



Uniwersytet Warszawski, Wydział Prawa i Administracji  
Instytut Prawa Cywilnego, (0048 22) 5520472  
ul. Krakowskie Przedmieście 26/28, 00- 927 Warszawa

---

*Prof. zw. dr hab. Aleksander Chłopecki*

Warszawa 24 lipca 2018r.

## **RECENZJA PRACY DOKTORSKIEJ**

**Tytuł pracy: Zasady ujawniania informacji poufnych na rynku kapitałowym**

**Autor: mgr Marcin Hotel**

**Promotor: Prof. UJ dr hab. Krzysztof Oplustil**

### **I. Ocena wyboru tematu pracy**

Wybór tematu pracy należy uznać za słuszny. Recenzowana praca dotyczy zagadnień o znaczącym stopniu istotności – tym bardziej, że praktyka definiowania informacji cenotwórczych i ich ujawniania, jakkolwiek nie jest nowa – to podlega stosunkowo nowej regulacji – Rozporządzeniu MAR. Regulacja ta nie była dotychczas przedmiotem opracowań o charakterze monograficznym. W przypadku nowej regulacji „walczą” ze sobą dwie tendencje – możliwie szybkiego opracowania tematu pod względem naukowym lub też odczekania do pojawienia się znaczącego orzecznictwa. Autor przyjął koncepcję pierwszą – usprawiedliwia go przy przede wszystkim to, że dotychczasowe orzecznictwo (odnoszące się do tzw. Dyrektywy Market Abuse) znajduje zasadniczo zastosowanie i w analizowanej pracy. Tak więc praca jest pionierska w sensie regulacyjnym, lecz wystarczająca oparta na istniejącym orzecznictwie i literaturze.

## II. Konstrukcja pracy i jej ocena

Temat pracy odpowiada, co do zasady jej zakresowi. Pewne zastrzeżenia, co do tego zakresu – por. uwagi ogólne. Recenzowana praca składa się z pięciu rozdziałów. Rozdział pierwszy ma charakter uwag ogólnych odnoszących się do tzw. efektywności informacyjnej rynku. . Rozdział drugi dotyczy pojęcia informacji poufnej na rynku kapitałowym. . Rozdział trzeci opisuje obowiązki emitenta w zakresie realizacji obowiązku informacyjnego. Rozdział czwarty odnosi się do kwestii opóźniania udzielania informacji i przesłanek takiego działania.. Rozdział piąty odnosi się do kwestii postępowania z informacją, której ujawnienia jest konieczne przed jej podaniem do publicznej wiadomości. Konstrukcja pracy wzbogacona jest o wnioski i jest poprawna.

## IV. Uwagi ogólne

Zastrzegając, że praca niewątpliwie spełnia wymogi pracy doktorskiej w rozumieniu stosownych przepisów, nie sposób nie dostrzec, że pomija ona pewne kwestie dla problemu podstawowe, jak również prowokuje do zadania pewnych pytań również o charakterze podstawowym.

Po pierwsze, powstaje pytanie czy praca ta ma charakter cywilistyczny, prawno-administracyjny, czy inny. Mogę tu zgodzić się z Autorem (choć w wersji publikowanej oczekiwałbym wyrażenia tej myśli *explicite*), że w doktrynie prawa rynku kapitałowego, będącej konglomeratem prawa prywatnego i administracyjnego „z domieszką” prawa karnego – taka stanowcza samoidentyfikacja nie ma większego sensu. Brakuje mi jednak pewnej powiązanej z tym refleksji – zwłaszcza w odniesieniu do źródeł norm. Podkreślam norm – jako pojęcia szerszego niż regulacji. Po pierwsze refleksji wymagałby sposób stanowienia prawa w Unii Europejskiej. Czterostopniowe poziomy regulacji powodują upiorne „rozlewanie się” regulacji przy jednoczesnych stosunkowo częstych przypadkach, gdy dane państwo jest już poddane rozporządzeniu przez zaimplementowaniem dyrektywy. Refleksji wymagałyby również wszelkiej maści wytyczne (guidelines) np. ESMA i podobne regulacje np. uchwały organów nadzoru. Rynek kapitałowy, a

właściwie szerzej – finansowy staje się polem, na którym hula prawo powielaczowe czystej wody, nieświadomie kopiując PRL-owskie wzorce. Jest to szczególnie istotne w przypadku odpowiedzialności emitenta zarówno o charakterze administracyjnym jak i w pewnych szczególnych okolicznościach wręcz karnym. Jeżeli obowiązek informacyjny sprowadza się tego, że to emitent musi zdefiniować, która informacja ma charakter cenotwórczy, a która nie – a za błąd płaci sankcjami – administracyjnymi lub karnymi, to sytuacja taka staje się wątpliwa i karnie i administracyjnie. Klauzule generalne nie są oczywiście odkryciem prawa rynku kapitałowego, ale ich stosowanie tam, gdzie mamy do czynienia z sankcjami innymi niż cywilne jest szalenie niebezpieczne lub wręcz wątpliwe. Stąd też zabrakło mi refleksji Autora, czy rzeczywiście zamknięta lista stosowana przez polskiego ustawodawcę w przepisach rangi rozporządzenia (co oczywiście było sporne w doktrynie) nie stanowiła z punktu widzenia reguł praworządności lepszego rozwiązania. Uogólniając – osoba, która naraża się na sankcję karną lub administracyjną (bardzo wysoką grzywnę) wolałaby wiedzieć za co konkretnie może zostać ukarana a nie najpierw się tego domyślać, a potem ewentualnie próbować się bronić przed kompletnie niekompetentnym (co jest regułą) sądem.

