z którym „nowy instrument ustawodawczy jest także potrzebny, aby zapewnić jednolite zasady i jasność kluczowych pojęć oraz jednolity zbiór przepisów”, jak również pkt 4 motywów, w myśl którego „[p]otrzebne jest ustanowienie bardziej jednolitych i wyraźniejszych ram w celu zachowania integralności rynku, uniknięcia ewentualnego arbitrażu regulacyjnego, zapewnienia nieuchronności poniesienia odpowiedzialności w przypadku usiłowania manipulacji oraz zwiększenia pewności prawa i zmniejszenia złożoności przepisów regulacyjnych dla uczestników rynku”.



że przepisy zawarte w rozporządzeniu MAR interpretować należy w ten sposób, że jakiegokolwiek inne postanowienia (również te dalej idące) są niedopuszczalne, chyba że rozporządzenie wyraźnie na nie zezwala<sup>51</sup>.

Z drugiej jednak strony warto zwrócić uwagę, że w kontekście zjawiska arbitrażu regulacyjnego zagrożeniem byłoby przede wszystkim wprowadzenie przez jakikolwiek kraj członkowski regulacji bardziej liberalnych, nieczyniących zadość wymogom postulowanym przez europejskiego ustawodawcę, nie zaś regulacji w większym stopniu restrykcyjnych (które w założeniu miałyby zapewniać inwestorom dodatkową ochronę). W szczególności wydaje się, że trudno na tym etapie jednoznacznie rozstrzygnąć, czy instytucja normatywnie odrębna (co podkreślano we wcześniejszej części niniejszego tekstu), jaką są raporty bieżące, niemniej nastawiona na realizację podobnych funkcji co obowiązki ujawniania informacji wewnętrznych, godzi w przepisy rozporządzenia MAR.

Niewątpliwie za dopuszczalnością utrzymania w polskim systemie prawnym raportów bieżących (lub innej analogicznej instytucji) po wejściu w życie rozporządzenia MAR przemawia właśnie normatywne zróżnicowanie tychże raportów bieżących oraz informacji wewnętrznych. Można argumentować, że skoro przepisy rozporządzeń (ujednolicające daną sferę we wszystkich państwach członkowskich) stosuje się bezpośrednio, to wykluczona byłaby tylko regulacja stojąca z nimi w jawnej sprzeczności (w skrajnej sytuacji np. wyłączająca ich zastosowanie lub uniemożliwiająca realizację ich funkcji). Idąc tym tokiem rozumowania, wzbogacenie regulacji krajowej o określone elementy (w analizowanym przypadku utrzymanie w mocy katalogu raportów bieżących) nie jest niedopuszczalne, o ile nie wywrze wpływu na stosowanie samych przepisów rozporządzenia, które musi być jednolite we wszystkich krajach członkowskich. Jako że raporty bieżące są instytucją dodatkową (kategorią prawnie odrębną), nie będą one oddziaływać na zakres zastosowania przepisów rozporządzenia. W takim układzie relacja pomiędzy informacjami wewnętrznymi w rozumieniu art. 7 rozporządzenia MAR a katalogiem raportów bieżących byłaby taka sama jak relacja pomiędzy informacjami poufnymi (art. 154 ustawy o obrocie) a tymże katalogiem w obecnym stanie prawnym. Tak jak raporty bieżące obecnie nie stanowią wadliwej implementacji dyrektywy MAD (abstrahując od pytania o zasadność i efektywność tejże regulacji), w hipotetycznym stanie prawnym ich pozostawienie nie godziłoby w rozporządzenie MAR.

---

<sup>51</sup> Takie stanowisko zajmuje m.in. R. Veil, *Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD*, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft/Journal of Banking Law and Banking* 2/2014, S. 87.

