



dr Rafał Woźniak

Autor jest wykładowcą w Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie oraz adwokatem (ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5405-8676>).

Ujawnienie informacji poufnej przez dziennikarza – uwagi na tle wyroku Trybunału Sprawiedliwości z 15.03.2022 r., C-302/20, Pan A przeciwko Autorité des marchés financiers

Słowa kluczowe: *informacja poufna, bezprawne ujawnienie, informacja precyzyjna, insider dealing*

Niniejszy artykuł stanowi analizę przesłanki precyzyjności informacji poufnej w rozumieniu rozporządzenia MAR¹ oraz dopuszczalności ujawnienia takiej informacji przez dziennikarza w trakcie przygotowywania przez niego publikacji prasowej. Analiza została dokonana na tle wyroku C-320/20, AMF². W wyroku tym Trybunał odniósł się do kwestii rozumienia precyzyjności informacji poufnej w kontekście informacji niesprawdzonych, a także do rozumienia znaczenia przekazania informacji „w celach zawodowych”. W obu przypadkach konstatacje Trybunału należy uznać za poprawne. Waga samego orzeczenia jest o tyle istotna, że na przestrzeni ponad 30 lat obowiązywania regulacji zwalczających wykorzystanie informacji poufnych Trybunał zajmował swoje stanowisko w sprawach dotyczących tej materii jedynie w kilku przypadkach. W świetle powyższego wyroku to, czy dana informacja może być uznana za informację precyzyjną, zależy od faktu, czy istnieją zasadne podstawy, aby uznać pogłoski za wiarygodne. Dodatkowo sam fakt ujawnienia informacji poufnej przez dziennikarza jest dopuszczalny, o ile jest to konieczne do wykonywania zawodu dziennikarza.

1. Wprowadzenie

Wyrok Trybunału Sprawiedliwości dotyczy dwóch istotnych kwestii. Po pierwsze, charakteru informacji przekazywanej przez dziennikarza, a po drugie – możliwości ujawnienia informacji swoim informatorom i ewentualnej bezprawności takiego działania.

Stan faktyczny wyroku w sprawie C-302/20, AMF, był nieskomplikowany. Pan A wykonywał przez wiele lat zawód dziennikarza i w ramach swojej pracy pisał artykuły dotyczące rynku kapitałowego. W czerwcu 2011 r. opublikował

dwa artykuły zamieszczone w rubryce zatytułowanej „Raport z rynku” i relacjonujące pogłoski rynkowe. Pierwszy z artykułów dotyczył pogłosek o możliwym przejęciu spółki H. przez spółkę L. po cenie znacząco wyższej niż ówczesna cena giełdowa. Z kolei w drugim artykule taką możliwość Pan A. wskazał w stosunku do akcji spółki M. W ramach dochodzenia przeprowadzonego przez Autorité des marchés financiers (AMF) okazało się, że na krótko przed publikacją tych dwóch artykułów pewni rezydenci brytyjscy złożyli zlecenia zakupu odpowiednich akcji spółek H. i M., a po publikacji zamknęli swoje pozycje. W wyniku postępowania AMF zarzucił Panu A. przekazanie powyższym osobom informacji poufnej dotyczącej publikacji artykułów i nałożył na niego karę pieniężną. W postępowaniu sądowym sąd francuski zwrócił się do TS z czterema pytaniami prejudycjalnymi, które można streścić do dwóch głównych kwestii: rozumienia precyzyjności informacji poufnej w kontekście informacji niesprawdzonych, a także do rozumienia terminu przekazania informacji w celach zawodowych. Należy podkreślić, że przedmiotem rozstrzygnięcia

1 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173, s. 1) – dalej rozporządzenie MAR.

2 Wyrok TS z 15.03.2022 r., C-302/20, Pan A przeciwko Autorité des marchés financiers (AMF), EU:C:2022:190 – dalej wyrok C-302/20, AMF.

oraz pytań prejudycjalnych nie było zachowanie osób, które były odbiorcami informacji poufnej. Jak się wydaje, stało się tak z uwagi na oczywistą bezprawność zachowania oraz jasność przepisów w tym przypadku.

