

Czesław Martysz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Marcin Rzeszutek

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

PROBLEM INFORMACJI CENOTWÓRCZYCH W KONTEKŚCIE NOWYCH UNIJNYCH OBOWIĄZKÓW INFORMACYJNYCH SPÓŁEK PUBLICZNYCH

1. Wprowadzenie

3 lipca 2016 r. we wszystkich państwach członkowskich UE zacznie obowiązywać nowe Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) w sprawie wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) – Market Abuse Regulation (MAR)¹. Wkrótce cała odpowiedzialność za identyfikację, analizę i raportowanie informacji cenotwórczych zostanie przeniesiona na zarządy spółek publicznych². Z uwagi na równoczesne zaostrzenie sankcji spółki publiczne będą musiały znacznie więcej niż dotychczas poświęcać uwagi obowiązkowi informacyjnemu.

Oprócz naszkicowania najważniejszych obowiązków informacyjnych spółek publicznych głównym celem artykułu będzie ukazanie potencjalnych trudności i zagrożeń związanych z poprawnym rozpoznanieniem i publikacją informacji cenotwórczych. Kluczowym elementem analizy stanie się także przedstawienie problemu

¹ Rozporządzenie nr 596/2014 uchwalone 16 kwietnia 2014 r. (DzUrz UE L 173/1 z 12.06.2014, s. 1).

² Spółka publiczna to taka spółka akcyjna, której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana; zob. art. 4 pkt 20 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej jako u.o.p.) (DzU 2013, poz. 1382).

racjonalności inwestorów we współczesnych teoriach ekonomicznych. Uzupełnieniem artykułu będą wnioski z badań i ankiet przeprowadzonych na kongresach Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych.

2. Istota i rodzaje obowiązków informacyjnych

Spółki publiczne zobowiązane są do publikowania informacji związanych z ich bieżącą działalnością, mogących mieć wpływ na rynkową wycenę instrumentów finansowych³, aby w ten sposób zapewnić wszystkim posiadaczom papierów tego samego rodzaju (swoim akcjonariuszom) jednakowe traktowanie w takich samych okolicznościach⁴. Obecnie spółki publiczne spełniają ten obowiązek, przekazując raporty (bieżące, okresowe lub informacje poufne⁵) za pomocą notyfikowanej agencji informacyjnej do organu nadzoru rynku⁶, spółki prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości⁷. Warto podkreślić, że równy i powszechny dostęp inwestorów do informacji w tym samym czasie, przy kojarzeniu ofert zbycia i nabycia instrumentów finansowych, jest jedną z kluczowych cech regulowanego rynku giełdowego⁸.

Obowiązki informacyjne i przejrzysta polityka zapewniają spółkom publicznym nie tylko dobre relacje z akcjonariuszami i środowiskiem opiniotwórczym, lecz także znacząco poprawiają transparentność i efektywność informacyjną rynku kapitałowego. Rynki bardziej transparentne rozwijają się lepiej, bo większe obowiązki informacyjne oznaczają potencjalnie lepszą ochronę interesów inwestorów⁹. Skutecznie realizowane obowiązki informacyjne przeciwdziałają zjawisku selek-

³ J. Jastrzębski, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego – zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 1, s. 5.

⁴ Art. 20 u.o.p.

⁵ Są to określone w sposób precyzyjny informacje, które nie zostały podane do wiadomości publicznej, dotyczące (...) instrumentów finansowych, które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny tych instrumentów finansowych (...); zob. art. 7 ust 1a MAR.

⁶ Komisji Nadzoru Finansowego (KNF).

⁷ Por. art. 56 i art. 58 u.o.p. oraz [http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/esp/ \(1.02.2016\)](http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/esp/ (1.02.2016)).

⁸ Art. 14 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej jako u.o.i.f.) (DzU 2014, nr 0, poz. 94).

⁹ *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Raport UKNF, luty 2011, s. 3.

tywnego ujawniania informacji¹⁰, asymetrii informacyjnej i negatywnej selekcji¹¹, zmniejszając ryzyko *insider tradingu*¹² oraz tych zdarzeń, które mogą zostać odebrane jako manipulacje¹³. Dzięki obowiązkom informacyjnym kurs akcji w możliwie największym stopniu odzwierciedla sytuację ekonomiczną emitenta.

Prawidłowe spełnianie obowiązków informacyjnych wpływa na wzrost zaufania inwestorów wobec rynku¹⁴. Spadek kosztów monitorowania rynku i pozyskiwania informacji sprawia, że inwestorzy redukują swoje oczekiwania co do zwrotu z inwestycji (w związku ze zmniejszonym ryzykiem wystąpienia zjawiska negatywnej selekcji), a to prowadzi do zmniejszenia kosztów pozyskiwania kapitału przez emitentów.

Obowiązki informacyjne dotyczą również znaczących akcjonariuszy spółek publicznych. Jeżeli w wyniku zawartych transakcji przekroczone zostaną określone progi udziału w akcjonariacie, należy zawiadamiać o tym zarówno organ nadzoru, jak i emitenta¹⁵. Dodatkowo w przypadku nabywania akcji w pewnym czasie i w liczbie powodującej przekroczenie określonego udziału w ogólnej liczbie głosów inwestor musi publicznie zadeklarować w formie wezwania chęć zakupu¹⁶. Obowiązki te służą ochronie akcjonariuszy mniejszościowych, ponieważ pozwalają im ustosunkować się i odpowiedzieć na planowane wezwanie z zagwarantowaną ceną minimalną¹⁷.

Obowiązki informacyjne dotyczą także transakcji na instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta, zawieranych przez osoby związane z emiten-

¹⁰ Ang. *selective disclosure*; jest to składowy element pojęcia nadużyć rynkowych (*market abuse*).

¹¹ Jest to sytuacja, w której kupujący posiada zbyt mało informacji na temat nabywanego dobra i żąda od sprzedającego premii (obniżki ceny), aby móc zniwelować ryzyko przepłacenia za dobro i pokryć niespodziewane wydatki na odtworzenie jego wartości; por. F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 258–266.

¹² Insider trading to nieuprawnione wykorzystywanie informacji poufnych przed publikacją tych informacji. Najlepszym zabezpieczeniem rynku przed *insider tradingiem* jest niezwłoczna publikacja informacji; por P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 264.

¹³ Więcej na temat prawno-ekonomicznych aspektów insider trading zob. C. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading. Analiza prawno-ekonomiczna*, Wolters Kluwer, Warszawa 2015.

¹⁴ Ujawnienie precyzyjnych, wyczerpujących i aktualnych informacji o emitentach buduje trwałe zaufanie inwestorów i umożliwia opartą na odpowiednich informacjach ocenę ich wyników oraz aktywów; wyrok WSA w Warszawie z 7 września 2012 r., VI SA/Wa 714/12.