Powyższemu rozumowaniu można jednak przeciwstawić silny argument natury funkcjonalnej. Jak wskazano powyżej, głównym celem wprowadzenia rozporządzenia (podkreślanym m.in. w motywach rozporządzenia, jak również w zagranicznej doktrynie) jest stworzenie kompleksowych ram prawnych obowiązujących bez wyjątku na wszystkich rynkach w całej Unii Europejskiej. Tym samym ustawodawca europejski dąży do całkowitej harmonizacji i ujednolicenia przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych oraz nadużyć na rynku. Rozporządzenie w tym ujęciu jest zatem nastawione nie tylko na zapewnienie odpowiedniego standardu w zakresie transparentności (a tym samym zapewnienia ochrony inwestora oraz efektywności rynku), ale również na niwelowanie różnic w regulacjach pomiędzy poszczególnymi państwami członkowskimi.

Pytanie, czy katalog raportów bieżących mógłby pozostać w polskim prawie rynku kapitałowego, rozpatrywać można na dwóch wzajemnie powiązanych płaszczyznach. Po pierwsze, należy się zastanowić, czy i do jakiego stopnia przepisy rozporządzenia MAR trzeba analizować przez pryzmat funkcjonalny, po drugie zaś, na ile raporty bieżące mają rzeczywiście normatywnie odrębny charakter od informacji wewnętrznych. Wydaje się, że nie występują jasne przesłanki umożliwiające udzielenie jednoznacznej odpowiedzi na tak postawione pytania. Analiza przyszłego stanu prawnego musi mieć charakter konkretny w tym sensie, iż wziąć należy pod uwagę relacje pomiędzy jakąkolwiek dodatkową instytucją (taką jak raporty bieżące) a informacjami wewnętrznymi.

Należy tym samym stanąć na stanowisku, że nie jest całkowicie wykluczone umieszczenie dodatkowych elementów regulacji w zakresie obowiązków informacyjnych emitentów po wejściu w życie rozporządzenia MAR. Trzeba jednak mieć na uwadze, że nie mogą one w jakikolwiek sposób kolidować z regulacjami prawa Unii Europejskiej.

Powyższe stwierdzenie nie oznacza oczywiście, że takie rozwiązania byłyby pożądane, czy też że nie generowałyby wielu negatywnych efektów (tak jak dzieje się to w obecnym stanie prawnym), świadczy jedynie o tym, że mogłyby one być dopuszczalne. Tym samym, pomimo uchwalenia rozporządzenia MAR, polski ustawodawca w dalszym ciągu ma pewne (w większym stopniu ograniczone) pole manewru w zakresie stworzenia odpowiednich, efektywnych regulacji dotyczących obowiązków informacyjnych emitentów. Propozycja takich ram prawnych zawarta została w następnej części artykułu.

## 5.2. Potencjalny model regulacji obowiązków informacyjnych emitentów

Powyżej zaprezentowano pewien kierunek przyszłych zmian legislacyjnych, natomiast w podrozdziale 4. przedstawiono wyniki analizy wpływu realizacji obowiązków informacyjnych na ceny akcji. W następnej kolejności należy odpowiedzieć na pytanie o implikacje uzyskanych wyników w kontekście pożądanej regulacji rynku kapitałowego w zakresie obowiązków informacyjnych emitentów oraz o optymalny model regulacji obowiązków informacyjnych po wejściu w życie rozporządzenia MAR.

W oparciu o analizę empiryczną można stwierdzić, że w na rynku giełdowym wystąpił w pewnym zakresie szum informacyjny. Duża część zbadanych kategorii informacji przekazywanych przez emitentów cechuje się nieznacznym wpływem na ceny akcji, co oznacza, iż informacje te są w wielu przypadkach ignorowane przez rynek. Z kilku przyczyn taka sytuacja nie jest pożądanym stanem.

