



Dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku
Poziom 3 – drugi zestaw wytycznych i informacji
CESR dotyczących jednolitego zastosowania
Dyrektywy na rynku

Lipiec 2007 r.

Spis treści

Wstęp

Projekt Drugiego zestawu wytycznych CESR dotyczących zastosowania Dyrektywy w sprawie nadużyć na rynku

I CZYM SĄ „INFORMACJE POUFNE” W ROZUMIENIU DYREKTYWY W SPRAWIE NADUŻYĆ NA RYNKU?

Wstęp

Informacje określone w sposób precyzyjny

Podanie do wiadomości publicznej

Mające istotny wpływ na cenę

Przykłady informacji poufnych bezpośrednio dotyczących emitenta

II KIEDY ISTNIEJĄ UZASADNIONE POWODY OPÓŹNIENIA PUBLIKACJI INFORMACJI POUFNYCH?

Wstęp

Słuszny interes emitenta

Przykłady ilustrujące sytuacje uprawniające do opóźnienia publikacji

III KIEDY INFORMACJA DOTYCZĄCA ZLECEŃ KLIENTA W TOKU STANOWI INFORMACJĘ POUFNA

Wstęp

„Zlecenie klienta w toku” jako informacja poufna: Warunki określone przez Dyrektywę

„Zlecenie klienta w toku” jako informacja poufna: Wytyczne

Wytyczne dotyczące wrażliwości cenowej zlecenia

Wytyczne dotyczące zlecenia określonego w sposób precyzyjny

IV LISTA OSÓB MAJĄCYCH DOSTĘP DO INFORMACJI POUFNYCH

Wstęp

1. W grudniu 2005 r. Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (CESR) podjął decyzję, o przeprowadzeniu przez CESR-Pol drugiej fazy prac poziomu 3 ukierunkowanych na rynek w odniesieniu do Dyrektywy w sprawie nadużyć na rynku. Projekt drugiego zestawu wytycznych został opublikowany 2 listopada 2006 r. (Nr ref. CESR/06-562) celem przeprowadzenia konsultacji na skalę europejską. Następujące zagadnienia zostały uwzględnione w projekcie wytycznych.
 - I. Czym są informacje poufne;
 - II. Kiedy uzasadnione jest opóźnianie przekazania do publikacji informacji poufnych;
 - III. Kiedy informacja dotycząca zleceń klienta w toku stanowi informację poufną;
 - IV. Listy osób mających dostęp do informacji poufnych w wielu jurysdykcjach – propozycja zastosowania wzajemnego systemu identyfikacji w tym obszarze (tzn. właściwe organy akceptowałyby listę osób mających dostęp do informacji poufnych, prowadzoną zgodnie z zasadami obowiązującymi w jurysdykcji innego członka CESR).
2. Projekt wytycznych został poprawiony w celu uwzględnienia komentarzy otrzymanych w toku konsultacji, następnie zatwierdzony przez Przewodniczących CESR, a obecnie opublikowany w ostatecznej formie. Zestawienie uwag i komentarzy dotyczących przebiegu konsultacji (CESR/07-402) opublikowano osobno.
3. CESR-Pol podjął się przygotowania wytycznych, zlecając ich sporządzenie Grupie Projektowej z poziomu 3 zajmującej się nadużyciami na rynku. Przewodniczącym stałej grupy operacyjnej CESR-Pol jest Kurt Pribil, przewodniczący austriackiego organu nadzoru nad rynkiem finansowym (Finanzmarktaufsicht - FMA). Przewodniczącym Grupy Projektowej był Dilwyn Griffiths, Dyrektor działu Monitorowania Rynku brytyjskiego Financial Services Authority (FSA).

Status wytycznych

4. Wynik prac CESR przedstawiony został w niniejszym dokumencie, który nie stanowi ustawodawstwa Unii Europejskiej i nie będzie wymagał krajowych działań legislacyjnych.
5. Członkowie CESR będą dobrowolnie stosowali wytyczne w codziennych praktykach regulacyjnych.
6. Sposób stosowania wytycznych będzie regularnie sprawdzany przez CESR. Wytyczne CESR dotyczące spójnego wdrażania Dyrektywy w sprawie nadużyć na rynku nie wpłyną w żadnym przypadku na rolę Komisji jako strażnika Traktatów.

Drugi zestaw wytycznych CESR dotyczących działania Dyrektywy w sprawie nadużyć na rynku

I CZYM SĄ „INFORMACJE POUFNE” W ROZUMIENIU DYREKTYWY W SPRAWIE NADUŻYĆ NA RYNKU?

Wstęp

- 1.1 Niniejszy rozdział obejmuje okoliczności, które konstituują „informacje poufne” zgodnie z definicją ustępu 1 artykułu 1.1 Dyrektywy w sprawie nadużyć na rynku (2003/6/WE) (MAD). Nie zajmuje się on informacjami poufnymi odnoszącymi się do instrumentów pochodnych na towary oraz informacji poufnych dotyczących zleceń klientów, będących w toku (tzn. informacji o obrocie).
- 1.2 Ustęp 1 Artykułu 1.1 MAD definiuje „informacje poufne” za pomocą następujących kryteriów. Są to:
- informacje określone w sposób precyzyjny;
 - które nie zostały podane do wiadomości publicznej;
 - dotyczące, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub więcej emitentów instrumentów finansowych lub jednego lub więcej instrumentów finansowych;
 - i, które jeśli zostałyby podane do wiadomości publicznej, prawdopodobnie mogłyby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych pochodnych instrumentów finansowych.
- 1.3 W poniższych paragrafach zostały przedstawione wytyczne dotyczące tego, co CESR uważa, za objęte 4 powyższymi kryteriami, biorąc po uwagę odpowiednie przepisy poziomu 2 „Środki Wykonawcze” i korzystając z rady CESR przedstawionej Komisji w grudniu 2002 r. dotyczącej tych Środków Wykonawczych (Nr ref. CESR/03-212C)¹. Należy zauważyć, iż kryteria informacji określonych w sposób precyzyjny i o znacznym wpływie na cenę są silnie powiązane ze sobą i stąd nie należy rozpatrywać każdego kryterium oddzielnie. CESR uważa jednak, iż możliwe jest wyodrębnienie czynników, które należy wziąć pod uwagę w odniesieniu do każdego kryterium.