¹⁵ Pierwszy progrem generującym ten obowiązek jest 5%; por. art. 69 u.o.p.

¹⁶ Art. 72–75 u.o.p.

¹⁷ W ten sposób ustawodawca starał się uniknąć sytuacji, w której inwestor strategiczny, chcąc dokonać zakupu znaczącego pakietu akcji spółki charakteryzujących się niskim wolumenem obrotów, stworzyłby popyt, który, nie napotkawszy na podaż ze strony innych inwestorów, mógłby spowodować wzrost kursu tych akcji.

tem (posiadające dostęp do informacji poufnych) oraz ich bliskich. Fakt zawarcia transakcji raportuje się zarówno organowi nadzoru, jak i emitentowi, który z kolei przekazuje takie informacje spółce prowadzącej giełdę oraz do publicznej wiadomości¹⁸. Emitent powinien prowadzić listę osób mających dostęp do informacji poufnych (listę tzw. insiderów)¹⁹.

Emitent może opóźnić moment opublikowania informacji poufnych w sytuacji, gdyby mogły one naruszyć słuszność jego interesu²⁰. Dochodzi tutaj do konfliktu pomiędzy zasadą powszechnego dostępu inwestorów do informacji a innymi wartościami zasługującymi na ochronę z punktu widzenia spółki publicznej (pośrednio przekłada się to na ochronę interesów akcjonariuszy). Zarówno w przypadku opóźnienia publikacji informacji poufnej²¹, jak i jej niepoprawnej identyfikacji przez spółkę publiczną, należy liczyć się z powstaniem potencjalnego ryzyka związanego m.in. z:

- 1) nieuprawnionym wykorzystaniem informacji poufnych,
- 2) koniecznością stosowania specjalnych procedur dla zachowania poufności informacji,
- 3) nałożeniem przez KNF sankcji za brak publikacji informacji poufnej (niepoprawne rozpoznanie) lub nieuprawnione opóźnienie jej publikacji²²,
- 4) poniesieniem kosztów reputacyjnych przez spółkę.

Podsumowując, najważniejsze obowiązki informacyjne dotyczące spółek publicznych to:

- 1) przekazywanie informacji bieżących i okresowych²³,
- 2) przekazywanie informacji poufnych lub ewentualne opóźnienie tego przekazywania,
- 3) notyfikowanie transakcji insiderów i prowadzenie list (y) insiderów,

¹⁸ Do momentu wejścia w życie rozporządzenia MAR emitent musi o opóźnieniu poinformować KNF; por. art. 160 u.o.i.f. Por. także przepisy rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 15 listopada 2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych (DzU, nr 229, poz. 1950).

¹⁹ Art. 158 u.o.i.f.

²⁰ Art. 57 ust 1 u.o.p.

²¹ Należy uznać, że przechowywanie w spółce informacji poufnych jest co do zasady niezgodne z przepisami i z wielu względów rodzi duże ryzyko; P. Biernacki, *Cenotwórczość informacji finansowych*, „Parkiet”, 21.01.2016.

²² Czasem nawet pozornie niewielkie opóźnienie publikacji informacji poufnej może zostać uznane za złamanie zasady niezwłoczności. Członek zarządu pewnej spółki został ukarany grzywną w wysokości 20 000 zł, ponieważ zbyt późno wydał polecenie publikacji informacji poufnej dotyczącej podpisania listu intencyjnego. Podpisanie to nastąpiło ok godziny 10:00, natomiast komunikat pojawił się dopiero o 19:39; Wyrok WSA w Warszawie z 14 listopada 2012, sygn.. VI Sa/Wa 1013/12.

²³ Obowiązek ten zostanie zniesiony wraz z wejściem w życie rozporządzenia MAR.

- 4) obowiązki związane z walnymi zgromadzeniami,
- 5) obowiązki akcjonariuszy dotyczące ogłaszania wezwań do sprzedaży akcji, przekraczania progów własności w akcjonariacie itp.,
- 6) obowiązki insiderów dotyczące zgłaszania transakcji.

3. Najważniejsze zmiany obowiązków informacyjnych wynikające z przepisów unijnych

Rozporządzenie MAR, uchwalone 16 kwietnia 2014 r., ma formę rozporządzenia, które nie wymaga implementacji i zacznie obowiązywać wprost we wszystkich państwach członkowskich UE od 3 lipca 2016 r.²⁴. Rozporządzenie to (wraz z uchwaloną w tym samym czasie dyrektywą MAD II) zastępuje dyrektywę MAD oraz wydane na jej podstawie dyrektywy wykonawcze²⁵. Reżim MAR będzie obowiązywał emitentów w całym obrocie zorganizowanym (tj. zarówno na rynku regulowanym, jak i ASO). Najważniejsze zmiany niesione przez rozporządzenie MAR w zakresie obowiązków informacyjnych to:

- 1) zmiany w zakresie definicji informacji poufnej²⁶:
 - definicja ma bardziej ogólny charakter,
 - na emitentów nałożono obowiązek selekcjonowania i raportowania informacji istotnych z punktu widzenia wpływu na ceny instrumentów finansowych²⁷,
 - informacja poufna powinna być publikowana niezwłocznie²⁸ (dotychczas były to maksymalnie 24 godziny²⁹),

²⁴ Dyrektywa, w przeciwieństwie do rozporządzenia, umożliwia nieskrępowaną transpozycję jej postanowień do porządku prawnego, powodując potencjalnie odmienne interpretacje w poszczególnych państwach członkowskich. W kontekście wspólnego europejskiego rynku finansowego przepisy powinny być zatem maksymalnie ujednolicone, aby zapewnić inwestorom równy poziom ochrony; por. K. Wojciechowska-Mytych, M. Nowakowski, *Nowy bat na wilka z Wall Street*, „Parkiet”, 16.05.2014.

²⁵ Są to dyrektywy 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, tracące moc 3 lipca 2016 r.; por. art. 37 MAR.

²⁶ Art. 7–11 MAR.

²⁷ Tym samym przestanie obowiązywać rozporządzenie w sprawie informacji bieżących i okresowych, kończąc dualizm związany z publikowaniem raportów bieżących i informacji poufnych. Innymi słowy dla spółek publicznych kluczowa będzie zdolność oceny i właściwego zaklasyfikowania, czy dane zdarzenie gospodarcze będzie mieć wpływ na wynik finansowy i wypełni znamiona informacji poufnej. Równie istotne z punktu widzenia przejrzystości polityki informacyjnej będzie uchwalanie przez spółkę publiczną katalogu informacji, które mogą być uznane za informacje poufne; por. D. Witkowski, *Unia Europejska walczy z nadużyciami na rynku kapitałowym*, „Parkiet”, 24.04.2014.