Definicja informacji poufnej stanowi centralny przepis rozporządzenia MAR, albowiem prawidłowe wypełnianie ciążących na emitentach i pozostałych uczestnikach rynku kapitałowego obowiązków wymaga, uprzedniej, prawidłowej identyfikacji informacji poufnych. Definicja informacji poufnej zawarta została w art. 7 rozporządzenia MAR³. Warto wskazać, że definicja ta jest niezwykle szeroka i daje dużą swobodę interpretacyjną, a jej abstrakcyjny charakter powoduje wątpliwości interpretacyjne⁴. Takie podejście jest jednak uzasadnione. Stworzenie precyzyjnego i wyczerpującego katalogu informacji jest niemożliwe⁵, a próba taka byłaby z góry skazana na porażkę. Poza zakresem znaczeniowym pozostawałoby bowiem wiele przypadków faktycznych. Definiując informację poufną, prawodawca europejski zdecydował się określić ją przez wskazanie cech zjawiska, do którego się odnosi. W konsekwencji informacji poufnej przypisano cztery atrybuty, które ustalają jej znaczenie. Aby informacja mogła być uznana za poufną w rozumieniu rozporządzenia MAR, musi posiadać niepubliczny charakter, mieć związek z emitentem lub instrumentem finansowym emitenta, być precyzyjna oraz mieć charakter cenotwórczy⁶. Co istotne, każda z powyższych cech jest równie ważna dla oceny danej informacji i mimo istnienia ścisłych związków funkcjonalnych każda z nich jest odrębna i niezależna od pozostałych⁷. Ocena ta dokonywana jest przed wystąpieniem danego zdarzenia, z uwzględnieniem informacji dostępnych jedynie w momencie powstania danej informacji, a więc *ex ante*. Istotą informacji poufnych jest bowiem to, że są one niepubliczne. W konsekwencji informacje poufne mogą być weryfikowane *ex post*, ale z uwzględnieniem stanu faktycznego i wiedzy *ex ante*. Jak się wskazuje, ocena taka powinna więc wyłączać skutki działań podmiotów zaistniałe po użyciu informacji poufnej, a celem oceny *ex post* może być jedynie potwierdzenie przypuszczeń wynikających z oceny

*ex ante*⁸. Powyższe zostało także potwierdzone w opinii rzecznik generalnej J. Kokott⁹, a następnie powtórzone w przedmiotowym wyroku przez Trybunał¹⁰.

2. Informacja precyzyjna

Jednym z głównych przedmiotów oceny dokonywanej przez Trybunał było ustalenie, czy pogłoska jest informacją na tyle precyzyjną, aby możliwe było zakwalifikowanie jej jako informacji poufnej.

Jak wskazano wcześniej, definicja informacji poufnej została zawarta w art. 7 ust. 1 rozporządzenia MAR. Rozwinięciem powyższych przepisów są postanowienia art. 7 ust. 2 rozporządzenia MAR, które zawierają definicję przesłanki precyzyjności¹¹. Stosownie do powyższego przepisu „do celów ust. 1 informacje uznaje się za określone w sposób precyzyjny, jeżeli wskazują one na zbiór okoliczności, które istnieją lub można zasadnie oczekiwać, że zaistnieją, lub na zdarzenie, które miało miejsce lub można zasadnie oczekiwać, że będzie miało miejsce, jeżeli informacje te są w wystarczającym stopniu szczegółowe, aby można było wyciągnąć z nich wnioski co do prawdopodobnego wpływu tego szeregu okoliczności lub zdarzenia na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów pochodnych, powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym lub sprzedawanych na aukcji produktów opartych na uprawnieniach do emisji”.

Określenie precyzyjnego charakteru informacji związane jest więc z możliwością zidentyfikowania konkretnych działań emitenta lub też istnieniem po jego stronie świadomości istnienia prawdopodobieństwa określonego zdarzenia, które jest niezależne od woli emitenta¹². Jednocześnie kluczowe z punktu oceny jest ustalenie granicy między informacjami nieistotnymi a informacjami istotnymi. W tym celu podmiot dokonujący oceny obowiązany jest ustalić, czy informacja wskazuje na zbiór okoliczności, które istnieją lub których zaistnienie można zasadnie oczekiwać, lub na zdarzenie, które miało miejsce lub co do którego można zasadnie oczekiwać, że będzie miało miejsce. Informacje muszą być w wystarczającym stopniu szczegółowe, aby można było ze znacznym prawdopodobieństwem wyciągnąć z nich wnioski co do ich wpływu na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów pochodnych, powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym lub sprzedawanych na aukcji produktów opartych na uprawnieniach do emisji¹³.