Po pierwsze, w razie przekazywania zbyt wielu nieistotnych informacji, te mające rzeczywiste znaczenie mogą być w mniejszym stopniu zauważane przez uczestników rynku. Po drugie, obszerna regulacja zwiększa koszty funkcjonowania przedsiębiorstw notowanych na rynku giełdowym. Po trzecie, co istotne zwłaszcza w kontekście wejścia w życie rozporządzenia MAR, dualizm obowiązków informacyjnych generować może negatywne efekty na płaszczyźnie stosowania prawa, polegające na analizie informacji wewnętrznych (poufnych) przez pryzmat zamkniętego katalogu raportów bieżących. Po czwarte, na co wskazano w poprzedniej części artykułu, zbyt bliskie powiązanie pomiędzy niektórymi kategoriami raportów bieżących a informacjami wewnętrznymi w przyszłości (po wejściu w życie rozporządzenia MAR) może rodzić wątpliwości co do zgodności regulacji polskich z prawem Unii Europejskiej.

Postulat znacznej liberalizacji obowiązków informacyjnych emitentów jest zatem uzasadniony. Wydaje się, że po okresie dynamicznego rozwoju polskiego rynku kapitałowego, w którym obowiązywała obszerna, szczegółowa regulacja, przyszedł czas na przepisy mniej restrykcyjne. Ma to związek z wypracowaną przez lata praktyką i doświadczeniami uczestników obrotu, których brakowało w okresie kształtowania się polskiego rynku kapitałowego w latach dziewięćdziesiątych, jak również z ujednoczeniem przepisów w zakresie obowiązków informacyjnych na poziomie prawa Unii Europejskiej. W dalszej kolejności należy odpowiedzieć na pytanie, jak dokładnie mogłyby wyglądać

zmiany i jakie są potencjalne możliwości w zakresie modelu regulacji dotyczącej przekazywania informacji przez emitentów.

Zważywszy na wyniki analizy empirycznej, można rozważyć pewien model pośredni, który unikałby zarówno skrajności w postaci całkowitej liberalizacji (pełna likwidacja raportów bieżących, pozostawienie wyłącznie instytucji informacji poufnych), jak i przede wszystkim pozostawienia bez zmian silniejszej, obecnie obowiązującej regulacji.

Jak wskazano w niniejszym artykule, część omawianych kategorii obowiązków informacyjnych stanowi niejako uszczegółowienie informacji poufnych. Informacje z tych kategorii w zasadzie spełniają przesłanki potencjalnej cenotwórczości i tylko wolą ustawodawcy zostały dodatkowo zapisane w zamkniętym katalogu. Część z tych informacji i tak byłaby przekazywana na podstawie przepisów dotyczących informacji poufnych, natomiast bardzo sztywna regulacja stanowi pewien normatywny naddatek, który może powodować, że przekazywane będą również informacje niemające istotnego charakteru.

Tak jest niewątpliwie w przypadku pierwszych trzech kategorii. Z uwagi na rozwój rynków finansowych pełne określenie zdarzeń, które powinny podlegać raportowaniu, jest niemożliwe. Ponadto pojawia się zagrożenie, że emitenci będą analizowali obowiązki informacyjne przez pryzmat zamkniętego katalogu, co spowoduje, że informacje o wielu ważnych zdarzeniach niezawartych w katalogu nie będą przekazywane do publicznej wiadomości (tak było przy okazji wspomnianych już umów opcji walutowych). Należy również dodać, iż informacje z grupy I wykazały się niższą cenotwórczością niż te z grupy VIII (informacje poufne). Z uwagi na powyższe argumenty uzasadniony jest postulat usunięcia okoliczności należących do grupy I, II i III przekazywanych informacji z katalogu raportów bieżących. Jest to również istotne w perspektywie możliwego „dublowania” się okoliczności zawartych w tychże trzech grupach z okolicznościami spełniającymi przesłanki informacji wewnętrznych w rozumieniu rozporządzenia MAR (obecnie dyrektywy MAD implementowanej w art. 154 ustawy o obrocie).