²⁸ Art. 17 ust. 1 MAR.

²⁹ Art. 56 ust 2 pkt 1 u.o.p.

- każdy pojedynczy etap długoterminowych procesów w spółce (np. negocjacje handlowe, proces *due-dilligence*) stanowić będzie informację poufną i objęty zostanie nakazem raportowania³⁰,
 - zniesiono obowiązek informowania KNF o opóźnieniu publikacji informacji poufnej oraz katalog przykładowych sytuacji uzasadniających takie opóźnienie,
 - emitent będzie mógł sporządzać wiele list insiderów – ogólną oraz szczegółową (*deal specific, event based*)³¹,
- 2) zniesienie dualizmu obowiązków informacyjnych, tj. konfliktu pomiędzy ściśle określonymi raportami bieżącymi³² a zdefiniowanymi ogólnie informacjami poufnymi³³ (wkrótce obowiązywać będzie jedynie reżim informacji poufnej),
 - 3) wprowadzenie możliwości zbadania przez stosowne organy *ex post*, czy spełniono odpowiednie warunki dla opóźnienia publikacji informacji poufnych przez emitentów,
 - 4) nakazanie osobom pełniącym funkcje zarządcze obowiązku powiadamiania na piśmie osób blisko z nimi związanych o obowiązkach notyfikacyjnych w zakresie transakcji,
 - 5) ustalenie jednolitych w całej UE minimalnych sankcji administracyjnych, w tym sankcji zależnych od korzyści uzyskanych lub strat unikniętych w wyniku naruszeń,

Rozporządzenie MAR obrazuje zmianę regulacyjnego paradygmatu spółki publicznej w państwach członkowskich, tj. odejście od modelu „paternalistycznego”, w którym spółka publiczna jest na bieżąco „edukowana” w zakresie obowiązków informacyjnych i może posługiwać się np. standaryzowanym katalogiem

³⁰ Zob. akapit 16 preambuły MAR. Precedensem w tej sprawie jest wyrok Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości z 28 czerwca 2012 r. w sprawie *Geltl vs. Daimler*, który stworzył szansę dla inwestorów na dochodzenie odszkodowań od emitentów za wadliwą komunikację z rynkiem. W 2005 r. z powodztwem cywilnym przeciwko firmie Daimler wystąpił Markus Geltl z grupą akcjonariuszy. Zarzucili oni spółce zbyt późną publikację informacji poufnej na temat rezygnacji prezesa zarządu, po której kurs akcji wzrósł. Informacja o rezygnacji prezesa była bowiem znana części kierownictwa już dwa miesiące wcześniej. Inwestorzy sprzedali jednak akcje przed publikacją komunikatu i ponieśli szkody związane z utraconymi korzyściami; por. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=-CELEX:62011CJ0019:PL:HTML> oraz por. *Geltl vs. Daimler*, „Parkiet”, 24.01.2013.

³¹ Według dotychczasowych zaleceń KNF spółki publiczne musiały przygotowywać listy insiderów osobno dla każdej pojedynczej informacji poufnej (brak listy zbiorczej insiderów).

³² Chodzi o katalog 26 zdarzeń określających kryteria publikacji raportów bieżących; por. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (DzU 2014, poz. 133).

³³ Art. 56 u.o.p.

zdarzeń³⁴. Nowe przepisy są w dużej części analogiczne do przepisów obowiązujących już w USA i Wielkiej Brytanii³⁵. Efektem implementacji dyrektywy MAR ma być spadek kosztu pozyskiwania kapitału oraz zwiększenie wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Podniesienie maksymalnych poziomów sankcji ma charakter prewencyjny i związane jest z **ekonomiczną teorią skutecznego odstraszenia**³⁶. Według jej założeń norma będzie dopóty łamana, dopóki korzyści uzyskane wskutek takiego zachowania przewyższają będą koszty społeczne.

Obowiązkiem państw członkowskich, wynikającym z rozporządzenia MAR jest uchylenie przepisów krajowych kolidujących z reżimem MAR. Do zadań ESMA³⁷ będzie należało określenie wykazu prawnie uzasadnionych interesów emitenta oraz wykazu sytuacji, w których opóźnienie mogłoby wprowadzić w błąd opinię publiczną.

4. Kim jest racjonalny inwestor?

Ustawodawca unijny, definiując pojęcie informacji poufnej, wielokrotnie odwoływał się do paradygmatu racjonalnego inwestora. Model racjonalnego inwestora to konstrukcja myślowa wskazująca, z jakiego punktu widzenia powinny być interpretowane dane dotyczące rynku kapitałowego. Koncepcję zaczerpnięto z klasycznej teorii finansów, której fundament stanowią paradygmat człowieka racjonalnego (tzw. *homo oeconomicus*) oraz hipoteza rynków efektywnych. Człowiek racjonalny podejmuje konsekwentne działania zmierzające do stałego podnoszenia poziomu swojego dobrobytu i tzw. oczekiwanej użyteczności, co czyni, analizując informacje za pomocą obiektywnego aparatu matematycznego. Racjonalny decydent dokonuje wyborów na podstawie prawidłowo postrzeganych, niezniekształconych sygnałów informacyjnych, właściwie szacuje prawdopodobieństwo zdarzeń oraz podejmuje decyzje, które maksymalizują jego funkcję użyteczności, spełniającą aksjomaty

³⁴ <http://www.korporacyjnie.pl/nowy-system-obowiazkow-informacyjnych-emitentow-gieldowych-czesc-i-jednolita-definicja-informacji-poufnych/> (10.02.2016).

³⁵ K. Konarski, *Insider trading coraz mniej oplacalny*, „Parkiet”, 11.02.2015.

³⁶ Teoria skutecznego odstraszenia mówi, że zwiększenie pewności i surowości kary skutkuje ograniczeniem zjawiska przestępczości; por. W. Florczak, *Instytucjonalne uwarunkowania przestępczości w Polsce*, „Gospodarka Narodowa” 2012, nr 10, s. 101–104.

³⁷ Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (Committee of European Securities Regulators, CESR). Jest to organ powołany 6 czerwca 2001 r. przez Komisję Europejską, przekształcony z dniem 1 stycznia 2011 r. w Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Market Authority, ESMA).

preferencji teorii oczekiwanej użyteczności J. von Neumanna i O. Morgensterna³⁸. Zakłada się również, że racjonalny inwestor szacuje prawdopodobieństwo wystąpienia przyszłych zdarzeń zgodnie z regułą Bayes'a³⁹.