Informacje określone w sposób precyzyjny

- 1.4 Artykuł 1 Dyrektywy Komisji 2003/124/WE następująco określa co rozumiane jest jako „informacje określone w sposób precyzyjny”:
- „... informacje uważa się za informacje określone w sposób precyzyjny, jeżeli wskazują one na zestaw okoliczności, które zaistniały lub można ich zaistnienie w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenie, które miało miejsce lub można je w sposób uzasadniony przewidywać, i które są na tyle szczególne, aby umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub wydarzenia na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.”
- 1.5 To czy informacje mogą zostać zaklasyfikowane do grupy informacji określonych w sposób precyzyjny powinno zostać ocenione indywidualnie w zależności od rodzaju informacji oraz towarzyszącemu jej kontekstowi. Według opinii CESR, aby stwierdzić czy wystąpiły okoliczności lub zaszło wydarzenie, kluczową kwestią o tym decydująca jest fakt, czy istnieje mocny oraz obiektywny dowód na to, a nie tylko i wyłącznie plotki i spekulacje². To znaczy, czy można dowieść że zdarzenie rzeczywiście zaszło. Rozważając czy zaistnienia okoliczności i wydarzeń można by oczekiwać w normalnych okolicznościach należy wziąć pod uwagę czy racjonalne jest wyciąganie wniosków na podstawie informacji ex ante dostępnych w tym czasie. Należy zauważyć, iż według opinii CESR, co do zasady, inaczej niż w sytuacjach wyjątkowych lub chyba, że wymagany jest komentarz właściwego organu nadzoru, zgodnie z artykułem 6.7 MAD, emitenci nie mają obowiązku odnosić się do bezpodstawnych spekulacji rynkowych oraz plotek.

¹ Rada przekazana Komisji nie stanowi wskazówki poziomu 3.

² Słowo "spekulacja" w tym kontekście rozumiane jest jako przypuszczenie nie poparte konkretną wiedzą.

- 1.6 Należy również zauważyć, że jeśli informacja dotyczy procesu odbywającego się w etapach, każdy etap tego procesu oraz sam proces mogą być informacjami o precyzyjnym charakterze. Przykładem może być publiczna oferta przejęcia. Fakt, iż proponowane przejęcie może w końcu nie dojść do skutku nie oznacza, że oferta dla spółki przejmowanej nie jest sama w sobie informacją określoną w sposób precyzyjny³.
- 1.7 Ponadto, informacja nie musi być kompletna żeby była uznana za określoną w sposób precyzyjny. Na przykład, ofertę przejęcia skierowaną do firmy przejmowanej można uznać za informację określoną w sposób precyzyjny, nawet jeśli oferent nie określił jeszcze ceny. Podobnie, informację można uznać za określoną w sposób precyzyjny nawet jeśli odnosi się do alternatywnych zagadnień lub wydarzeń. Na przykład fakt, iż spółka proponowała ogłoszenie publicznej oferty przejęcia jednej z dwóch spółek można uznać za informację określoną w sposób precyzyjny, nawet jeśli spółka składająca ofertę ostatecznie nie zdecydowała jeszcze, która ze spółek będzie jej celem (przykład ten ponownie zakłada, iż spółka składająca ofertę nie może skorzystać z artykułu 6.2 MAD).
- 1.8 W odniesieniu do tego czy informacja jest na tyle precyzyjna, aby umożliwić wyciągnięcie wniosku o jej wpływie na ceny, CESR uznaje, że może to zaistnieć w dwóch przykładowych okolicznościach. Pierwsza z nich miałaby miejsce, kiedy informacja pozwoliłaby racjonalnemu inwestorowi na podjęcie decyzji inwestycyjnej bez, lub przy bardzo niskim ryzyku finansowym - tzn. inwestor mógłby ocenić z pewnością, w jaki sposób upubliczniona informacja, wpłynęłaby na cenę odpowiednich instrumentów finansowych i powiązanych pochodnych instrumentów finansowych. Na przykład ktoś posiadający wiedzę, iż konkretny emitent będzie przedmiotem oferty przejęcia mógłby być pewien, że cena akcji emitenta wzrośnie wraz z upublicznieniem oferty. Druga sytuacja miałaby miejsce wtedy kiedy, jest prawdopodobne to, że informacja została natychmiast wykorzystana na rynku - tzn. jak tylko informacja stałaby się powszechnie znana, uczestnicy rynku dokonywaliby transakcji na jej podstawie.

Podanie do wiadomości publicznej

- 1.9 Odnośnie podawania informacji do wiadomości publicznej, spółki publikujące informacje poufne powinny zastosować mechanizm publikacji określony przez właściwy organ nadzorczy. Na przykład, jeśli wymagane jest podanie informacji do wiadomości publicznej za pomocą konkretnej elektronicznej agencji prasowej, może okazać się niewystarczającym zamieszczenie informacji wyłącznie w prasie. Jednak w celu ustalenia czy transakcja została dokonana z wykorzystaniem informacji poufnych, należy zauważyć, że informacja może być publicznie dostępna⁴ nawet, jeśli nie została opublikowana przez emitenta w w/w sposób. Ma to zastosowanie niezależnie od tego czy informacja została podana do wiadomości publicznej na skutek niewłaściwego sposobu jej ujawnienia przez emitenta lub przez stronę trzecią.

