

RYNEK KAPITAŁOWY

Raportowanie informacji poufnych po nowemu, a może déjà vu?

Niemal równo w dziesiątą rocznicę stosowania wymogów rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie MAR) nastąpi istotna zmiana zasad raportowania informacji poufnych przez spółki publiczne.



TOMASZ KAMIŃSKI

advokat i wspólnik w Krzysztof Kamiński & Wspólnicy Prawna

Zmiany mają źródło w tzw. Listing Act, tj. rozporządzeniu 2024/2809 z dnia 23 października 2024 r., którego celem jest zwiększenie atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w UE dla spółek oraz ułatwienie małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału. Spółki publiczne, zarówno giełdowe, jak i te, których instrumenty finansowe wprowadzone są do obrotu w alternatywnym systemie obrotu, będą zobowiązane do stosowania nowych wymogów, począwszy od dnia 5 czerwca 2026 r.

Aktualna regulacja

W myśl obowiązujących jeszcze przepisów spółki publiczne zobowiązane są do podania do wiadomości publicznej informacji poufnych bezpośrednio ich dotyczących. Informacje poufne stanowią informacje określone w sposób precyzyjny, które nie zostały podane do wiadomości publicznej, dotyczące bezpośrednio lub pośrednio jednego lub większej liczby emitentów lub jednego lub większej liczby instrumentów

W obecnym stanie prawnym przepisy nie określają przykładowego katalogu okoliczności, które mogą zostać uznane za takie, które spełniają przesłanki zakwalifikowania jako informacje poufne

finansowych, które mają potencjał cenotwórczy.

W obecnym stanie prawnym przepisy nie określają przykładowego katalogu okoliczności, które mogą zostać uznane za takie, które spełniają przesłanki zakwalifikowania jako informacje poufne. Próżno również szukać w przepisach jasnych kryteriów wspierających ocenę, czy w danym przypadku mamy do czynienia z okolicznością wymagającą publikacji

raportu. W praktyce typowym przykładem informacji poufnej może być informacja o zawarciu istotnej umowy, nabyciu istotnych aktywów czy o wydaniu decyzji lub wyroku dotyczącego emitenta. Ostatecznie jednak emitenci każdorazowo muszą samodzielnie dokonywać oceny, czy dana okoliczność lub zdarzenie stanowi informację poufną.

Specyficznym przykładem informacji poufnych są informacje dotyczące etapów pośrednich rozciągniętego w czasie procesu. W określonych okolicznościach etap pośredni sam w sobie może spełniać definicję informacji poufnej. Najczęściej dotyczy to procesów negocjacji istotnych transakcji, gdzie zawarcie listu intencyjnego, umowy przedwstępnej, uzyskanie zgody na koncentrację czy ziszczenie się innego warunku umownego może stanowić informację cenotwórczą.

Na gruncie obecnych przepisów takie informacje nie tylko mogą stanowić informację poufną, ale także wymagają przekazania stosownego raportu do wiadomości publicznej.

W przypadku stwierdzenia, że etap pośredni spełnia kryteria informacji poufnej, emitent powinien podać informację o nim do wiadomości publicznej lub może podjąć decyzję o opóźnieniu ujawnienia informacji, pod warunkiem że spełnione są łącznie następujące warunki: i) niezwłoczne ujawnienie informacji mogłoby naruszyć uzasadnione interesy emitenta, ii) opóźnienie podania do wiadomości informacji prawdopodobnie nie wprowadzi w

niemal równo w dziesiątą rocznicę stosowania wymogów rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie MAR), przy istnieniu wówczas licznych wątpliwości związanych ze stosowaniem nowych przepisów, powdowało, że w pierwszym okresie obowiązywania nowej regulacji wykonywanie obowiązków informacyjnych przez emitentów wiązało się nieraz z niemałymi emocjami.

W związku z niedookreślenością przepisów spółki zaczęły przyjmować wewnętrzne procedury oraz przede wszystkim indywidualne standardy raportowania, co pozwoliło emitentom na uporządkowanie procesów identyfikacji i oceny informacji poufnych, a inwestorom zapewniło przewidywalność i powtarzalność sposobu raportowania informacji.

Z czasem coraz większą rolę w kształtowaniu praktyki stosowania przepisów rozporządzenia MAR zaczęły odgrywać organizacje branżowe, organy nadzoru (tu duża rola choćby wytycznych ESMA dot. zasad opóźniania publikowania informacji poufnych), a także sądy oraz doktryna. W rezultacie z biegiem czasu przepisy dotyczące informacji poufnych doczekały się licznych interpretacji. Obecnie można zaryzykować stwierdzenie, że wątpliwości dotyczące sposobu postępowania z określonymi informacjami, które mogą spełniać kryterium informacji poufnych, dotyczą coraz węższego zbioru specyficznych zdarzeń oraz okoliczności.

Tymczasem unijny prawodawca, naturalnie w myśl nośnej ostatnio potrzeby „uproszczenia” wymogów, postanowił wprowadzić istotne zmiany zasad publikowania informacji poufnych.

Koniec z raportowaniem etapów pośrednich?