Powyższe rozważania korespondują z ogólnym wrażeniem czytelnika pracy, iż Autor prezentuje tu wizję regulacji nakierowanej całą swoją siłą na ochronę inwestorów, w niewielkim stopniu uwzględniając interes emitentów. Autor jakby nie zauważa, że biurokratyczne bagno obowiązków informacyjnych i dotyczących ich regulacji silnie wpływa na osłabienie rynku kapitałowego.

W przypadku publikacji, zdecydowanie należy zaś postulować rozszerzenie zakresu pracy o kwestie manipulacji cenowej w szczególności w sytuacji, gdy może być ona przesłanką powstania (lub nie) obowiązków informacyjnych emitenta.

Wydaje się też, że w obecnej sytuacji technicznej kwestie dostępu i wykorzystania informacji powinny być analizowane również z punktu widzenia zastosowania handlu algorytmicznego (*high frequency trading*).

## V. Uwagi szczegółowe

- s. 9 – wbrew tezie Autora rynek pieniężny jest częścią rynku kapitałowego –  
jakkolwiek wyodrębnioną.

- s. 22 - teza, iż Rozporządzenie MAR należy wyklądać na korzyść obowiązku ujawniania informacji jest wątpliwa. Stawiam tezę odmienną, i co zabawne Autor godzi się tu ze mną np. przy omawianiu kwestii reklamowania się przez spółkę przy okazji publikacji bieżących. Otóż Rozporządzenie musi być odczytywane jako regulacja neutralna. Zasada – „w razie wątpliwości – informować”, jaką postuluje Autor, jest ewidentnie sprzeczna z zasadą zakazu dezinformacji (manipulacji). No i oczywiście taka regułą interpretacyjną jaką proponuje Autor - promuje on interes inwestora kosztem interesu emitenta.

- s. 29 – w odniesieniu do uwagi ogólnej – tzw.. Komitet Mędrców Lamfalussy’ego był w istocie „Komitetem Głupców”, a przyjęcie jego propozycji doprowadziło do szalonej kilkusetprocentowej inflacji regulacji rynku kapitałowego w Unii (i w konsekwencji w krajach Unii) jak i do swoistej budowy „nadbudowy przed bazą”.

- s. 35 – przydałaby się refleksja odnośnie celu i skutków złożenia pisemnego oświadczenia o zapoznaniu się z informacjami poufnymi. W mojej opinii takie oświadczenie jest zarówno bezcelowe jak i bezskuteczne – obowiązki wynikają bowiem z mocy prawa. Gdyby Autor „dotknął” głębiej tematu zwróciłby uwagę, że określone obowiązki w zakresie zachowania informacji poufnej rozciągają się i na osoby bliskie *insiderowi*. Ale jak je egzekwować, np. w przypadku konfliktu rodzinnego – nie wie nikt.

- s. 38 *in fine*. Brakuje mi refleksji Autora w kwestii prawa państwa członkowskiego do wprowadzenia surowszych sankcji lub środków administracyjnych niż przewidziane w Rozporządzeniu MAR. Aksologicznie i organizacyjnie (dążenie do jednolitości prawa ale i jego stosowania) jest to rozwiązanie kompletnie bez sensu i uzasadnienia.

- s. 44 (por. też 47 a zwł. 52)– Autor wielokrotnie kontestuje (choć akurat na tej stronie nie zauważa), że kryterium. prawdopodobieństwa zaistnienia danego

zdarzenia oceniana na ponad 50% ma charakter podstawowy i wynika z prostych zasad logiki. „Gdy coś się raczej zdarzy niż nie zdarzy” – to powinno być przedmiotem raportowania. Oczywiście również mam świadomość tego, że i ocena procentowego prawdopodobieństwa określonych zdarzeń nie musi być zawsze poprawna, ale test prawdopodobieństwa jest metodologicznym „*must be*”.