Znaczący wpływ na cenę

- 1.10 Artykuł 1 Dyrektywy Komisji 2003/124/WE określa co jest rozumiane jako „informacje mogące mieć istotny wpływ na cenę” jak następuje:

„informacje, które, jeżeli zostałyby ujawnione, miałyby istotny wpływ na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych oznaczają informacje, które rozsądny inwestor wykorzystałby, podejmując swoje decyzje inwestycyjne.”

- 1.11 „Test racjonalnego inwestora” przedstawiony powyżej pomaga określić rodzaj informacji, który należy uwzględnić do celów kryterium „istotnego wpływu na cenę”. W tym kontekście należy zauważyć, że artykuł 17.2 MAD wyraźnie precyzuje, iż Środki Wykonawcze nie modyfikują zasadniczych przepisów Dyrektywy poziomu 1.
- 1.12 CESR jest zdania, iż spółki posiadające potencjalne informacje poufne muszą ocenić ex ante czy informacje te mogą mieć istotny wpływ na cenę czy też nie. Jest to kwestia określenia stopnia

³ Przykład ma na celu przedstawienie, czym są informacje precyzyjne i nie oznacza to, że spółka docelowa byłaby koniecznym zobowiązana do wydania oświadczenia w danym momencie: może ona bazować na przepisach dopuszczających opóźnienie ujawnienia informacji poufnych.

⁴ W tym kontekście informacje dostępne publicznie mogą również obejmować informacje udostępnione na zasadzie komercyjnej - np. elektroniczne serwisy informacyjne, dostępne po uiszczeniu abonamentu.

prawdopodobieństwa przy którym w danym momencie, można w normalnych okolicznościach oczekiwać tego wpływu. W/w test daje prawdopodobne rezultaty, więc z jednej strony jedynie możliwość, iż informacja będzie miała istotny wpływ na cenę **nie** jest wystarczająca do jej opublikowania, ale z drugiej strony, nie jest wymagane, aby ten stopień prawdopodobieństwa był bliski pewności.

- 1.13 Dla CESR jasnym jest, że ustalony zakres ruchów cenowych lub wyłącznie kryteria ilościowe nie są odpowiednim środkiem określania istotności ruchów cenowych. Na przykład zmienność cen papierów wartościowych spółek „blue chip” jest zazwyczaj niższa niż zmienność akcji o niskiej płynności wyemitowanych przez mniejsze spółki. Duży bezwzględny procentowy wzrost cen akcji dużej spółki będzie prawdopodobnie rzadkim zjawiskiem i nie oznacza to, że mniejsze zmiany procentowe cen akcji nie będą istotne. Określając czy nastąpi istotny wpływ, należy uwzględnić poniższe czynniki⁵:
- i) spodziewaną wagę wspomnianej sprawy lub zdarzenia w kontekście ogółu działań spółki;
 - ii) znaczenie informacji w kontekście głównych czynników determinujących cenę instrumentu finansowego;
 - iii) wiarygodność źródła;
 - iv) zmienne rynkowe, które wpływają na cenę danego instrumentu finansowego (zmienne te mogą obejmować ceny, rentowność, zmienność, płynność, wzajemne relacje cenowe instrumentów finansowych, wolumen, popyt, podaż itd.).

- 1.14 Przydatne wskaźniki, określające czy informacja mogłaby mieć istotny wpływ na cenę, które należy uwzględnić to, czy:

- informacja jest tego samego typu co informacja która w przeszłości miała istotny wpływ na cenę,
- raporty analityczne i opinie opracowane przed publikacją informacji wskazują, iż ten rodzaj informacji ma wpływ na cenę,
- sama spółka uznała już podobne zdarzenia za informację poufną.

Należy podkreślić, iż czynniki te są wyłącznie wskaźnikami. Nie należy ich traktować jako ostatecznych w rozumieniu, iż dana informacja będzie koniecznie miała istotny wpływ na cenę. Spółki powinny również uwzględnić, fakt iż znaczenie konkretnej informacji będzie różniło się znacznie w zależności od spółki, oraz różnych czynników takich jak wielkość spółki, ostatnich wydarzeń i nastawienia rynku do spółki oraz sektora w którym działa. Ponadto, czynniki, które mogą mieć istotny wpływ na cenę mogą różnić się w zależności od klasy aktywów instrumentu finansowego. Na przykład informacja, którą emitenta instrumentów finansowych uważa za mającą wpływ na cenę może nie być taką dla emitenta wyłącznie dłużnych papierów wartościowych.

Przykłady potencjalnych informacji poufnych dotyczących emitenta

- 1.15 Poniżej niepełna i czysto przykładowa lista rodzajów zdarzeń, które mogą stanowić informację poufną. Fakt, że dane zdarzenie nie występuje na liście nie oznacza, że informacja o nim nie może być informacją poufną. Również fakt, że zdarzenie występuje na liście nie oznacza, że informacja o nim będzie automatycznie informacją poufną: należy uwzględnić ważność zdarzenia. Dana okoliczność stanowiłaby informację poufną jeśli byłaby wystarczająco ważna. Ponadto, jak już wspomniano, dla każdego przypadku należy uwzględnić konkretne okoliczności.