W niektórych publikacjach za racjonalnego inwestora uznaje się osobę dysponującą przeciętną wiedzą na temat rynku kapitałowego i mechanizmów jego funkcjonowania, będącą, poprzez inwestowanie w zdywersyfikowane portfolio, zainteresowaną wyłącznie uzyskiwaniem jak najwyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału⁴⁰, nie zaś wywieraniem wpływu na działalność emitenta⁴¹. Często wskazuje się na to, że racjonalny inwestor podejmuje decyzje na podstawie analizy bazującej na pełnym dostępie do informacji, nie kieruje się natomiast przesądami, emocjami czy nastrojami⁴². Racjonalny inwestor posiada jasno określone preferencje, zawsze poprawnie i jednakowo interpretuje dane płynące z rynku oraz charakteryzuje się powszechną awersją do podejmowania ryzyka⁴³.

H. Markowitz w swojej teorii portfelowej opisywał racjonalnego inwestora jako osobę budującą taki portfel, który przy danej oczekiwanej stopie dochodu charakteryzuje się najmniejszą wariancją (ryzykiem) lub też najwyższą stopą zwrotu przy danym ryzyku⁴⁴. Ponadto jedną z głównych zasad klasycznej teorii finansów jest hipoteza efektywności informacyjnej rynku kapitałowego, głosząca, że rynek jest zawsze efektywny pod względem informacyjnym, a ewentualne nieracjonalne zachowania części inwestorów są kompensowane przez racjonalne działania pozostałych.

³⁸ Człowiek przy podejmowaniu decyzji dąży do maksymalizacji oczekiwanej użyteczności, a nie oczekiwanej wartości. Oznacza to, że każdy dodatkowy przyrost bogactwa powoduje coraz mniejszy przyrost użyteczności (np. radość z zarobionych 100 złotych maleje wraz ze wzrostem bogactwa); por. K. Dobrowolski, *Teoria rynków efektywnych i model racjonalnego inwestora – od warunków ryzyka do warunków konfliktu*, „Współczesna Gospodarka” 2014, nr 1, <http://www.wspolczesnagospodarka.pl/?p=734> (10.02.2016); *Finanse*, red. J. Ostaszewski, Difin, Warszawa 2013, s. 46–51.

³⁹ Reguła Bayesa mówi, że wraz z napływem nowych informacji ludzie potrafią automatycznie aktualizować prawdopodobieństwo zajścia danych zdarzeń (tj. wyciągają wnioski na podstawie prawa rachunku podobieństwa); por. K. Dobrowolski, *Teoria...*, op.cit.

⁴⁰ *Stanowisko Związku Maklerów i Doradców w sprawie informacji poufnych*, http://zmid.org.pl/pliki/-Stanowisko_ZMiD_w_sprawie_informacji_poufnych.pdf (10.02.2016),

⁴¹ Chodzi tutaj o skupianie się wyłącznie na cenach instrumentów, a nie o angażowanie się i wpływanie na politykę korporacyjną spółki i decyzje jej kierownictwa; por. K. Opustil, P.M. Wiórek, *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym (cz. 1)*, „Prawo Spółek” 2005, nr 2, s. 5.

⁴² M. Górecki, *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego HUK” /2007, nr 1, s. 74.

⁴³ P.L. Bernstein, *Capital Ideas Evolving*. Hoboken, John Wiley & Sons, Inc, NJ 2007.

⁴⁴ Innymi słowy nie każdy inwestor chce maksymalizować swój zysk za wszelką cenę.

Racjonalny inwestor w procesie decyzyjnym powinien uwzględniać i znać takie cechy rynku jak np. oczekiwane stopy zwrotu, wariancje, kowariancje czy inne wskaźniki dotyczące tych instrumentów, które ma zamiar nabyć⁴⁵. Teoretycznie wydaje się, że wymogi te mogłyby zostać spełnione jedynie przez profesjonalnych zarządców, korzystających z bogatego aparatu analitycznego oraz zaawansowanych modeli matematycznych. Paradoksalnie jednak, jak dowodzą badania empiryczne⁴⁶, poziom doświadczenia w inwestowaniu na giełdzie nie musi pozytywnie oddziaływać na racjonalność decyzji wśród uczestników rynku kapitałowego, co zaobserwowano przede wszystkim wśród profesjonalistów aktywnych zawodowo na rynku kapitałowym⁴⁷. Profesjoniści często podejmują decyzje, działając nieracjonalnie z punktu widzenia klasycznej teorii finansów⁴⁸. Co więcej, prawdopodobieństwo występowania inklinacji behawioralnych⁴⁹ wśród osób podejmujących decyzje inwestycyjne jest związane z czynnikami o charakterze wrodzonym (cechami osobowości). Zachowania inwestorów są irracjonalne i quasi-racjonalne, czego potwierdzeniem są założenia teorii finansów behawioralnych. Coraz częściej tworzone są teorie dowodzące ograniczonej racjonalności inwestorów (*bounded rationality*)⁵⁰.

Koncepcja *homo oeconomicus*, która obecnie jest wciąż uważana za warunek *sine qua non* uprawiania nauk ekonomicznych, w tym także finansów, powinna być w przyszłości traktowana nie jako wyłączny i jedyny sposób rozumienia zachowań podmiotów gospodarczych, a jako pewien ich wyselekcjonowany, idealny przypadek.

⁴⁵ J. Czekaj, *Przegląd modeli wyceny instrumentów finansowych*, http://www.fire.ue.wroc.pl/ftp_user/-przedmioty/2012_2013/semjajuga/TekstA.pdf (10.01.2014).

⁴⁶ M. Rzeszutek, M. Czerwonka, *Przejawy i uwarunkowania różnic międzypłciowych w zachowaniach inwestycyjnych z punktu widzenia finansów behawioralnych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2012, nr 122, s. 116–129.

⁴⁷ M. Rzeszutek, *Wpływ doświadczenia oraz cech osobowościowych na racjonalność decyzji inwestorów giełdowych*, praca doktorska, SGH 2014, *passim*.

⁴⁸ Profesjonalni inwestorzy tym częściej podejmują swoje decyzje na podstawie analizy czynników behawioralnych i analizy technicznej, im krótszy horyzont inwestycji zakładają (np. *day-trading*). Analogicznie przyjmuje się, że inwestowanie długoterminowe oparte jest w dużej mierze na czynnikach fundamentalnych. Wynika to głównie z faktu, że profesjoniści potrafią dobrze przewidzieć krótkoterminowe zachowania innych inwestorów, takie jak m.in. zachowania zbliżone do „owczego pędu”.