3 Por. art. 7 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR *verba legis*: „Do celów niniejszego rozporządzenia informacje poufne obejmują następujące rodzaje informacji: a) określone w sposób precyzyjny informacje, które nie zostały podane do wiadomości publicznej, dotyczące, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub większej liczby emitentów lub jednego lub większej liczby instrumentów finansowych, a które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych”.

4 M. Górecki, *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, „Czasopismo Kwartalne Calego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2007/1, s. 96.

5 Por. wyrok WSA w Warszawie z 7.12.2018 r., VI SA/Wa 1758/18, LEX nr 2604630.

6 Należy podkreślić, że przedmiotem analizy będzie definicja informacji poufnej odnosząca się do instrumentów finansowych zawarta w art. 7 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR. W niniejszym artykule nie będąc się odnosił do definicji informacji poufnych odnoszących się do towarowych instrumentów pochodnych, uprawnień do emisji lub opartych na nich produktów sprzedawanych na aukcjach, o których mowa w art. 7 ust. 1 lit. b–d rozporządzenia MAR. Czytnię tak z uwagi na spójność wyводу. Nie traci on jednak na aktualności z uwagi na fakt, że definicje zawarte w tych przepisach są tożsame z definicją określoną w art. 7 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR.

7 Por. R. Woźniak, *Element prawdopodobieństwa w informacji poufnej*, „Państwo i Prawo” 2021/5, s. 106.

8 R. Woźniak, *Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego*, Warszawa 2017, s. 206; M. Górecki, *Informacje...*, s. 75.

9 Por. opinia rzecznik generalnej Juliane Kokott z 16.09.2021 r., C-302/20, Pan A przeciwko Autorité des marchés financiers (AMF), EU:C:2021:747, pkt 54.

10 Por. wyrok C-302/20, AMF, „informacje *ex post* mogą być wykorzystywane do weryfikacji założenia, że informacje *ex ante* miały wpływ na cenę, ale nie powinny być wykorzystywane do podejmowania działań przeciwko komuś, kto na podstawie dostępnych sobie informacji *ex ante* wyciągał rozsądne wnioski”, pkt 54.

11 Bardzo zbliżone treściowo regulacje zawarte były w art. 1 dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.01.2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.Urz. WE L 96, s. 16), do której odnosi się Trybunał w swoich rozważaniach.

12 Tak K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 348.

13 R. Woźniak, *Definicja...*, s. 146.

Aby dana informacja mogła być uznana za precyzyjną, musi opierać się więc na pewnych i obiektywnych dowodach, możliwych do wskazania dla potwierdzenia jej prawdziwości¹⁴. Jak się wydaje, podejście takie akceptuje Trybunał, wskazując zgodnie z utrwalonym podejściem¹⁵, że z zakresu informacji precyzyjnych wykluczone są informacje niejasne lub ogólne¹⁶. Przeciwnieństwem tak pojętej precyzyjnej informacji są informacje niesprawdzone, na które składają się wszelkie plotki, wiadomości o nieustalonym źródle i trudne do zweryfikowania przecieki.

Dokonując dystynkcji informacji niesprawdzonych, można je klasyfikować w dwóch kategoriach. Pierwszą grupę informacji niesprawdzonych istniejących w domenie publicznej stanowią pogłoski będące informacją niemającą potwierdzenia wewnątrz organizacji emitenta. Do drugiej kategorii należą informacje niesprawdzone mające charakter przecieku, posiadające potwierdzenie wewnątrz organizacji emitenta¹⁷. Informacją niesprawdzoną jest więc każda informacja istniejąca w domenie publicznej, a która znalazła się tam bez intencji zainteresowanego podmiotu, bez względu na to, czy znajduje potwierdzenie w organizacji emitenta (przeciek), czy też nie znajduje potwierdzenia w organizacji emitenta (pogłoska)¹⁸. Przyjmując powyższe, należy stwierdzić, że Trybunał w swoim wyroku odnosi się do pogłosek rynkowych, które mają charakter przecieku.