Informacje, bezpośrednio dotyczące emitenta:

- Wyniki działalności operacyjnej;
- Zmiany w kontroli i umowy dotyczące kontroli;
- Zmiany zarządu i rady nadzorczej;
- Zmiany audytorów lub inne informacje dotyczące działalności audytorów;
- Działania dotyczące kapitału lub emisji dłużnych papierów wartościowych lub gwarancji nabycia lub subskrypcji papierów wartościowych;

⁵ Patrz **Motyw 1** do Dyrektywy Komisji 2003/124/WE

- Decyzje o podwyższeniu lub obniżeniu kapitału zakładowego;
- Fuzje, podziały i wydzielenia;
- Kupno lub rozporządzenie udziałami w kapitale lub innymi głównymi aktywami lub oddziałami prowadzenia działalności;
- Restrukturyzacja lub reorganizacja, które mają wpływ na aktywa i pasywa emitenta, sytuację finansową lub zyski i straty;
- Decyzje dotyczące programów skupu akcji własnych lub transakcji na innych notowanych instrumentach finansowych;
- Zmiany w prawach notowanych akcji własnych emitenta;
- Składanie wniosku o ogłoszenie upadłości lub wydanie orzeczeń postępowania upadłościowego;
- Spory prawne;
- Odwołanie lub likwidacja linii kredytowych przez jeden lub więcej banków;
- Rozwiązanie lub weryfikacja przyczyn rozwiązania spółki;
- Zmiany wartości aktywów;
- Niewypłacalność istotnych dłużników firmy;
- Zmniejszenie wartości nieruchomości;
- Fizyczne zniszczenie nieubezpieczonych dóbr;
- Nowe licencje, patenty, zarejestrowane znaki towarowe;
- Zmniejszenie lub zwiększenie wartości posiadanych instrumentów finansowych;
- Zmniejszenie wartości patentów lub praw lub aktywów niematerialnych ze względu na innowacje rynkowe;
- Otrzymanie ofert nabycia konkretnych aktywów;
- Innowacyjne produkty lub procesy;
- Przypadki odpowiedzialności za jakość produktu lub za szkody w środowisku naturalnym;
- Zmiany w przewidywanych dochodach lub stratach;
- Zamówienia otrzymane od klientów, ich unieważnienie lub ważne zmiany;
- Wycofanie się z lub wejście w nowy obszar działalności podstawowej;
- Zmiany w polityce inwestycyjnej emitenta;
- Data ustalenia prawa do dywidendy, zmiany w dacie płatności dywidendy i kwocie dywidendy, zmiany w polityce dot. dywidendy.

1.16 Definicja informacji poufnej zawarta w Dyrektywie obejmuje również informacje, które **pośrednio** dotyczą emitentów lub instrumentów finansowych. Poniższa lista przedstawia przykłady takich informacji. Ponownie, przykłady te mają charakter informacyjny, nie wyczerpują zagadnienia i podlegają

warunkom i zastrzeżeniom określonym w artykule 1.15. Należy zauważyć, że tam gdzie informacje spełniają warunki testu dla informacji poufnych, mają zastosowanie: obowiązek zachowania poufności i zakaz zawierania transakcji określony w artykułach 2 i 3 MAD. Nie ma jednakże podstawy prawnej, na mocy której wymagane byłoby natychmiastowe przekazanie ich do publicznej wiadomości zgodnie z artykułem 6.1 MAD, ponieważ przedmiotowy artykuł ma zastosowanie wyłącznie do emitentów i informacji, bezpośrednio ich dotyczących. (Rzeczywiście uznaje się, iż w poniższych sytuacjach, emitent zazwyczaj nie wiedziałby o informacji, zanim nie zostałaby ona podana do wiadomości publicznej lub jeżeli wiedziałby o niej, zostałby powstrzymany od samodzielnego dokonania publikacji, aż do dokonania jej przez stosowny organ.) Niemniej jednak, jeśli takie zdarzenia, kiedy staną się publicznie znane, mogą mieć bezpośrednie konsekwencje wpływające na emitenta i spełniłyby warunki testu dla informacji poufnych, wówczas wymóg publikacji zawarty w artykule 6 MAD miałby zastosowanie w odpowiednim momencie.

Informacje pośrednio dotyczące emitenta

- Dane i statystyki publikowane przez instytucje publikujące dane statystyczne;
- Przyszła publikacja raportów agencji ratingowych;
- Przyszła publikacja analiz, rekomendacji lub sugestii dotyczących wartości notowanych instrumentów finansowych;
- Decyzje banku centralnego dotyczące stóp procentowych;
- Decyzje rządowe w kwestii opodatkowania, przepisów dotyczących branży, zarządzania długiem itd.;
- Decyzje dotyczące zmian zasad rządzących indeksami rynkowymi, w szczególności dotyczących ich struktury;
- Decyzje dotyczące zasad rządzących rynkami regulowanymi i nieregulowanymi;
- Decyzje organów ds. konkurencji i rynku dotyczące notowanych spółek;
- Mające znaczenie dla emitenta postanowienia organów rządowych, władz regionalnych lub lokalnych lub innych organizacji publicznych;
- Zmiana dotycząca notowań (np. informacje, iż instrumenty finansowe emitenta będą notowane na innym segmencie rynku: np. zmiana z systemu notowań ciągłych na notowania jednolite); zmiana animatora lub warunków zawierania transakcji.

II KIEDY ISTNIEJĄ UZASADNIONE PRZYCZYNY DO OPÓŹNIENIA PUBLIKACJI INFORMACJI POUFNYCH

Wstęp

- 2.1 Artykuł 6.2 MAD stanowi, iż „Emitent może, na własną odpowiedzialność, opóźnić podanie do wiadomości publicznej informacji poufnych, jak określono w ust. 1, aby nie naruszyć swych prawnie zasadnych interesów, pod warunkiem, że takie zaniechanie prawdopodobnie nie wprowadzi w błąd oraz że emitent może zapewnić poufność takich informacji.”
- 2.2 Niniejsza część dokumentu dotyczy sytuacji, w których istnieją zasadne interesy emitenta uprawniające go do opóźnienia publikacji informacji poufnych. Część ta nie obejmuje dwóch pozostałych warunków określonych w artykule 6.2 i odpowiednich środków wykonawczych (że opóźnienie nie prowadziło do wprowadzenia w błąd opinii publicznej i emitent może zapewnić poufność tych informacji).