Z drugiej strony, część zaprezentowanych w niniejszej pracy kategorii informacji może pozostać w katalogu raportów bieżących. Pierwszym kryterium, w oparciu o które należy podjąć decyzję o silniejszej regulacji, jest stopień możliwej standaryzacji i kompleksowego określenia tychże kategorii, natomiast drugim (pomocniczym) kryterium – wpływ przekazywania tych informacji na ceny akcji. Grupami informacji, które spełniają te kryteria, są zdarzenia związane z emisją nowych akcji (grupa V) oraz informacje o walnym zgromadzeniu (grupa VII).

W przypadku obu kategorii możliwe jest pełne określenie kompletu informacji, które powinny zostać upublicznione (bez wystąpienia ryzyka, że ważne okoliczności nie zostaną objęte regulacją) wraz z pełnym stopniem standaryzacji takich raportów. Informacje związane z walnym zgromadzeniem mają w zasadzie taki sam charakter, zawierając podstawowe informacje na temat planowanego zgromadzenia, projekty uchwał, porządek obrad oraz wiadomość o przebiegu obrad. Z uwagi na stwierdzoną wysoką cenotwórczość oraz to, że dla wielu inwestorów pełne zrozumienie regulacji dotyczących walnego zgromadzenia może nastroczać pewnych trudności, regulacja określająca szczegółowo zakres przekazywanych informacji jest pożądana. Podobny argument znajduje zastosowanie w przypadku zdarzeń związanych z emisją nowych akcji – w tym wypadku standaryzacja polegająca na szczegółowym określeniu zakresu i formy raportów jest możliwa i pożądana.

Nieco inaczej jest z grupą VI, która dotyczy zmian personalnych. Pomimo że informacje te wykazały się względną cenotwórczością, nie ma wątpliwości, iż zdarzenia te stanowią tak istotne dla funkcjonowania spółki okoliczności, że będą spełniać przesłanki informacji poufnej (informacji wewnętrznej), dlatego też pozostawienie ich w katalogu wydaje się normatywnym naddatkiem.

Podsumowując dotychczasowe rozważania, zasadny wydaje się postulat usunięcia z katalogu raportów bieżących wszystkich zdarzeń dotyczących zawieranych umów, zdarzeń związanych z mieniem o znacznej wartości (grupa I), zmian statutu, podwyższenia kapitału zakładowego, upadłości i transformacji (grupa II), postępowania sądowego, pozasądowego i administracyjnego (grupa III) oraz zmian personalnych (grupa VI). Takie działanie spowodowałoby również jeszcze silniejsze normatywne oderwanie instytucji raportów bieżących od informacji wewnętrznych (poufnych), co jest zgodne z postulatami dostosowania polskiego prawa do rozporządzenia MAR.

Kategoria obecnych raportów bieżących zostałaby tym samym radykalnie zmniejszona. Zawierałaby ona tylko informacje o walnym zgromadzeniu oraz szczegółowe informacje o emisji nowych akcji.

Co najbardziej istotne, proponowany model zakłada likwidację występującego obecnie dualizmu informacyjnego. W zamkniętym katalogu znajdowałyby się wyłącznie okoliczności, które z założenia podlegają pełnej standaryzacji (informacje o walnych zgromadzeniach oraz emisja nowych akcji), natomiast inne informacje dotyczące spółki byłyby przekazywane tylko w oparciu o przesłanki informacji wewnętrznej.

Propozycja taka zakłada zatem pewnego rodzaju „przeorientowanie” instytucji raportów bieżących. Jak wielokrotnie podkreślano, w obecnym stanie

prawnym jest to instytucja normatywnie odrębna, lecz funkcjonalnie zbliżona do informacji poufnych (wewnętrznych). Likwidacja większości z tych okoliczności wskazanych jako raporty bieżące, które *de facto* mogłyby stanowić informacje poufne, zmieni taki stan rzeczy. Raporty bieżące (lub tożsama instytucja, gdyż zakres postulowanych zmian mógłby uzasadniać również zmianę nazwy tej instytucji) pełniłyby zatem nieco inną funkcję niż obecnie (a tym samym inną niż informacje wewnętrzne), prowadząc do pewnego rodzaju systematyzacji informacji na temat z góry określonych wydarzeń związanych z działalnością emitenta, takich jak przede wszystkim walne zgromadzenia czy też emisje nowych akcji.