⁴⁹ Ang. *behavioral biases*; są to błędy o podłożu psychologicznym w odbiorze informacji z otoczenia, dokonywaniu ocen rzeczywistości rynkowej oraz kształtowaniu się indywidualnych preferencji, zakłócających racjonalność podejmowanych decyzji inwestycyjnych; zob. M. Rzeszutek, A. Szyszka, M. Czerwonka, *Investor's Expertise, Personality Traits and Susceptibility to Behavioral Biases in the Decision Making Process*, „Contemporary Economics” 2015, no. 9, s. 337–352.

⁵⁰ Innymi przykładami zachowań quasi-racjonalnych są opóźnione dyskontowanie nowych informacji w cenach walorów, duże wahania cen (wolatylność) czy wręcz przereagowanie rynków w obliczu nowych informacji.

Innymi słowy, już niedługo badacze zaczną skupiać się w większym stopniu na opisie *człowieka rzeczywistego* na rynku, a nie na analizowaniu abstrakcyjnego *homo oeconomicus*. Teorie normatywne pozostaną przy opisie zachowań racjonalnych, bliskich idealistycznej koncepcji *homo oeconomicus*, teorie deskryptywne dotyczyć będą natomiast rzeczywistych wyborów jednostek na rynku⁵¹.

Według innego ujęcia racjonalnym inwestorem jest osoba, która posiada pewien zasób podstawowej wiedzy na temat rynku kapitałowego, ale nie jest profesjonalistą i nie posiada głębokiej wiedzy. Nie podejmuje również decyzji pod wpływem takich informacji, których znaczenie może być na tyle małe, aby ich wpływ na kurs akcji był niewielki, a potencjalne zyski z transakcji, pomniejszone o koszty, znikome⁵².

Podsumowując, modele racjonalności są jedynie postulatami i trudno na ich podstawie obiektywnie oceniać sposób zachowania inwestorów⁵³, a tym bardziej budować przepisy prawa. W kontekście raportowania informacji poufnych trudno jest zatem przewidzieć, czy dana informacja zostanie przez inwestora uznana za cenotwórczą, ponieważ w ekonomii nie istnieje tak naprawdę obiektywne kryterium racjonalności.

5. Problem cenotwórczości informacji

W literaturze przedmiotu można spotkać się z opinią, że cenotwórczy charakter danej informacji objawia się jej poufnością⁵⁴, precyzyjnością⁵⁵, istotnością⁵⁶ oraz potencjalnym wpływem na zachowanie kursu emitenta, niezależnie od kierunku tej zmiany. Z kolei według definicji MAR, za cenotwórcze należy uznać takie informacje, które w przypadku ich upublicznienia miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny instrumentów finansowych i które **racjonalny inwestor**

⁵¹ M. Rzeszutek, *Wpływ doświadczenia...*, op.cit.

⁵² Wyrok WSA w Warszawie z 12 kwietnia 2013 r., sygn.. IV SA/Wa 2431/10.

⁵³ Wątpliwości zaczęły budzić nierealistyczne założenia leżące u podstaw hipotezy efektywności informacyjnej. Trawestując znany dowcip amerykańskich maklerów („jeśli widzisz 100 \$ banknot na Wall Street nie podnoś go – to zapewne złudzenie, gdyby był prawdziwy, ktoś wcześniej musiałby go podnieść”) krytycy efektywności rynku ironicznie stwierdzili: „cały świat finansów jest na tyle efektywny, że w ogóle nie warto się nim zajmować – jeśli można byłoby coś nowego w nim odkryć, na pewno zostałoby to już wcześniej odkryte”; por. P. Zielonka, *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, „Materiały i Studia NBP” 2008, nr 158, Warszawa, s. 6.

⁵⁴ Brakiem wcześniejszej publikacji tych informacji.

⁵⁵ Gdy informacje wskazują na okoliczności lub zdarzenia, które miały miejsce lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać.

⁵⁶ Chodzi tutaj o wpływ niebagatelny, czyli taki, który nie jest znikomy z punktu widzenia rachunku ekonomicznego inwestora; wyrok WSA w Warszawie z 12 kwietnia 2013 r., sygn.. VI SA/Wa 2431/10.

prawdopodobnie wykorzystałby, opierając się na nich częściowo przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych⁵⁷. Kierunek modyfikacji ceny po ujawnieniu danej informacji poufnej nie jest istotny⁵⁸.

Zgodnie z preambułą MAR, racjonalni inwestorzy opierają swoje decyzje inwestycyjne na informacjach, którymi już dysponują, tj. na informacjach dostępnych *ex ante*. Na pytanie, czy racjonalny inwestor, podejmując decyzję inwestycyjną, wziąłby pod uwagę określoną informację, należy odpowiedzieć na podstawie informacji dostępnych *ex ante*. Ocena taka musi uwzględniać spodziewany wpływ informacji na kurs akcji w świetle całokształtu powiązanej działalności emitenta⁵⁹, niezawodność źródła informacji oraz inne zmienne rynkowe, które w danych okolicznościach mogą wpłynąć na instrumenty finansowe⁶⁰. Informacje *ex post* mogą służyć do sprawdzenia przypuszczeń względem tego, czy informacje *ex ante* miały wpływ na cenę, nie mogą jednak służyć do podejmowania działań wobec osób, które wyciągnęły prawidłowe wnioski z dostępnych im informacji *ex ante*⁶¹.

Odwołanie do kryterium racjonalności pojawia się także w definicji wykorzystywania informacji poufnych, polegającego na nabywaniu lub zbywaniu instrumentu finansowego przez osobę, która wie lub powinna wiedzieć, że dane informacje są informacjami poufnymi. Właściwe organy (sądownicze) powinny zatem ocenić, co racjonalna, posiadająca przeciętną znajomość rzeczy osoba wie lub powinna była wiedzieć w danych okolicznościach⁶².

Według MAR, charakter danej informacji postrzegać należy przez pryzmat pewnych hipotetycznych zachowań inwestorów spełniających kryteria racjonalności. Norma prawna odwołuje się zatem wprost do kategorii ekonomicznych. W poprzednim rozdziale stwierdzono, że racjonalizm należy traktować nie jako pojęcie obiektywne, a subiektywne, ponieważ dla każdego inwestora dana informacja może oznaczać coś zupełnie innego.

Nowe obowiązki informacyjne, zrywające z wszelkimi formami katalogu zdarzeń i oparte na dosyć ogólnej definicji informacji poufnej, mogą sprawić spółkom publicznym wiele kłopotów. Dotychczasowy dualizm raportowy był nieco sztuczny,

⁵⁷ Art. ust 7 MAR.

⁵⁸ Informacja ma charakter cenotwórczy, gdy jej treść pozwala na przedstawienie prognozy potencjalnego wpływu na cenę. Nie jest istotne, czy ta prognoza się ziści. Ocenę cenotwórczości powinien przeprowadzić dysponent tej informacji (spółka publiczna); wyrok NSA z 19 lutego 2013 r., sygn. II GSK 2226/11.