Zasadny interes

- 2.3 Termin „zasadny interes” został szeroko opisany w Artykule 3(1) Dyrektywy wykonawczej 2003/124/WE.

„Do celów stosowania art. 6 ust. 2 dyrektywy 2003/6/WE zasadny interes może w szczególności odnosić się do następujących niewyczerpujących okoliczności:

- (a) *toczące się negocjacje lub kwestie z nimi związane, jeżeli publiczne ujawnienie mogłoby mieć wpływ na ich wynik lub przebieg. W szczególności, w sytuacji gdy płynność emitenta jest w poważnym i zbliżającym się niebezpieczeństwie, nawet nie w świetle stosowanych przepisów dotyczących niewypłacalności, publiczne ujawnienie informacji może zostać opóźnione o ograniczony okres czasu jeżeli takie publiczne ujawnienie mogłoby poważnie zagrozić interesom istniejących i potencjalnych akcjonariuszy, poprzez utrudnienie negocjacji mających na celu zapewnienie długoterminowej poprawy sytuacji finansowej emitenta;*
- (b) *decyzje podejmowane lub umowy zawierane przez organ zarządzający emitenta, które wymagają akceptacji innego organu emitenta w celu nabrania skuteczności, jeśli organizacja emitenta wymaga rozdzielenia tych dwóch organów, jeżeli publiczne ujawnienie informacji przed taką akceptacją wraz z jednoczesnym ogłoszeniem, że udzielenie akceptacji jest w toku, mogłoby zagrozić właściwej ocenie informacji.”*
- 2.4 Artykuł wyraźnie stanowi, iż przykładowe okoliczności, w których zachodzą sytuacje uprawniające do opóźnienia podania informacji do wiadomości publicznej, nie stanowią pełnej ich listy. Emitenci mogą więc opóźnić podanie informacji do wiadomości publicznej w innych sytuacjach, pod warunkiem, że zastosowanie mają warunki artykułu 6 (2) MAD.
- 2.5 CESR rozważał, czy powinny zostać podane dalsze przykłady takich okoliczności. Jednakże CESR sądzi, że prawo opóźnienia opublikowania informacji poufnych jest raczej odstępstwem od zasady ogólniej niż normą, niewłaściwym byłoby zamieszczanie długiej listy (innych) sytuacji, w których emitent ma prawo skorzystania z opóźnienia. Pozostaje odpowiedzialnością emitenta określenie czy, w okolicznościach które go dotyczą, opublikowanie informacji poufnej może zostać opóźnione z uwagi na obowiązujące warunki.
- 2.6 Tym samym CESR ogranicza te wytyczne do przedstawienia przykładów ilustrujących dwie okoliczności wymienione w artykule 3 (1) Dyrektywy wykonawczej 2003/123/WE. Celem wytycznych jest raczej ilustracja niż rozszerzanie przepisów Dyrektywy. Wytyczne opierają się na radzie CESR przesłanej Komisji w grudniu 2002 r. (Nr ref. CESR/02-089d) dotyczącej przedmiotowej Dyrektywy wykonawczej.

Przykłady ilustrujące zasadne przyczyny opóźnienia ujawnienia informacji

- 2.7 Należy zauważyć, iż poniższe przykłady nie mają pełnego charakteru i emitenci będą musieli uwzględnić konkretne okoliczności w odniesieniu do dotyczących ich kwestii, decydując czy mogą opóźnić publikację.
- 2.8 Informacje przedstawione poniżej stanowią przykłady do pierwszego zestawu okoliczności („negocjacje w toku”) wymienionych w Dyrektywie wykonawczej 2003/124/WE:
- Obostrzenia zachowania poufności w sytuacji konkurencyjności (np. w przypadku gdy negocjowano umowę, która nie została jeszcze zawarta, a ujawnienie, iż negocjacje miały miejsce zagroziłoby jej zawarciu lub utratą na rzecz innej strony). Sytuacja ta podlega przepisowi, stanowiącemu, iż każda umowa o zachowaniu poufności zawarta przez emitenta ze stroną trzecią nie zwalnia go z wypełnienia zobowiązań opublikowania informacji poufnej;
 - Rozwój produktu, patenty, wynalazki itd., do których emitent musi chronić swoich praw pod warunkiem, że istotne zdarzenia, które mają wpływ na istotny rozwój produktów (np. wyniki badań klinicznych w przypadku nowych produktów farmaceutycznych) powinny zostać opublikowane niezwłocznie;
 - Kiedy emitent zdecyduje się sprzedać pakiet większościowy w innej spółce, a transakcja nie dojdzie do skutku ze względu na przedwczesne opublikowanie informacji;
 - Zbliżające się wydarzenia, które mogłyby być narażone na niepowodzenie ze względu na przedwczesne opublikowanie informacji.
- 2.9 Przypadki objęte drugim zestawem okoliczności („podjęte decyzje, które wymagają akceptacji innego organu”) obejmują takie sytuacje, w których występują złożone procesy decyzyjne angażujące wiele szczebli hierarchii organizacji emitenta.