Co do zasady pogłoski dotyczące okoliczności lub zdarzeń odnoszących się do emitenta lub jego instrumentów finansowych charakteryzują się określonym stopniem niepewności¹⁹. Niepewność zwiększa fakt, że dana informacja nie znajduje potwierdzenia wewnątrz organizacji emitenta. Powoduje to, że niezwykle trudno w tym przypadku mówić o precyzyjnym charakterze takiej informacji. W polskiej literaturze przedmiotu podnosi się, że pogłoski nie spełniają kryterium precyzyjności informacji i jako takie nie powinny być brane pod uwagę przez racjonalnie działającego inwestora²⁰. Przeciwnieństwem pogłosek i plotek są przecieki, które pochodzą z wewnątrz organizacji emitenta. Pomimo że są dostępne dla pewnego ograniczonego kręgu uczestników rynku, mają charakter precyzyjny. Tego typu informacje zazwyczaj nie są informacjami publicznymi w tym sensie, że nie zostały opublikowane przez emitenta będącego dysponentem takiej informacji. Analizując argumentację TS, można wskazać, że Trybunał *implicit*e dokonuje rozróżnienia na pogłoski, które są informacjami niesprawdzonymi i te które są wiarygodne lub istnieją istotne podstawy do twierdzenia

o ich wiarygodności²¹. Pewien niedosyt budzi jedynie fakt, że TS nie odniósł się do założenia wskazanego przez sąd odsyłający, iż dziennikarz może w drodze ujawnienia informacji poufnej będącej pogłoską dokonać weryfikacji jej wiarygodności. Komentowany wyrok może bowiem wskazywać, że taka praktyka jest dopuszczalna, co w mojej ocenie byłoby zbyt daleko idącą interpretacją.

Informacje niesprawdzone, będące pogłoskami, co do zasady nie stanowią informacji precyzyjnych. Takie podejście zostało, słusznie w mojej ocenie, odrzucone przez Trybunał, który stwierdził, że gdyby należało uznać, iż danej informacji nie można kwalifikować jako „informacji poufnej” tylko na tej podstawie, że dotyczy ona publikacji pogłoski, to znaczna liczba informacji, które mogą mieć wpływ na ceny danych instrumentów finansowych, nie byłaby objęta, a informacje takie mogłyby być wykorzystywane przez uczestników rynków finansowych²². W przypadku gdy ich źródło jest wiarygodne, tracą one charakter pogłoski, a odbiorca musi zdawać sobie sprawę, że doszło do przecieku. Warto podkreślić, że w przedmiotowym wyroku TS odnosił się do artykułu prasowego relacjonującego pogłoski rynkowe (w potocznym znaczeniu tego słowa). W przedmiotowej sprawie istotne było więc nie tylko to, czy dojdzie do publikacji artykułu, lecz także czy oferty przejąć, których artykuł dotyczył, mają charakter informacji sprawdzonych. Jak wskazał Trybunał, „precyzyjności danej informacji nie można z założenia wykluczyć z tego tylko powodu, że należy ona do kategorii szczególnych informacji, takich jak informacje dotyczące zbliżającej się publikacji artykułów relacjonujących pogłoski rynkowe dotyczące możliwego przedstawienia publicznej oferty przejęcia”²³. Informacja może być uznana za precyzyjną, nawet jeżeli dotyczy pogłoski, o ile istnieją zasadne podstawy, aby uznać pogłoski za wiarygodne. Trybunał więc *de facto* potwierdził, że o ile w danej sprawie można założyć, że doszło do przecieku i okoliczności sprawy pozwalają wzmocnić takie oczekiwanie, dana informacja może być uznana za precyzyjną, pomimo że nie ma charakteru sprawdzonego²⁴. Co ważne, w przedmiotowej sprawie Trybunał nie odniósł się w żaden sposób do kwestii ewentualnych obowiązków informacyjnych emitenta w związku z istnieniem w domenie publicznej informacji niesprawdzonych. Na marginesie warto jednak wskazać, że zgodnie z wytycznymi Committee of European Securities Regulators (CESR) (obecnie ESMA) w przypadku przecieku emitent powinien zareagować na istniejącą w domenie publicznej pogłoskę, a brak komentarza nie może być uznany za praktykę właściwą²⁵.

Trybunał podkreślił, że elementem wzmocniającym przekonanie o wycieku jest renoma dziennikarza oraz gazety, w której

14 M. Górecki, *Informacje...*, s. 71.

15 Wyrok z 11.03.2015 r., C-628/13, Lafonta, EU:C:2015:162, pkt 31.

16 Por. wyrok C-302/20, AMF, pkt 38: „informacje niejasne lub ogólne, które nie pozwalają na wyciągnięcie żadnego wniosku co do ich możliwego wpływu na ceny danych instrumentów finansowych”.