## 6. Podsumowanie

1. 16 kwietnia 2014 r. uchwalone zostało rozporządzenie MAR poświęcone m.in. obowiązkom informacyjnym emitentów, zastępujące obecnie obowiązującą dyrektywę MAD. Rozporządzenie wchodzi w życie 3 lipca 2016 r., do tego czasu należy wprowadzić wiele zmian legislacyjnych, związanych z dostosowaniem systemu prawnego do nowych regulacji.

2. W polskim prawie rynku kapitałowego występuje dualizm w zakresie stałych obowiązków informacyjnych emitentów. Przepisy ustawy o ofercie publicznej przewidują obowiązek przekazywania do publicznej wiadomości zarówno informacji poufnych (który ma swoje umocowanie w prawie Unii Europejskiej), jak również informacji o zajściu okoliczności zawartych w zamkniętym katalogu raportów bieżących w Rozporządzeniu Ministra Finansów (który to katalog jest dodatkiem polskiego ustawodawcy niewynikającym z obowiązku implementacji dyrektywy MAD, a tym samym niezwiązany z przepisami rozporządzenia MAR).

3. Wzajemne relacje pomiędzy raportami bieżącymi a informacjami poufnymi są złożone. Część okoliczności zawartych w Rozporządzeniu spełnia wszystkie przesłanki informacji poufnych (zakres przedmiotowy, niepubliczny charakter, cenotwórczość oraz precyzyjność) i tym samym stanowią one *de facto* przykładowe informacje poufne. Inne ze zdarzeń zawartych w Rozporządzeniu nie mają cenotwórczego (*ex ante*) charakteru i uzasadnieniem dla umieszczenia ich w zamkniętym katalogu jest raczej postulat transparentności. W ujęciu funkcjonalnym podstawowym uzasadnieniem dla obowiązku niezwłocznego przekazywania informacji do publicznej wiadomości jest jednak ich cenotwórczy charakter.

4. Katalog raportów bieżących został określony bardzo szeroko, co może powodować szereg negatywnych efektów. Należy w tym kontekście wskazać na szum informacyjny, który może prowadzić do nadmiaru informacji i niezauważenia przez uczestników rynku informacji bardziej istotnych, a tym samym deprecjację instrumentu prawnego, jakim jest obowiązek niezwłocznego przekazywania informacji. Poza tym przedstawiony dualizm obowiązków informacyjnych może powodować pewne problemy w interpretacji przepisów przez uczestników rynku i prowadzić do analizy informacji poufnych przez pryzmat raportów bieżących, podczas gdy normatywnie instytucje te traktować należy odrębnie. Szeroko określone obowiązki informacyjne zwiększają ponadto koszty działania spółek i mogą stanowić tym samym pewną barierę dla rozwoju rynku kapitałowego.

5. Zaprezentowane w artykule wyniki analiz empirycznych wskazują na fakt, że część przekazywanych informacji nie ma cenotwórczego charakteru. Obecna regulacja w zakresie obowiązków informacyjnych może zatem prowadzić do szumu informacyjnego.

6. W związku z wejściem w życie rozporządzenia MAR zasadny jest postulat likwidacji znacznej części katalogu raportów bieżących. Postulat ten ma również uzasadnienie w przedstawionych wynikach analizy empirycznej w zakresie wpływu przekazywania informacji na ceny akcji emitentów.