Inne wytyczne

- 2.10 Należy również podkreślić, iż spełnienie warunków testu dotyczącego sytuacji uprawiającej do opóźnienia opublikowania informacji poufnych samo w sobie nie jest wystarczającym powodem do opóźnienia publikacji. Dla każdego przypadku należy dokonać dalszej oceny, aby podjąć decyzję czy pozostałe warunki wymienione w artykule 6.2 MAD mają zastosowanie tzn. że opóźnienie ujawnienia informacji poufnej nie wprowadziłoby opinii publicznej w błąd i że emitent jest w stanie zapewnić zachowanie poufności tych informacji.
- 2.11 Jeśli chodzi o zachowanie spółek w okresie pomiędzy powstaniem informacji poufnych, a ich opublikowaniem lub też momentem kiedy przestają mieć charakter poufny, CESR poczynił następujące spostrzeżenia. W momencie podjęcia decyzji o opóźnieniu opublikowania informacji poufnych spółki mogą rozważyć zarejestrowanie przyczyn tej decyzji. Stanowi to wyraźny znak dla audytu, który może być przydatny emitentowi, jeśli urząd regulujący zażąda przekazania tej informacji. Po podjęciu decyzji o opóźnieniu opublikowania informacji poufnej, spółki będą miały obowiązek zapewnić, że wiedza na temat treści informacji jest ograniczona do tych osób, które muszą mieć do niej dostęp i że ci, którzy mają dostęp do informacji poufnych w firmie są świadomi, iż te informacje są poufne i rozumieją wynikające z tego zobowiązania. Jeśli emitent następnie dowie się, iż nie została zachowana poufność informacji i nastąpił jej wyciek, powinien niezwłocznie opublikować tę informację w przewidziany do tego sposób. Emitenci powinni również monitorować, czy opóźnienie opublikowania informacji nie będzie wprowadzać w błąd a jeśli dojdą do wniosku, że tak, wtedy informacje należy opublikować niezwłocznie.
- 2.12 CESR na tym etapie nie proponuje dalszych wytycznych w kwestii kiedy opóźnienie opublikowania informacji poufnych nie prowadziłoby do wprowadzenia w błąd opinii publicznej. Jednakże jest świadomy argumentu, że każde opóźnienie ujawnienia informacji mogłoby wprowadzić w błąd. CESR nie podziela tego punktu widzenia. Gdyby ten argument był właściwy, wówczas byłoby bezcelowe umieszczenie przepisu w Dyrektywie, który zezwalałby na opóźnienie, ponieważ przesłanki zezwalających na opóźnienie nigdy nie można by spełnić.

III KIEDY INFORMACJA DOTYCZĄCA ZLECEŃ KLIENTA BĘDĄCYCH W TOKU STANOWI INFORMACJE POUFNA

Wstęp

- 3.1 W przypadku informacji dotyczących zleceń klientów, przepisem znajdującym zastosowanie jest artykuł 1.1 ustęp 3 MAD, który określa, iż „*Dla osób odpowiedzialnych za wykonywanie zleceń dotyczących instrumentów finansowych; ‘informacje poufne’ oznaczają również informacje przekazane przez klienta i dotyczące jego zleceń będących w toku*”.
- 3.2 Osoby te powinny właściwie zarządzać tym rodzajem informacji poufnych, aby unikać ich nadużycia. Oznacza to, że zgodnie z artykułami 2 i 3 MAD osoba ta nie powinna:
- wykorzystywać tych informacji nabywając lub zbywając lub starając się nabyć lub zbyć, na własny rachunek lub na rachunek strony trzeciej, zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio, instrumentów finansowych, których te informacje dotyczą⁶;
 - ujawniać tych informacji innym osobom, chyba, że ujawnienie to jest dokonane w normalnym trybie wykonywania przez nie czynności w ramach swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków;
 - rekomendować osobie trzeciej lub nakłaniać ją, opierając się na tej informacji, do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których ta informacja dotyczy.
- 3.3 Zgodnie z art. 4 MAD te same zakazy mają zastosowanie do każdej innej osoby będącej w posiadaniu tych informacji i która w tym samym czasie wie lub powinna wiedzieć, że są to informacje poufne.
- 3.4 Osoby zazwyczaj zaangażowane w powyższe sytuacje to osoby zatrudnione przez pośredników.

⁶ Artykuł 2.3 określa, iż nie stosuje się tej zasady do transakcji przeprowadzonych w ramach realizacji zobowiązania, które jest wymagalne ze względu na nabycie lub zbycie instrumentów finansowych, jeśli zobowiązanie to wynika z umowy zawartej zanim osoba o której mowa weszła w posiadanie informacji poufnych.

- 3.5 Uwzględniając fakt, iż pośrednicy działają w złożonym środowisku, zakazy te oznaczają, że powinni oni znaleźć środki i narzędzia, które pozwolą im działać bez korzystania z informacji poufnych. Dlatego też wytyczne mogą być pomocne w lepszym zrozumieniu przez pośredników i ich pracowników, kiedy informacje związane ze zleceniem klienta w toku są informacjami poufnymi.

„Zlecenie klienta w toku” jako informacja poufna: Warunki określone przez Dyrektywę

- 3.6 Zgodnie z artykułem 1.1 ustęp 3 MAD „informacje przekazane przez klienta i dotyczące jego zleceń będących w toku stanowią informacje poufne jeśli spełniają trzy warunki⁷:
- są „informacjami określonymi w sposób precyzyjny”
 - „dotyczą, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub więcej emitentów instrumentów finansowych lub jednego lub więcej instrumentów finansowych”
 - „jeśli zostałyby podane do wiadomości publicznej, miałyby prawdopodobnie znaczny wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych”.

- 3.7 Warunki określone w literach a) i c) zostały rozwinięte w artykule 1.1 Dyrektywy wykonawczej 2003/124/WE.

Tak jak w warunku a): „informacje uważa się za informacje określone w sposób precyzyjny”:

- 1) „jeżeli wskazują one na zestaw okoliczności, które zaistniały lub można ich zaistnienia w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenie, które miało miejsce lub można je w sposób uzasadniony przewidywać”;
- 2) „które są na tyle szczegółowe, aby umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub wydarzenia na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych”.