17 Por. poglądy podnoszone w literaturze zagranicznej, jak choćby J.L. Hansen, D. Moalem, *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*, „Capital Markets Law Journal” 2009/3, s. 326, czy też J. Lepetić, *Public disclosure of inside information*, „Annals FLB – Belgrade Law Review” 2012/3, s. 203.

18 Por. R. Woźniak, *Obowiązki informacyjne emitenta w związku z informacjami niesprawdzonymi*, „Monitor Prawa Handlowego” 2014/2, s. 26.

19 M. Glicz, *Cechy precyzyjności informacji poufnej w obrocie instrumentami finansowymi. Glosa do wyroku TSUE z dnia 28 czerwca 2012 r., C-19/11 (Geltl vs Daimler AG)*, „Gdańskie Studia Prawnicze. Przegląd Orzecznictwa” 2012/4, s. 153.

20 A. Romanowska, *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych insider trading*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006/9, s. 50.

21 Wyrok C-302/20, AMF, pkt 45 i 48 „wiarygodność pogłoski ma znaczenie dla ustalenia, czy informacja dotycząca zbliżającej się publikacji artykułu odnoszącego się [do] tej pogłoski jest wystarczająco szczegółowa, aby można było wyciągnąć z niej wniosek co do wpływu na ceny, jaki może wyrzucić ta publikacja, należy w tym celu wziąć pod uwagę zwłaszcza poziom szczegółowości treści tej pogłoski, jak też wiarygodność relacjonującego ją źródła”.

22 Wyrok C-302/20, AMF, pkt 45. Co więcej podejście takie potwierdza przyjęte już stanowisko wyrażone w wyroku z 28.06.2012 r., C-19/11, Markus Geltl przeciwko Daimler AG, EU:C:2012:397, pkt 36.

23 Wyrok C-302/20, AMF, pkt 42.

24 Wyrok C-302/20, AMF, pkt 52.

25 Por. wyrok C-302/20, AMF, pkt 69; *Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, 15.05.2009 r., CESR/09-219, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_219.pdf (dostęp: 19.12.2022 r.).

planowana jest publikacja artykułu zawierającego pogłoskę. Powyższe zwiększa wiarygodność pogłoski i przydaje jej walor precyzyjności. Dodatkowo przekonanie o precyzyjnym charakterze informacji wzmacnia informacja o cenie, po której mają być zakupione papiery wartościowe będące przedmiotem pogłoski. To treść pogłoski zawartej w artykule przesądza o precyzyjnym jej charakterze. Podanie informacji bez treści szczegółowych byłoby zbyt ogólna dla uznania informacji za precyzyjną. Jak wskazała rzecznik generalna, pogłoskę wzmacnia wręcz fakt, czy z artykułu można wywnioskować nazwę emitenta, czy cenę bez potrzeby jej dokładnego określenia²⁶.

Na marginesie należy wskazać, że opublikowanie przez dziennikarza informacji nieprawdziwych może stanowić manipulację na rynku. Jak się wskazuje w judykaturze polskiej, skoro informacje lub pogłoski wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd, to manipulację przez rozpowszechnianie informacji będzie stanowił „niekształcenie obrazu rynku bez względu na to, czy osoba dopuszczająca się tych czynności miała to na celu”²⁷. Istotą manipulacji są bowiem działania oszukańcze w stosunku do rynku, tj. takie, które polegają na tym, że dana osoba podejmuje czynności, które wywołują błędne przekonanie wśród uczestników rynku lub które mogą ten błąd wywołać, lub które ten błąd wykorzystują w stosunku do swoich działań transakcyjnych²⁸.