### **In search of a new model of regulation of listed companies' disclosure requirements in view of the changes in EU capital market laws. Legal and economic approach including the econometric analysis of the impact of the execution of information disclosure requirements on stock prices of issuers**

This article discusses Polish regulations concerning disclosure requirements on regulated market. First parts of the article present the current state of legislation, including the legal institutions of inside information and current reports in Polish legal system as well as institutions of EU law regarding information disclosure. It was noted that in the Polish capital market law there is a specific duality of disclosure requirements – the issuers are obliged to disclose both information which satisfies the conditions of inside information as well as information about any occurrence which is provided in closed catalog of current

reports. The article also discussed the relation between inside information and current reports. It was also indicated that the current, strong regulation may lead to some negative effects. The empirical part of the article presented the results of econometric studies on the impact of information disclosure on the share prices of Warsaw Stock Exchange Index of biggest companies (WIG20). Based on these analysis the study presents *de lege ferenda* comments regarding eligible amendments to polish mandatory disclosure regulations and thus possible new model of these regulations. The conclusion of the presented analysis is the postulate of a liberalization of the disclosure requirements of issuers which would involve the reduction of current reports.



## Aneks I. Raporty bieżące emitentów

<b>Grupa I</b>
Rozporządzenie §5 ust.1: 1) nabycie lub zbycie aktywów o znacznej wartości, a także ustanowieniu hipoteki, zastawu lub innego ograniczonego prawa rzeczowego na aktywach o znacznej wartości, przez emitenta lub jednostkę od niego zależną, pod warunkiem że wartość hipoteki, zastawu lub innego ograniczonego prawa rzeczowego na aktywach o znacznej wartości stanowi co najmniej 100 % wartości aktywów o znacznej wartości, na której zostało ustanowione to prawo, lub ma wartość większą niż wyrażona w złotych równowartość kwoty 1.000.000 euro, przeliczonej według kursu średniego ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w dniu powstania obowiązku informacyjnego, w zależności od tego, która z tych wartości jest niższa, 2) utrata przez emitenta lub jednostkę od niego zależną, w wyniku zdarzeń losowych, aktywów o znacznej wartości, 3) zawarcie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy, 4) spełnienie się lub niespełnienie warunku dotyczącego zawartej przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy warunkowej, 5) wypowiedzenie lub rozwiązanie umowy będącej znaczącą umową w momencie jej wypowiedzenia lub rozwiązania, zawartej przez emitenta lub jednostkę od niego zależną, 7) udzielenie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną poręczenia kredytu lub pożyczki lub udzielenie gwarancji (...)
<b>Grupa II</b>
Rozporządzenie §5 ust.1: 6) nabycie lub zbycie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną papierów wartościowych wyemitowanych przez emitenta, 9) rejestracja przez sąd zmiany wysokości lub struktury kapitału zakładowego emitenta, 10) zmiana praw z papierów wartościowych emitenta, 11) emisja obligacji, w przypadku gdy wartość emitowanych obligacji przekracza 10% kapitałów własnych emitenta, oraz emisja obligacji zamiennych na akcje, obligacji z prawem pierwszeństwa oraz obligacji przychodowych, 12) umorzenie akcji emitenta, 13) podjęcie decyzji o zamiarze połączenia emitenta z innym podmiotem, 14) połączenie emitenta z innym podmiotem, 14a) podjęcie decyzji o zamiarze transgranicznego połączenia się emitenta z innym podmiotem, 14b) transgraniczne połączenie się emitenta z innym podmiotem, 15) podjęcie decyzji o zamiarze podziału emitenta, 16) podział emitenta, 17) podjęcie decyzji o zamiarze przekształcenia emitenta, 18) przekształcenie emitenta, 23) umieszczenie wpisu dotyczącego przedsiębiorstwa emitenta w dziale 4 rejestru przedsiębiorców, o którym mowa w ustawie o KRS, 24) [czynności związane z postępowaniem upadłościowym lub naprawczym] Rozporządzenie §38 ust.1:

<p>2) w przypadku zamierzonej albo dokonanej zmiany statutu – dotychczas obowiązujące jego postanowienia, treść proponowanych albo dokonanych zmian (...)</p> <p>Rozporządzenie §38 ust.3:  (...) informacje określone w art. 442 § 2 Kodeksu spółek handlowych [podwyższenie kapitału zakładowego ze środków spółki]</p>
<b>Grupa III</b>
<p>Rozporządzenie §5 ust.1:  8) wszczęcie przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej postępowania dotyczącego zobowiązań lub wierzytelności emitenta lub jednostki od niego zależnej, których wartość stanowi odpowiednio co najmniej 10 % kapitałów własnych emitenta,  Rozporządzenie §38 ust.1:  10) informacje o wniesieniu powództwa o uchylenie lub stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia oraz o wydaniu przez sąd wyroku w sprawie, jak również o terminie stwierdzenia nieważności lub uchylenia uchwały bądź oddalenia powództwa;</p>
<b>Grupa IV</b>
<p>Rozporządzenie §5 ust.1:  25) sporządzenie prognozy lub szacunków wyników finansowych emitenta lub jego grupy kapitałowej, jeżeli emitent podjął decyzję o ich przekazaniu do wiadomości publicznej,  26) przyznanie lub zmiana ratingu dokonanej na zlecenie emitenta  Rozporządzenie §38 ust.1:  11) wszystkie decyzje dotyczące deklaracji wypłat lub wstrzymania wypłat zaliczki na poczet przewidywanych dywidend oraz wypłat lub wstrzymania wypłat dywidend lub odsetek od papierów wartościowych;  Rozporządzenie §38 ust.2:  W przypadku podjęcia przez walne zgromadzenie uchwały o wypłacie dywidendy, emitent jest obowiązany do przekazania, w formie raportu bieżącego informacji na temat wysokości dywidendy, wartości dywidendy przypadającej na jedną akcję, liczby akcji objętych dywidendą, dnia dywidendy oraz terminu wypłat dywidendy.</p>
<b>Grupa V</b>
<p>Rozporządzenie §33:  1. W przypadku zakończenia subskrypcji lub sprzedaży, związanej z wprowadzeniem papierów wartościowych emitenta do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych i przydziałem papierów wartościowych, emitent jest obowiązany do przekazania, w formie raportu bieżącego (...) [danych związanych z tą subskrypcją lub sprzedażą]  Rozporządzenie §34:  1. W przypadku dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych emitent jest obowiązany do przekazania, w formie raportów bieżących, informacji o [zdarzeniach związanych z tym dopuszczeniem]  2. W przypadku odmowy dopuszczenia papierów wartościowych emitenta do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych emitent jest obowiązany do przekazania w formie raportu bieżącego informacji o odmowie dopuszczenia papierów wartościowych emitenta do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych wraz z określeniem daty niedopuszczenia, liczby niedopuszczonych papierów wartościowych oraz ich serii.</p>
<b>Grupa VI</b>