- s. 50 trudno zaakceptować tezę Autora, że długookresowe plany przedsiębiorstwa emitenta np. 5 –letni rozwoju z natury nie mają przymiotu precyzyjności. Jest to racja w przypadku start-upu lub deklaracji niejakiego Morawieckiego o elektromobilności Polski, ale w przypadku Googla, czy Toyoty nie poważyłbym się na głoszenie tezy Autora.

s. 51 – nie rozumiem wywodów o konieczności „zakorzenienia zdarzenia w innym zdarzeniu” .Autor wskazuje, że istnieje tu jakoby konieczność komunikacji np. zamiaru o skutkach cenotwórczych innej osobie. Sporo w tym racji, ale co w przypadku braku komunikacji i jednoczesnym podejmowaniu działań technicznych prowadzących do realizacji, póki co przemilczanego, zamiaru. Ktoś się może domyśleć...

s- 59 wiadomość alternatywna jako precyzyjna? Dostyc dyskusyjne, ale nie kwestionuję po namyśle poglądu Autora. Np. gdy prezes zarządu mówi – „powieszę się lub skoczę z mostu” alternatywa (w sensie jej ostatecznych skutków) jest precyzyjna. Natomiast przytoczony przykład Autora „dojdzie do fuzji lub nie” zupełnie nie przekonuje...

- s. 61 dziwi nieco potulność Autora wobec poglądu TS, że kierunek wpływu danej wiadomości na wzrost lub spadek cen akcji nie ma znaczenia dla precyzyjności informacji. Taka niepewność w ogóle wyklucza informację z kategorii informacji poufnych.

- s 75 – co to jest owa spekulacja? Auto stosuje to określenie dosyc bezrefleksyjnie, podczas gdy jego np. procesowe zastosowanie rodzi poważne skutki.

- s. 80 – por. uwagi ogólne. ESMA jako źródło prawa??? W świetle Konstytucji?

- s 95 – rozumowanie Autora jest w tym zakresie niepoprawne. Przyjmuje On tezę, że uzyskanie informacji przez emitenta oznacza, że zapoznały się z nią osoby kierujące przedsiębiorstwem lub relacjami inwestorskimi. Teza ta pozostaje w sprzeczności z tzw. teorią doręczenia wprowadzającą fikcję prawną, że za równoważne z zapoznaniem się z oświadczeniem woli (tu- informacją) jest sama możliwość zapoznania się z tą informacją.

- s. 95 in fine – podejście emitenta do plotki na swój temat nie może być tak neutralne jak sugeruje Autor. W skrajnym przypadku taka „neutralność” może być wręcz przedmiotem zarzutu o manipulację cenową lub współpracę z manipulującym.

- s. 100 teza, że informacja ma być opublikowana na tyle wcześnie aby inwestorzy mogli coś z nią zrobić jest dyskusyjna (zwłaszcza w czasach *high frequency trading*). Informacja ma być opublikowana zgodnie z prawem bez oglądania się na możliwość lub nie reakcji inwestora.

s. 199-120 podsumowanie wymaga uzasadnienie i rozwinięcia.

s. 127 - samodzielnym interesem każdego segmentu rynku jest – „trwać”.

- s. 140 - warto aby Autor rozważył sytuację umów wielostronnych zwłaszcza z udziałem spółek giełdowych. Czy nie powinny one ustalić jednej godziny ( a nawet wręcz minuty lub sekundy) publikacji informacji bieżącej?

- s. 156 – stanowisko Autora nakazujące podaniu w informacji bieżącej niejako „fazy pośredniej” jej powstawania nie zasługują na akceptację. No – chyba, że celem emitenta jest dezinformacja inwestorów...

- s. 176 - teza iż zakaz bezprawnego ujawniania informacji nie stanowi adekwatnej podstawy do zobowiązania zachowania jej w poufności jest szokująca – bo nielogiczna. Jeżeli nie mogę czegoś ujawnić – to muszę o tym milczeć (lub powiedzieć to we właściwym trybie). Nie sugeruję przy tym konieczności cytowania

Wittgensteina.


- s. 177 – ogólnie zgadzając się z Autorem, pozostaję jednak z pytaniem. Co w przypadku, gdyby członek rady nadzorczej wydelegowany przez związki zawodowe dowiedział się o okoliczności prawnie istotnej – np. znacznej redukcji załogi?

- s. 210 (wnioski) teza, że ujawnione informacje powinny dotyczyć wyłącznie wydarzeń przeszłych, była już kontestowana.

**Na zakończenie części szczegółowej recenzji podkreślić należy, że przedstawione powyżej uwagi szczegółowe w żadnej mierze nie dezawuuują wartości tej pracy, nie osłabiają konkluzji o jej wartości naukowej, która zawarta będzie w ocenie podsumowującej. Ewentualna publikacja pracy powinna jednak nastąpić pod warunkiem pewnych zmian treści i uzupełnień.**

## **VI. Ocena podsumowująca**

**Przedstawiona rozprawa doktorska spełnia kryteria określone w art. 13 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki. W szczególności praca ta stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz wykazuje wysoką ogólną wiedzę teoretyczną Doktoranta w zakresie nauk prawnych jak również stanowi dowód, że Doktorant posiada umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.**

  
.....

**/Prof. zw. dr hab. Aleksander Chłopecki/**