3. Działalność dziennikarska a możliwość ujawnienia informacji poufnej

Drugą z kwestii objętych pytaniami prejudycjalnymi i odpowiedzią Trybunału była możliwość uznania informacji poufnych przekazywanych przez dziennikarza informatorom. Przyjęty na gruncie rozporządzenia MAR model regulacji wykorzystania informacji poufnych opiera się na zapewnieniu inwestorom równego dostępu do informacji. Z tego też powodu zabronione i penalizowane są wszelkie zachowania mogące naruszyć równość uczestników rynku kapitałowego, które to działania określa się w prawie UE mianem *insider dealing*. W rozporządzeniu MAR wskazano, że cechą zakazu wykorzystywania informacji poufnych jest nieuczciwe uzyskiwanie korzyści z informacji poufnych ze szkodą dla osób trzecich niemających dostępu do takich informacji²⁹. Wskazując na istotę zakazu *insider dealing* w prawie europejskim, Trybunał Sprawiedliwości podkreślił w poprzednich orzeczeniach, że celem zakazu stosowania informacji poufnych jest zagwarantowanie równości stron danej transakcji giełdowej przez unikanie sytuacji, w której jedna ze stron, posiadająca informacje poufne i znajdująca się w związku z tym w uprzywilejowanej sytuacji w stosunku do pozostałych inwestorów, mogła osiągnąć w ten sposób korzyść ze szkodą dla innego inwestora, który ich nie posiadał³⁰. Jednocześnie w literaturze wskazuje się eliminację i wykorzystanie asymetrii informacyjnej we własnym interesie

lub w interesie osoby trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio, jako *ratio legis* regulacji³¹. Należy się zgodzić z poglądami wskazywanymi w literaturze, że wykorzystanie informacji może dotyczyć zarówno decyzji kreującej rozporządzenie lub kreującej nabycie (pozytywnej decyzji transakcyjnej), jak i decyzji mającej charakter wycofania się z podjętej wcześniej decyzji inwestycyjnej lub dokonania jej zmiany (negatywnej decyzji transakcyjnej)³².

Mechanizmem wspierającym zakaz *insider dealing* jest określony w art. 10 rozporządzenia MAR zakaz bezprawnego ujawnienia informacji poufnych. Jednocześnie należy zauważyć, że zakaz wykorzystania informacji poufnych nie jest bezwzględny. Bezprawne ujawnienie informacji poufnych opiera się na elemencie posiadania informacji i jej przekazaniu. Dla oceny zachowania ujawniającego bez znaczenia jest fakt, czy podmiot, któremu przekazano informację poufną, ją wykorzystał (użył). W tym kontekście posiadanie informacji poufnej należy rozpatrywać jako fakt zmonopolizowania danej informacji w ramach przeprowadzanej transakcji. Dlatego też ujawnienie informacji poufnych jest zawsze niezgodne z prawem, nawet jeżeli odbiorca nie wykorzystuje informacji do żadnego działania polegającego na zbyciu powiązanych instrumentów finansowych ani nie zamierza nakłaniać do tego innych. Do uznania, że dane zachowanie stanowi bezprawne ujawnienie informacji poufnych, nie jest wymagane uzyskanie jakichkolwiek osobistych korzyści lub zysków przez osobę ujawniającą³³. Jednocześnie przepisy art. 10 rozporządzenia MAR dopuszczają wyjątek w przekazaniu informacji poufnych. Stosownie do jego ust. 1 nie stanowi bezprawnego ujawnienia działanie dokonywane w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków.

Powyższe przepisy są wynikiem działalności orzeczniczej Trybunału. W wyroku w sprawie C-384/02, Grøngaard i Bang³⁴, Trybunał w odniesieniu do regulacji zawartych w dyrektywie 89/592/EWG³⁵ wskazał, że zakaz ujawniania informacji poufnych osobom trzecim nie obowiązuje, stosownie do art. 3 lit. a dyrektywy 89/592/EWG, jeżeli ich ujawnienie należy do normalnego trybu wykonywania przez te osoby czynności w ramach swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków służbowych. Jak podkreślił TS, stanowi to wyjątek od zakazu o charakterze ogólnym, który musi być wykładany w sposób ścisły³⁶. Trybunał Sprawiedliwości oparł się na literalnym brzmieniu dyrektywy 89/592/EWG, podkreślając, że obowiązki służbowe, o których mowa w dyrektywie, wymagają bliskiej relacji pomiędzy stronami. Jednocześnie ujawnienie danej informacji musi być niezbędne do wykonania takich obowiązków i dokonane w normalnym trybie wykonywania przez określone osoby czynności w ramach swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków. Oceniając, co należy do normalnego

26 Opinia C-302/20, AMF, pkt 51.

27 Wyrok NSA z 16.05.2019 r., II GSK 303/17, LEX nr 2694164.

28 M. Królikowski [w:] *Rozporządzenie UE Nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku. Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Warszawa 2016, s. 151.