⁵⁹ Warto zwrócić tutaj uwagę na tzw. próg inflacji oddziaływania komunikatów w związku z ich liczbą.

⁶⁰ Akapit nr 14 preambuły MAR.

⁶¹ Akapit nr 15 preambuły MAR.

⁶² Akapit nr 26 preambuły MAR.

ponieważ każdy raport bieżący zawierał w sobie *de facto* informację poufną, choć stylizowaną i skatalogowaną niejako dla „wygody” i pewności samego emitenta⁶³. Jak pokazała praktyka rynkowa, niektórzy emitenci w ogóle nie identyfikowali i nie publikowali informacji poufnych, a jedynie raporty bieżące, mimo iż art. 56 u.o.p. wyraźnie na pierwszym miejscu stawia właśnie obowiązek publikacji informacji poufnych.

Według MAR, etap pośredni rozciągniętego w czasie procesu jest uznany za informację poufną, jeżeli sam w sobie spełnia kryteria informacji poufnych. To, jak traktować poszczególne zdarzenia, należy postrzegać zarówno przez pryzmat cenotwórczości informacji samej w sobie (oczami zarządu spółki), jak i z perspektywy potrzeb inwestora jako odbiorcy tej informacji. Działając pod presją czasu, mając na uwadze ryzyko nieuprawnionego ujawnienia informacji oraz potencjalnych sankcji ze strony organów nadzoru, spółka publiczna może nie być w stanie zbadać potrzeb informacyjnych wśród inwestorów. Hipotetycznie najlepszym rozwiązaniem byłoby przeprowadzenie wśród inwestorów ankiety na temat ich potencjalnych reakcji na określone informacje (tzw. testów inwestora)⁶⁴.

Co więcej, reguły postępowania z informacjami poufnymi nie zakładają absolutnej odpowiedzialności za każdą nieprawidłowość postępowania z informacjami o tych cechach. Zakłada się, że nie ma możliwości pełnego ujawniania wszystkich istotnych informacji dotyczących konkretnego emitenta. Istnieje nieuniknione ryzyko decyzji inwestycyjnych, które ma być do pewnego jedynie stopnia zminimalizowane przez zapewnienie dostępu do określonej grupy informacji, mających duże znaczenia cenotwórcze, tj. uznawanych za istotne przez racjonalnego menedżera⁶⁵ i racjonalnego inwestora⁶⁶.

Wobec presji czasu przy podejmowaniu decyzji o publikacji danej informacji dobrym pomysłem jest prowadzenie badań wrażliwości inwestorów w odniesieniu do danej spółki, branży lub typu zdarzeń. Rozsądna wydaje się również polityka samoregulacji, polegająca na tworzeniu wewnętrznych standardów raportowania, uznających *a priori* wybrane typy zdarzeń za informacje poufne. Każdy emitent powinien zatem, dla własnego bezpieczeństwa i komfortu, stworzyć wewnętrzny katalog zdarzeń, które mogą implikować informacje poufne. Spółki powinny

⁶³ <http://www.korporacyjnie.pl/nowy-system-obowiazkow-informacyjnych-emitentow-gieldowych-czesc-i-jednolita-definicja-informacji-poufnych/> (12.02.2016).

⁶⁴ P. Biernacki, *Rubikon czy bagno cenotwórczości*, „Parkiet”, 10.12.2015.

⁶⁵ Są to osoby, które weszły w posiadanie informacji poufnych i wiedzą lub powinny wiedzieć, że są to właśnie informacje poufne; por art. 8 ust 4 in fine MAR.

⁶⁶ M. Marczuk, M. Królikowski, *Odpowiedzialność za ujawnienie informacji poufnej. Perspektywa oceny ex ante i ex post*, Prezentacja kancelarii Prof. Wierzbowski & Partners zaprezentowana na X Kongresie Zarządów Spółek Giełdowych SEG, który odbył się 28–29 października 2015 r.

wydzielić w swej strukturze jednostki odpowiedzialne za zapewnienie zgodności i monitoringu otoczenia prawnego, aktualności procedur wewnętrznych oraz prowadzenie polityki informacyjnej⁶⁷.

Bardzo istotnym wkładem w rozważania na temat cenotwórczości informacji są działania Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych, związane ze stworzeniem tzw. ogólnych standardów raportowania. Standardy⁶⁸ te zawierają wskazówki mające pomóc spółkom publicznym ustalić, które informacje i na jakim etapie powinny podlegać publikacji jako cenotwórcze. W przeprowadzonych przez SEG ankietach, których uczestnikami byli przedstawiciele spółek publicznych, odnaleźć można wiele ciekawych informacji dotyczących postrzegania reżimu obowiązków informacyjnych przez emitentów.

W trakcie Kongresu Relacji Inwestorskich w czerwcu 2015 r. ponad 50% ankietowanych uznało, że dotychczasowe obowiązki informacyjne są sztywne i niedostosowane do rzeczywistości gospodarczej oraz specyfiki poszczególnych emitentów, a także, że potrzebne są szczegółowe interpretacje KNF w zakresie obowiązków informacyjnych wynikających z MAR⁶⁹. Z kolei w trakcie Kongresu Zarządów w październiku 2015 r.⁷⁰:

- 1) 37,5% spółek potwierdziło, że obecnie raportuje wyłącznie w oparciu o rozporządzenie Ministra Finansów,
- 2) 53,1% spółek analizuje każdą informację pod kątem jej poufności,
- 3) w ostatnich latach 58,8% spółek ani razu nie opóźniła publikacji informacji poufnych,
- 4) w 43,3% spółek zarząd w ostatnich kilku latach ani razu nie odbywał szkoleń na temat zakresu raportowania (16,7% raz na kilka lat, 23,3% raz w roku, 16,7% kilka razy w roku)⁷¹,
- 5) w 33,3% spółek to prezes zarządu decyduje o ostatecznej treści raportów bieżących.

W trakcie kongresu CFO organizowanego przez SEG w dniach 20–21 maja 2015 r. za informacje cenotwórcze ankietowani uznali m.in.

- 1) istotność zmiany wcześniejszych deklaracji (80% ankietowanych),
- 2) odmienność danych od powszechnego szacowania rynku (64%),

⁶⁷ Chodzi o to, jakie informacje i kiedy powinny być publikowane oraz kto ma mieć dostęp do informacji poufnych, oczywiście z zachowaniem zasad „chińskich murów”.

⁶⁸ Standardy oparto w dużej mierze na dotychczas obowiązującym rozporządzeniu Ministra Finansów z 19 lutego 2009 w sprawie informacji bieżących i okresowych.