<p>Rozporządzenie §5 ust.1:</p> <p>21) odwołanie lub rezygnacji osoby zarządzającej lub nadzorującej albo powzięciu przez emitenta informacji o decyzji osoby zarządzającej lub nadzorującej o rezygnacji z ubiegania się o wybór w następnej kadencji,</p> <p>22) powołanie osoby zarządzającej lub nadzorującej,</p>
<b>Grupa VII</b>
<p>Rozporządzenie §38 ust.1:</p> <p>1) informacje zawarte w ogłoszeniu o walnym zgromadzeniu spółki publicznej, dokonany zgodnie z art. 402<sup>2</sup> Kodeksu spółek handlowych;</p> <p>3) treść projektów uchwał oraz załączników do tych projektów, które mają być przedmiotem obrad walnego zgromadzenia, istotnych dla podejmowanych uchwał, które nie zostały uprzednio przekazane do publicznej wiadomości na podstawie art. 56 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej;</p> <p>4) w przypadku wprowadzenia zmian do porządku obrad walnego zgromadzenia na żądanie akcjonariusza lub akcjonariuszy – nowy porządek obrad wraz z wyliczeniem nowych lub zmienionych punktów oraz z treścią projektów uchwał lub z uzasadnieniem do nowych lub zmienionych punktów;</p> <p>5) w przypadku zgłoszenia przez akcjonariusza lub akcjonariuszy projektów uchwał dotyczących spraw wprowadzonych do porządku obrad walnego zgromadzenia lub spraw, które mają zostać wprowadzone do porządku obrad walnego zgromadzenia – treść projektów uchwał;</p> <p>6) informacje o ogłoszeniu przerwy w obradach walnego zgromadzenia wraz z określeniem daty jego wznowienia;</p> <p>7) treść uchwał podjętych przez walne zgromadzenie oraz treść załączników do tych uchwał, a przy każdej uchwale również liczba akcji, z których oddano ważne głosy, oraz procentowy udział tychże akcji w kapitale zakładowym, łączna liczba ważnych głosów, w tym liczba głosów "za", "przeciw" i "wstrzymujących się";</p> <p>8) informacje o odstąpieniu przez walne zgromadzenie od rozpatrzenia któregośkolwiek z punktów planowanego porządku obrad;</p> <p>9) informacje o sprzeciwach zgłoszonych do protokołu podczas obrad walnego zgromadzenia, ze wskazaniem, których uchwał dotyczyły;</p> <p>12) informacje udzielone akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem na podstawie art. 428 § 5 lub 6 Kodeksu spółek handlowych;</p> <p>13) udzielone akcjonariuszowi, na podstawie art. 429 § 1 Kodeksu spółek handlowych, informacje wynikające z zobowiązania przez sąd rejestrowy zarządu emitenta do udzielenia akcjonariuszowi, który zgłosił sprzeciw do protokołu w sprawie odmowy ujawnienia żądanej na walnym zgromadzeniu informacji, oraz informacje, do których ogłoszenia emitent został zobowiązany, na podstawie art. 429 § 2 Kodeksu spółek handlowych, przez sąd rejestrowy, a które zostały udzielone innemu akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem.</p>

Źródło: Opracowanie własne

## **Aneks II. Informacje przekazane przez spółki z indeksu WIG20 w latach 2010 – 2011**

Liczba raportów

2496

		<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III</b>	<b>IV</b>	<b>V</b>	<b>VI</b>	<b>VII</b>	<b>VIII</b>	<b>IX</b>	<b>X</b>
		254	751	50	114	90	155	178	268	165	471
		(18)	(20)	(8)	(16)	(15)	(20)	(20)	(19)	(20)	(20)
<b>ACO</b>	84	2	12	0	3	16	8	15	6	6	16
<b>BHW</b>	51	4	3	0	9	0	9	6	1	12	7
<b>BRE</b>	141	21	25	0	4	10	10	4	9	10	48
<b>GTC</b>	59	9	1	0	0	0	10	10	3	9	17
<b>GTN</b>	124	0	9	0	0	16	6	9	33	8	43
<b>JSW</b>	25	2	2	0	0	3	2	2	2	2	10
<b>KER</b>	90	3	3	0	4	5	1	13	27	10	24
<b>KGH</b>	86	14	7	3	12	0	12	8	11	12	7
<b>LTS</b>	72	21	2	0	0	7	7	10	6	10	9
<b>LWB</b>	75	18	7	1	4	1	6	5	3	7	23
<b>PBG</b>	137	54	4	0	8	2	3	6	24	10	26
<b>PEO</b>	115	2	20	23	14	10	12	4	0	9	21
<b>PGE</b>	118	10	39	0	5	4	6	11	17	8	18
<b>PGN</b>	249	23	72	7	8	2	10	31	71	8	17
<b>PKN</b>	304	31	224	4	11	0	5	5	9	8	7
<b>PKO</b>	120	8	40	6	8	2	14	9	9	8	16
<b>PZU</b>	52	0	4	1	3	8	9	7	4	7	9
<b>TPE</b>	109	9	19	0	4	2	9	11	9	6	40
<b>TPS</b>	284	6	224	5	6	0	10	6	12	7	8
<b>TVN</b>	201	17	34	0	11	2	6	6	12	8	105

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony internetowej Giełdy Papierów  
Wartościowych w Warszawie – [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)