29 Motyw 23 rozporządzenia MAR.

30 Por. wyrok TS z 23.12.2009 r., C-45/08, Spector Photo Group NV i Chris Van Raemdonck przeciwko Commissie voor het Bank-, Financien- en Assurantiewezen (CBFA), EU:C:2009:806, pkt 48.

31 A. Stokłosa [w:] A. Stokłosa, S. Syp, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2017, s. 127.

32 M. Królikowski [w:] *Rozporządzenie...*, s. 128.

33 Ch. Mosca [w:] *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, red. S. Mock, M. Venturuzzo, Oxford 2017, s. 282.

34 Wyrok TS z 22.11.2005 r., C-384/02, Postępowanie karne przeciwko Knud Grøngaard i Allan Bang, EU:C:2005:708 – dalej wyrok C-384/02, Grøngaard i Bang.

35 Dyrektywa 89/592/EWG z 13.11.1989 r. koordynująca przepisy dotyczące wykorzystywania poufnych informacji (Dz.Urz. WE L 334, s. 30) – dalej dyrektywa 89/592/EWG.

36 Wyrok C-384/02, Grøngaard i Bang, pkt 27.

trybu wykonywania przez określone osoby czynności w ramach swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, należy brać pod uwagę przepisy krajowe, które muszą być interpretowane w sposób restryktywny³⁷. W konsekwencji tak przyjętego przez prawodawcę europejskiego podejścia przekazanie informacji poufnej, np. pomiędzy pracownikami danego podmiotu, o ile dokonywane jest w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, może być uznane za uprawnione ujawnienie informacji poufnej³⁸.

W wyroku w sprawie C-302/20, AMF, Trybunał podkreślił, że ujawnienie informacji poufnych przez dziennikarzy również może stanowić czynność wyłączającą bezprawność ujawnienia. Trybunał wskazał, że powyższe wynika z brzmienia art. 21 rozporządzenia MAR. Niezbędne jest, aby ujawnienie następowało w celu działalności dziennikarskiej. Jak wskazał Trybunał, nie jest wymagane, aby ujawnienie było wynikiem opublikowania informacji, ale działalność dziennikarską stanowi także ujawnienie informacji informatorom, które składa się na proces prowadzący do takiej publikacji³⁹. Celem działalności dziennikarskiej jest bowiem przekazywanie informacji opinii publicznej. W konsekwencji wykonywanie zadań zmierzających do opublikowania działalności stanowi także cel dziennikarski. Ocena charakteru działania dziennikarza musi sprowadzać się do zbadania, czy ujawnienie wykraczało poza to, co było konieczne do zweryfikowania informacji zawartych w artykule oraz czy konieczne było ujawnienie przez dziennikarza osobie trzeciej, oprócz samej treści tej pogłoski, konkretnej informacji dotyczącej zbliżającej się publikacji artykułu relacjonującego tę pogłoskę⁴⁰. Ocena taka – jak słusznie wskazał Trybunał – musi się odbywać z uwzględnieniem pozostałych przepisów rozporządzenia MAR. Artykuł 21 rozporządzenia MAR nie stanowi bowiem autonomicznej podstawy do przekazania informacji poufnej. Dodatkowo pojęcie „cele dziennikarskie” należy interpretować szeroko⁴¹.

Jakkolwiek zakaz bezprawnego ujawnienia, o którym mowa w art. 10 rozporządzenia MAR, nie ma zastosowania do przypadków ujawniania informacji w rozumieniu art. 21 rozporządzenia MAR, przy czym to czy ujawnienie jest bezprawne czy nie, musi być zawsze dokonywane z uwzględnieniem art. 21 oraz na podstawie art. 10 rozporządzenia MAR. Oznacza to, że musi istnieć związek między ujawnieniem informacji poufnych a wykonywaniem czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków. Wymóg ten co do zasady należy interpretować ściśle⁴². Jak stwierdził Trybunał, art. 10 i 21 rozporządzenia MAR należy interpretować w ten sposób, że ujawnienie przez dziennikarza informacji poufnych jest zgodne z prawem, jeżeli należy je uznać za konieczne do wykonywania tego zawodu, i za zgodne z zasadą proporcjonalności⁴³. Trybunał przesądził więc, aczkolwiek *implicite*, że użyte w art. 10 rozporządzenia MAR określenie „ujawnienie w ramach zawodu” może dotyczyć działalności dziennikarskiej. Przepisy rozporządzenia MAR nie

mogą bowiem wpływać na wolność prasy i wolności wypowiedzi. Ta bowiem została zagwarantowana w Karcie praw podstawowych Unii Europejskiej. Kluczowe jest jednak kierowanie się w tym zakresie zasadą proporcjonalności. Można tylko żałować, że Trybunał wprost nie wskazał, jak należy rozumieć kwestię ujawniania informacji w ramach zawodu. Z wyroku wynika jednak, że przekazanie takie może być dokonane także przez podmiot niezwiązany z emitentem żadnym stosunkiem prawnym.