⁶⁹ Kongresu Relacji Inwestorskich, organizowanego przez SEG 10–11 czerwca 2015 r.

⁷⁰ pkt 2–5 dotyczą Kongresu Zarządów, organizowanego przez SEG 29 października 2015 r.

⁷¹ Jest to niepokojący fakt, wskazujący chociażby na potrzebę wzmocnienia kampanii edukacyjnej przez SEG.

- 3) nieoczekiwany charakter danych (96%),
- 4) brak możliwości utrzymania poufności (82%).

Analizując wyniki sondażu przeprowadzonego wśród uczestników konferencji SEG w listopadzie 2015, okazuje się, że⁷²:

- 1) Zaksięgowanie wszystkich przychodów i kosztów w systemie księgowym oznacza dla połowy respondentów pewność, że w spółce znany jest wynik finansowy okresu. W przypadku, gdy odbiega on w sposób znaczący od oczekiwań rynku, konsensusu lub historycznych okresów, może stanowić informację cenotwórczą i powinien być raportowany jako informacja poufna.
- 2) Kolejne etapy prac nad sporządzaniem, przekształcaniem oraz badaniem sprawozdania finansowego w zdecydowanej większości przypadków nie zmieniają w istotny sposób opinii na temat tego, że informacja o wyniku finansowym okresu powstała już wcześniej i jeśli miała ona charakter cenotwórczy, to powinna być zostać upubliczniona.
- 3) Moment zakończenia ważnego procesu negocjacyjnego dla ponad 50% ankietowanych stanowił informację cenotwórczą, choć procesy negocjacyjne to szczególnie trudne przypadki do analizy pod kątem cenotwórczości ich poszczególnych etapów.

Warto podkreślić, że polityka cenotwórcza to nie wypełnianie obowiązków informacyjnych, a tworzenie i komunikowanie realizacji pewnej strategii budowy wartości przedsiębiorstwa. Zarówno zarządzanie złymi, jak i dobrymi wiadomościami należy uznać za działania cenotwórcze, gdzie ważną rolę odgrywa nie tylko treść informacji (pozytywna/negatywna), ale również jakość i częstotliwość ich komunikowania⁷³. W przypadku dużej liczby publikowanych prognoz i informacji mających charakter szacunkowy należy pamiętać, że spółka musi weryfikować wcześniejsze założenia i odnosić się do nich w kolejnych komunikatach (niejako nakładając na siebie dodatkowe obowiązki), ponieważ w przeciwnym przypadku naraża się na sankcje administracyjne⁷⁴.

Teoretycznie najlepszym sposobem wypełniania obowiązków informacyjnych oraz zapobiegania nieuprawnionemu wykorzystaniu informacji poufnych

⁷² Konferencja SEG „Raportowanie informacji cenotwórczych w rozumieniu MAR, 25–26 listopada 2015; P. Biernacki, *Ewolucja cenotwórczości w czasie*, „Parkiet”, 17.12.2015; P. Biernacki, *Cenotwórczość informacji finansowych*, „Parkiet”, 21.01.2016.

⁷³ W skrajnym przypadku nieefektywnie prowadzonej polityki raportowania może zdarzyć się, że akcjonariusze przeniosą swoją uwagę z komunikatów spółki na wypowiedzi głównych akcjonariuszy i instytucje zewnętrzne.

⁷⁴ Pewna spółka otrzymała karę 90 000 zł grzywny za to, że w raporcie kwartalnym pod koniec 2008 roku nie ustosunkowała się do prognoz maja 2008 r.; wyrok NSA z 6 maja 2014 r., sygn.. II GSK 489/13.

jest skrócenie czasu pomiędzy momentem powstania informacji poufnej a jej upublicznieniem. W spółce, która prawidłowo wykonuje ciężące na niej obowiązki informacyjne, nie powinno być miejsca na żadne informacje poufne. W praktyce jednak nie każda informacja poufna o charakterze cenotwórczym podlega publikacji, czego przykład może stanowić informacja o planowanych zleceniach na akcjach emitenta składanych przez duży fundusz inwestycyjny⁷⁵.

Należy jednak podkreślić, że zbyt szybka publikacja informacji poufnej może naruszyć interes emitenta (np. w przypadku negocjacji), prowadząc tym samym do utraty przewagi konkurencyjnej. Choć tylko emitent posiada mechanizmy umożliwiające pozbawienie informacji poufnej jej cenotwórczego charakteru, to może się jednak zdarzyć, że nieupubliczniona informacja poufna utraci swój cenotwórczy charakter, np. na skutek upływu czasu (jej znaczenie ulegnie deprecjacji) lub upublicznienia innych komunikatów emitenta⁷⁶.

Biorąc pod uwagę kontrowersje związane z nowymi zasadami raportowania i porzuceniem sztywnego katalogu zdarzeń, spółki publiczne prawdopodobnie będą zachować się w jeden z czterech sposobów⁷⁷:

- 1) po zbadaniu swojej specyfiki oraz oczekiwań inwestorów spółka opracuje indywidualne standardy raportowania,
- 2) spółka będzie publikować bardzo dużo raportów, co może doprowadzić do chaosu informacyjnego i spadku jakości informacji,
- 3) spółka przyjmie dotychczasowy katalogowy zakres informacji jako jedyny podlegający raportowaniu w ramach nowego reżimu,
- 4) spółka będzie sporadycznie raportowała informacje poufne, ponieważ nie będzie dostrzegać charakteru cenotwórczego w zdarzeniach bieżących.

6. Podsumowanie

Wkrótce zniesiony zostanie obecny dualizm definicyjny, a na spółkach publicznych ciężać będzie obowiązek oceny danego zdarzenia korporacyjnego pod kątem jego istotności. Wobec zwiększonego ryzyka zagrażającego zarządom spółek

⁷⁵ Informacja taka, choć niewątpliwie wpłynie na cenę instrumentów finansowych związanych z emitentem, nie jest dla niego w żaden sposób dostępna aż do samego momentu złożenia zlecenia; zob. M. Waga, *Boiler room – zorganizowana przestępczość na rynku kapitałowym*, w: *Zwalczanie przestępczości finansowej*, „Dziennik Gazeta Prawna” (dodatek), 12.04.2011, s. 8.

⁷⁶ A. Piskorz, K. Szymański, *Inwestor a informacja poufna*, „Miesięcznik Kapitałowy” 2013, nr 3, s. 48–50.

⁷⁷ P. Biernacki, *Burzliwa reakcja spółek*, „Parkiet”, 9.7.2015.

publicznych zasadne będzie stworzenie przez nie własnych wytycznych oraz katalogów potencjalnych informacji poufnych. Spółki publiczne posiadające informacje poufne powinny samodzielnie dokonywać oceny cenotwórczego charakteru danej informacji *ex ante*, ponieważ wyłącznie na nich spoczywa obowiązek upubliczniania takich informacji⁷⁸.