W przypadku warunku c): „informacje, które (...) miałyby istotny wpływ na ceny (...), oznaczają informacje, które rozsądny inwestor wykorzystałby, podejmując swoje decyzje inwestycyjne.”

„Informacje przekazane przez klienta i dotyczące jego zleceń będących w toku”: Wytyczne

i) Zlecenie klienta będące w toku

- 3.8 Ani MAD ani stosowna Dyrektywa wykonawcza nie definiują terminu „zlecenie klienta będące w toku”. CESR nie twierdzi, że jest w stanie opracować jednej ostatecznej definicji terminu, ale przedstawia poniższe wskazówki mające pomóc w sprecyzowaniu, kiedy mamy do czynienia ze zleceniem klienta w toku. Wskaźnikiem, że istnieje zlecenie w toku dla klienta jest fakt, że do osoby odpowiedzialnej za wykonanie zleceń zwróciła się inna osoba w celu dokonania transakcji i:

- a) transakcja nie zostaje wykonana natychmiast w odpowiedzi na cenę podaną przez tę osobę; i
- b) osoba, o której mowa, przyjęła zobowiązanie prawne lub ustawowe dotyczące sposobu i czasu wykonania transakcji.

Tym samym, na przykład, tylko dowiadywanie się o cenę (kontaktowanie się z różnymi brokerami w celu ustalenia przy jakiej cenie są gotowi kupić lub sprzedać instrument finansowy lub jego rodzaj) nie stanowiłoby samo w sobie zlecenia klienta w toku, ponieważ zlecenie nie zostało jeszcze złożone.

ii) Kiedy informacja przekazana przez klienta jest informacją poufną: uwagi ogólne

- 3.9 Główne trudności w zrozumieniu, kiedy informacja przekazana przez klienta dotycząca jego zlecenia w toku jest informacją poufną, odnoszą się do problemu określenia, kiedy wspomniane warunki precyzyjności i wrażliwości cenowej są spełnione.
- 3.10 Przed zapoznaniem się z zakresem wytycznych dotyczących precyzyjnego określenia oraz wrażliwości cenowej tych informacji, warto przypomnieć, iż zlecenia ogólnie charakteryzuje kilka elementów

⁷ Dodatkowo (domyślnie) czwarty warunek polega na tym, iż informacje nie powinny być już podane do wiadomości publicznej.

dotyczących trzech parametrów: ceny, wolumenu i terminu wykonania. Wiele różnych kombinacji tych elementów można oceniać na różne sposoby. Znaczenie mogą mieć również tożsamość klienta i instrument finansowy do którego odnosi się zlecenie.

3.11 Ponadto, elementy te są różne w zależności od rynku zgodnie z ich indywidualną specyfiką. Na przykład system notowań elektronicznych może dopuszczać zlecenia typu stop-loss lub zlecenia z warunkiem wielkości ujawnianych itd. Ponadto wpływ wykonania zlecenia na rynek może zależeć od płynności rynku; sposobu w jaki zlecenie zostanie wykonane; stosowanej metody notowań (aukcja, system notowań ciągłych, itd.) itd.

3.12 W celu określenia, czy informacja przekazana przez klienta dotycząca jego zlecenia w toku jest informacją poufną należy uwzględnić wszystkie czynniki mające znaczenie. Należy jak zwykle podkreślić, iż poniższe wytyczne mają charakter informacyjny i nie wyczerpują zagadnienia.

iii) Wrażliwość cenowa (price sensitivity)

3.13 Na wrażliwość cenową informacji dotyczących zlecenia klienta w toku wpływ mogą mieć:

a. Zasięg/wielkość zlecenia, w porównaniu na przykład ze średnią wielkością zleceń na tym rynku lub dziennego wolumenu obrotu. Im większa wielkość zlecenia w porównaniu ze średnią wielkością zleceń na tym rynku tym większe prawdopodobieństwo jego wpływu na cenę instrumentu finansowego;

b. płynność rynku podczas okresu wykonania zlecenia;

c. różnica między najlepszą aktualną ceną jaką kupujący są skłonni zapłacić, a ceną oferowaną przez sprzedających (spread): im większy spread, tym większe prawdopodobieństwo, że zlecenie może mieć wpływ na cenę;

d. limit cenowy dla zlecenia i stosunek tego limitu ceny do aktualnego spreadu;

e. ramy czasowe wykonania zlecenia określone przez klienta (np. im szybciej klient chce wykonania zlecenia, tym bardziej prawdopodobny jest wpływ na cenę);

f. moment wykonania zlecenia w związku z określaniem ceny właściwej lub referencyjnej takiej jak cena otwarcia lub zamknięcia, minimalna i maksymalna lub cena wykonania powiązanych instrumentów finansowych takich jak instrumenty pochodne, waranty subskrypcyjne, obligacje strukturyzowane itd.;

g. tożsamość klienta;

h. czy zlecenie będzie prawdopodobnie miało wpływ na zachowanie innych uczestników rynku.

iv) Określenie w sposób precyzyjny

3.14 Zgodnie z określeniem w Dyrektywie wykonawczej 2003/124/WE (patrz paragraf 3.7 powyżej) odpowiednie warunki do określenia, czy informacja jest precyzyjna składają się z dwóch części: „1) jeżeli wskazują one na zestaw okoliczności, które zaistniały lub można ich zaistnienie w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenie, które miało miejsce lub można je w sposób uzasadniony przewidywać, i 2) które są na tyle szczegółowe, aby umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub wydarzenia na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych”.