W myśl nowych reguł, które będą obowiązywały od 5 czerwca br., wymóg ujawniania informacji poufnych co do zasady nie będzie miał zastosowania do informacji poufnych dotyczących etapów pośrednich rozciągniętego w czasie procesu. Co to oznacza w praktyce? Etapy pośrednie dalej będą wymagały oceny, czy stanowią informacje poufne. W przypadku odpowiedzi twierdzącej będą miały do nich zastosowanie rygorystyczne zasady związane z ochroną informacji, listami insiderów, zakazami wykorzystywania informacji. W normalnych warunkach informacje takie nie będą jednak podlegały wymogowi raportowania, a w związku z

„ Założyć można, że z przestrzeni publicznej znikną niektóre przykłady raportów publicznych, np. dotyczące przeglądów opcji strategicznych czy zawierające informacje o wstępnych szacunkowych danych finansowych

„ Wątpliwości dotyczące sposobu postępowania z określonymi informacjami, które mogą spełniać kryterium informacji poufnych, dotyczą coraz węższego zbioru specyficznych zdarzeń oraz okoliczności

tym nie będzie ich również mogła dotyczyć procedura opóźnienia ujawnienia informacji.

Obowiązek ujawnienia informacji o etapach pośrednich będzie się materializował wyłącznie w przypadku braku gwarantowania poufności takich informacji. Wówczas emitent będzie standardowo zobowiązany do niezwłocznego ujawnienia informacji poufnej.

W celu ułatwienia stosowania nowych zasad Komisja Europejska została umocowana do przyjęcia aktu delegowanego określającego otwarty wykaz zdarzeń końcowych lub końcowych okoliczności w ramach rozciągniętych w czasie procesów i dla każdego zdarzenia lub okoliczności – momentu, w którym uznaje się, że końcowe zdarzenie lub końcowe okoliczności zaistniały i muszą zostać ujawnione. Niedawno zakończyły się konsultacje projektu takiego wykazu, który zawiera propozycje zdarzeń lub okoliczności wymagających raportowania w obszarach m.in. strategii biznesowej, struktury kapitałowej, informacji finansowych, spraw korporacyjnych, interakcji z władzami publicznymi, postępowań sądowych.

Nie wchodząc w detale, kierunkowo tego rodzaju propozycja, która polega na określeniu otwartego katalogu okoliczności, jakie mogą wymagać raportowania, zdaje się realizować postulaty rynku, które jednakże były formułowane dziesięć lat temu, przy okazji rozpoczęcia stosowania wymogów rozporządzenia MAR. Nasuwać się może wręcz wspomnienie o czasach sprzed obowiązywania wymogów rozporządzenia MAR, gdy obowiązywał katalog zdarzeń wymagających raportowania, który był określony jeszcze w starym rozporządzeniu w sprawie informacji bieżących i okresowych. Tu trzeba uczciwie zaznaczyć, że ta analogia nie jest w pełni adekwatna, gdyż na gruncie projektu nowego aktu wykonawczego okoliczności wymienione w wykazie każdorazowo powinny zostać poddane ocenie, czy spełniają w danym przypadku definicję informacji poufnej.

Omawiana zmiana postępowania z informacjami poufnymi niewątpliwie będzie skutkowałą potrzebą istotnego zmodyfikowania dotychczasowej praktyki rynkowej, jeśli chodzi o wykonywanie obowiązków informacyjnych, co oczywiście będzie również wymagało przeprowadzenia rewizji obowiązujących u

emitentów procedur raportowania. Założyć można, że z przestrzeni publicznej znikną niektóre przykłady raportów publicznych, np. dotyczące przeglądów opcji strategicznych czy zawierające informacje o wstępnych szacunkowych danych finansowych. Zmieni się praktyka informowania o transakcjach, w szczególności akwizycjach. Inwestorzy będą później dowiadywali się o niektórych informacjach, natomiast insiderzy, z uwagi na konieczność zachowania poufności informacji o etapach pośrednich, będą podlegali większym ograniczeniom, jeśli chodzi o możliwości zawierania transakcji na instrumentach emitentów.

Czy zmiany byłyby potrzebne?

Analizując proponowane zmiany, nasuwa się zasadnicze pytanie, czy rzeczywiście po długim okresie stosowania wymogów rozporządzenia MAR zachodziły istotne powody przemawiające za dokonaniem zmian? Kto realnie skorzysta na zmianach? Inwestorzy, którzy będą uzyskiwali dostęp do wiedzy o mniejszej liczbie informacji poufnych? Insiderzy, którzy będą objęci większymi restrykcjami, jeśli chodzi o możliwość dokonywania transakcji? Skoro nie te podmioty, to czy na pewno beneficjentami nowelizacji rozporządzenia MAR zostaną emitenci, którzy będą musieli na nowo dostosowywać się do wymogów w zakresie wykonywania obowiązków informacyjnych, co nie tylko wiąże się z kosztami, ale także ze zwiększonym ryzykiem naruszenia nowych, niepopartych praktyką stosowania obowiązków?

Trudno dyskutować z tezą, że rynek finansowy potrzebuje deregulacji. Warto jednak przy tej okazji pamiętać, że trwałość i przewidywalność środowiska prawnego, w którym funkcjonują uczestnicy obrotu, jest wartością samą w sobie, a korzyści płynące ze zmiany przepisów prawa gospodarczego powinny każdorazowo przewyższać koszty wynikające z takich zmian. Dziesięć lat obowiązywania przepisów na wyjątkowo dynamicznym rynku kapitałowym to prawie jak epoka, a skoro tak, to na miejscu wydaje się przypomnienie wywodzącej się z prawa rzymskiego zasady: minime sunt mutanda, quae interpretationem certam semper habuerunt (jak najmniej należy zmieniać to, co zawsze miało pewną interpretację). / ©



Teksty z dodatku dostępne w wersji elektronicznej na: **PRO.RP.PL.**