Warto wreszcie podkreślić, że najprostszym sposobem budowy zaufania wśród inwestorów oraz unikania potencjalnych sankcji ze strony organów nadzoru jest niezwłoczne publikowanie każdej informacji, która mogłaby istotnie wpłynąć na kurs akcji spółki. W spółce, która prawidłowo wykonuje ciężące na niej obowiązki informacyjne, nie powinno być miejsca na żadne informacje poufne.

Bibliografia

- Bernstein P.L., *Capital Ideas Evolving*. Hoboken, John Wiley & Sons, Inc, NJ 2007.
- Biernacki P., *Cenotwórczość informacji finansowych*, „Parkiet”, 21.01.2016.
- Czekaj J., *Przegląd modeli wyceny instrumentów finansowych*, http://www.fire.ue.wroc.pl/ftp_user/-przedmioty/2012_2013/semjajuga/TekstA.pdf
- Dobrowolski K., *Teoria rynków efektywnych i model racjonalnego inwestora – od warunków ryzyka do warunków konfliktu*, „Współczesna Gospodarka” 2014, 1.
- Florczak W., *Instytucjonalne uwarunkowania przestępczości w Polsce*, „Gospodarka Narodowa” 2012, nr 10, s. 101–104.
- Górecki M., *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego HUK” 2007, nr 1, s. 74.
- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62011CJ0019:PL:HTML>
- http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/espil/ (10.02.2016).
- <http://www.korporacyjnie.pl/nowy-system-obowiazkow-informacyjnych-emitentow-gieldowych-czesc-i-jednolita-definicja-informacji-poufnych/> (12.02.2016).
- Jastrzębski J., *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego – zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 1, s. 5.

⁷⁸ Por. art. 56 ust. 1 pkt 1 u.o.p.

- Kachniewski M., Witkowski D., *Nadchodzące zmiany regulacyjne i nowe obowiązki po stronie emitentów*, prezentacja, kongres CFO SEG, Warszawa 20–21.05.2015.
- Konarski K., *Insider trading coraz mniej opłacalny*, „Parkiet”, 11.02.2015.
- Marczuk M., Królikowski M., *Odpowiedzialność za ujawnienie informacji poufnej. Perspektywa oceny ex ante i ex post*, Prezentacja kancelarii Prof. Wierzbowski & Partners zaprezentowana na X Kongresie Zarządów Spółek Giełdowych SEG, który odbył się 28–29 października 2015 r.
- Martysz C., *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading. Analiza prawno-ekonomiczna*, Wolters Kluwer, Warszawa 2015.
- Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002.
- Opustil K., Wiórek P.M., *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym (cz. 1)*, „Prawo Spółek” 2005, nr 2.
- Finanse*, red. J. Ostaszewski, Warszawa 2013.
- Pachucki M., Olszak E., *Nieprawidłowości w zakresie wypełniania obowiązków informacyjnych przez emitentów*, prezentacja, UKNF, Warszawa 16.10.2014.
- Piskorz A., Szymański K., *Inwestor a informacja poufna*, „Miesięcznik Kapitałowy” 2013, nr 3, s. 48–50.
- Redestowicz-Janczura A., *Obowiązki informacyjne emitentów papierów wartościowych w świetle orzecznictwa*, prezentacja, UKNF, Warszawa 21.09.2015.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 15 listopada 2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych (DzU nr 229, poz. 1950).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (DzU 2014, poz. 133).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) – Market Abuse Regulation (MAR) (DzUrz UE L 173/1 z 12.06.2014, s. 1).
- Rzeszutek M., Czerwonka M., *Przejawy i uwarunkowania różnic międzyplciowych w zachowaniach inwestycyjnych z punktu widzenia finansów behawioralnych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2012, nr 122, s. 116–129.
- Rzeszutek M., Szyszka A., Czerwonka M., *Investor’s Expertise, Personality Traits and Susceptibility to Behavioral Biases in the Decision Making Process*, “Contemporary Economics” 2015, no. 9, s. 337–352.

- Rzeszutek M., *Wpływ doświadczenia oraz cech osobowościowych na racjonalność decyzji inwestorów giełdowych*, praca doktorska, SGH 2014.
- Stanowisko Związku Maklerów i Doradców w sprawie informacji poufnych, http://zmid.org.pl/pliki/-Stanowisko_ZMiD_w_sprawie_informacji_poufnych.pdf (10.02.2016).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej jako u.o.i.f.) (DzU 2014, nr 0, poz. 94).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2013, poz. 1382).
- Wąchała R., *Nowe regulacje dotyczące obowiązków informacyjnych – Transparency II*, prezentacja, UKNEF, Warszawa 29.10.2015.
- Wąchała R., Witkowski D., Kachniewski M., Biernacki P., *Minimalizacja kosztów i ryzyk wdrożenia MAR*, prezentacja, kongres zarządów SEG, Serock 29.10.2015.
- Waga M., *Boiler room – zorganizowana przestępczość na rynku kapitałowym*, w: *Zwalczanie przestępczości finansowej*, „Dziennik Gazeta Prawna” (dodatek), 12.04.2011, s. 8.
- Wajda P., *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011.
- Witkowski D., *Unia Europejska walczy z nadużyciami na rynku kapitałowym*, „Parkiet”, 24.04.2014.
- Wojciechowska-Mytych K., Nowakowski M., *Nowy bat na wilka z Wall Street*, „Parkiet”, 16.05.2014.
- wyrok NSA z 6 maja 2014 r., sygn. II GSK 489/13.
- Wyrok WSA w Warszawie z 12 kwietnia 2013 r, sygn. IV SA/Wa 2431/10.
- Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Raport UKNEF, luty 2011,
- Zaleskiewicz M., *Nowe regulacje dotyczące obowiązków informacyjnych spółek giełdowych*, prezentacja, UKNEF, Warszawa 15.04.2015.
- Zielonka P., *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, „Materiały i Studia NBP” 2013.
- Wyrok WSA w Warszawie z 7 września 2012 r., VI SA/Wa 714/12.
- Wyrok WSA w Warszawie z 14 listopada 2012, sygn.. VI Sa/Wa 1013/12.
- Geltl vs. Daimler*, „Parkiet”, 24.01.2013.
- Biernacki P., *Burzliwa reakcja spółek*, „Parkiet”, 9.7.2015.
- Biernacki P., *Rubikon czy bagno cenotwórczości*, „Parkiet”, 10.12.2015.
- wyrok NSA z 19 lutego 2013 r., sygn. II GSK 2226/11.