3.15 Podczas gdy drugi warunek jest bardzo zbliżony do warunku wpływu na cenę, omówionego powyżej, to pierwszy określa całkiem wyraźnie, iż informacja nie musi być pewna, aby być informacją poufną, tzn. informacje dotyczące zlecenia mogą być informacjami poufnymi nawet jeśli wszystkie warunki zlecenia nie zostały jeszcze w pełni zdefiniowane. Mając to na uwadze poniżej przedstawiono zestaw pomocnych wskazówek.

3.16 Test na precyzyjny charakter informacji dotyczącej zlecenia będzie tym bardziej spełniony im:

- a. lepiej doprecyzowane zostaną wielkość, limit cenowy oraz czas wykonania zlecenia;
- b. im bardziej przewidywalne jest zachowanie klienta w zakresie transakcji, tym bardziej precyzyjny charakter będzie miało zlecenie klienta.

Inna wytyczna

- 3.17 Zapytano CESR co powinna zrobić osoba odpowiedzialna za wykonanie zleceń klienta, jeśli otrzymała od klienta zlecenie przeprowadzenia znaczącej transakcji na instrumencie finansowym, a następnie otrzymała zlecenie od innych klientów dotyczące tego samego instrumentu. Punkt 18 preambuły MAD ma zastosowanie w tym kontekście. Wskazany punktu brzmi następująco:

„... Sam fakt, że market makerzy, podmioty uprawnione do działania jako kontrahenci lub osoby uprawnione do wykonywania zleceń w imieniu stron trzecich ... ograniczają się ... do wykonywania legalnej działalności kupna i sprzedaży instrumentów finansowych ... nie pozwala uznawać za wiążące się z wykorzystaniem ... informacji poufnych.”

Fakt, że osoba odpowiedzialna za wykonanie zleceń klienta, otrzymała duże zlecenie od klienta nie oznacza, że ma zaniechać wykonywania innych zleceń, które może otrzymać, dotyczących tego samego instrumentu finansowego, aż do zakończenia realizowania pierwszego zlecenia.

IV LISTA OSÓB MAJĄCYCH DOSTĘP DO INFORMACJI POUFNYCH

- 4.1 Artykułu 6.3 punkt 3 MAD zobowiązuje państwa członkowskie do żądania od emitentów lub osób działających w ich imieniu lub na ich rachunek, sporządzenia list osób mających dostęp do informacji poufnych, jej aktualizacji i przedkładania właściwym organom na ich wnioski. Ponadto Dyrektywa wykonawcza 2004/72/WE⁸ określa dalsze szczegóły dotyczące zawartości listy osób mających dostęp do informacji poufnych, sposób jej aktualizacji i prowadzenia, oraz obowiązki informacyjne związane z taką listą.
- 4.2 Ogólnie w Europie państwa członkowskie wdrożyły niniejsze przepisy, w taki sposób, że mają one zastosowanie do emitentów, których instrumenty finansowe są dopuszczone do obrotu na krajowym rynku regulowanym i/lub do emitentów krajowych, których instrumenty finansowe dopuszczono do notowań na rynku regulowanym innego państwa członkowskiego UE lub EWG.
- 4.3 Obecnie istnieje już pewna liczba emitentów, których instrumenty finansowe dopuszczone są do obrotu na rynkach regulowanych w różnych jurysdykcjach europejskich. W rezultacie ten sam emitent musi spełniać wymóg odnośnie tworzenia i prowadzenia listy osób mających dostęp do informacji poufnych zgodnie z ramami prawnymi obowiązującymi w każdej rozpatrywanej jurysdykcji. Innymi słowy, mogą istnieć nakładające się zobowiązania w stosunku do prowadzenia listy osób mających dostęp do informacji poufnych w pewnych okolicznościach. Z perspektywy właściwych organów, nakładanie się regulacji jest bardziej preferowane niż występowanie luk prawnych. Jednak można argumentować, iż takie nakładanie się przepisów może okazać się „uciążliwe” dla emitentów.
- 4.4 Należy przypomnieć, iż wymóg prowadzenia i przedstawiania właściwym organom listy osób mających dostęp do informacji poufnych stosuje się wyłącznie do emitenta, który ubiega się o lub otrzymał zgodę na dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym w państwie członkowskim (Artykuł 9.3 MAD).
- 4.5 W przypadku emitentów podlegających jurysdykcji więcej niż jednego Państwa Członkowskiego UE lub EWG odnośnie wymogów dotyczących listy osób mających dostęp do informacji poufnych, zaleca się, aby odpowiednie właściwe organy uznały listę, przygotowaną zgodnie z wymogami Państwa Członkowskiego, gdzie wspomniany emitent ma swoją siedzibę.
- 4.6 Niniejsze zalecenie nie kwestionuje zobowiązania emitenta w każdej z właściwych jurysdykcji,

⁸ Dyrektywa Komisji 2004/72/WE z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji poufnej w odniesieniu do pochodnych instrumentów towarowych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji poufnych, powiadamiania o transakcjach przeprowadzonych przez menedżerów oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach.

do stworzenia listy osób mających dostęp do informacji poufnych i prawa właściwych organów tej jurysdykcji do żądania takiej listy. W tym kontekście należy zauważyć, iż zgodnie z MAD właściwym organom należy wyłącznie dostarczyć listę osób mających dostęp do informacji poufnych jeśli zażądają jej od emitenta: Emitent nie ma obowiązku sam z siebie przedkładać listy osób mających dostęp do informacji poufnych właściwym organom lub informowania ich o aktualizacji listy.

- 4.7 Osoby działające w imieniu lub na rzecz emitenta, niezależnie od ich narodowości, miejsca pobytu lub miejsca związania są objęte przepisami jurysdykcji właściwej dla emitenta.