Na marginesie wypada skonstatować, że przedmiotem rozstrzygnięcia Trybunału nie było późniejsze użycie przez informatorów dziennikarza uzyskanej od niego informacji. Stosownie bowiem do art. 8 ust. 1 rozporządzenia MAR wykorzystywanie informacji poufnej ma miejsce wówczas, gdy dana osoba znajduje się w posiadaniu informacji poufnej i wykorzystuje tę informację, nabywając lub zbywając, na własny rachunek lub na rzecz osoby trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio, instrumenty finansowe, których informacja ta dotyczy. W przedmiotowym wyroku, jak się wydaje, powyższe było bezsporne, wobec czego sąd krajowy, jak też Trybunał Sprawiedliwości nie zajmowały się tą kwestią. Pomimo że dane działanie dziennikarza nie stanowiło bezprawnego ujawnienia informacji poufnej, to późniejsze wykorzystanie informacji przez osoby będące jej adresatami podlega zakazom zawartym w rozporządzeniu MAR.

4. Podsumowanie

Prezentowane w niniejszym artykule rozważania pozwalają uznać konkluzje poczynione przez Trybunał w wyroku C-302/20, AMF, za słuszne. Trybunał Sprawiedliwości potwierdził podejście do informacji precyzyjnych, wskazując na konieczność oceny źródeł ich pochodzenia. To, czy dana informacja niesprawdzona może być uznana za informację precyzyjną, zależy od faktu, czy istnieją zasadne podstawy, aby uznać pogłoski za wiarygodne, a w konsekwencji czy doszło do przecieku. Okolicznościami takimi mogą być renoma dziennikarza oraz gazety, w której planowana jest publikacja artykułu zawierającego pogłoskę, a także treść przekazywanej pogłoski. Podanie informacji bez treści szczegółowych skutkuje tym, że informacja jest zbyt ogólna dla uznania jej za precyzyjną, natomiast szczegółowe informacje zawarte w pogłosce pozwalają stwierdzić, że ma ona raczej charakter przecieku, a więc jej wiarygodność jest istotnie wyższa.

Kolejną kwestią omawianą przez Trybunał była ocena, czy przekazanie informacji informatorom stanowi bezprawne ujawnienie informacji poufnej, czy też nie. Dodatkowo Trybunał rozważał, czy takie przekazanie informacji może być dokonane w celu działalności dziennikarskiej. Trybunał przesądził, że dla uznania, iż przekazanie informacji dokonywane jest w celu dziennikarskim, nie jest wymagane, aby ujawnienie nastąpiło w wyniku opublikowanej informacji prasowej np. w formie artykułu. W orzeczeniu wskazano, że działalność dziennikarską stanowi także ujawnienie informacji informatorom w toku prac nad artykułem. Ujawnienie jest bowiem jednym z elementów procesu prowadzącego do publikacji. Jednocześnie w ocenie Trybunału art. 10 i 21 rozporządzenia MAR należy interpretować w ten sposób, że ujawnienie przez dziennikarza informacji poufnych jest zgodne z prawem, jeżeli je uznać za konieczne do wykonywania tego zawodu i za zgodne z zasadą proporcjonalności.

37 Por. T. Sójka, *Prawo do informacji dominującego akcjonariusza spółki publicznej – ograniczenia przedmiotowe* [w:] *Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa*, red. A. Kidyba, Warszawa 2015, s. 148.

38 Por. J.L. Hansen, *Market Abuse Case Law – Where Do We Stand With MAR?*, „European Company and Financial Law Review” 2017/2, s. 34.

39 Wyrok C-302/20, AMF, pkt 64.

40 Wyrok C-302/20, AMF, pkt 83; opinia C-302/20, AMF, pkt 97.

41 Wyrok C-302/20, AMF, pkt 66.

42 Wyrok C-302/20, AMF, pkt 75.

43 Wyrok C-302/20, AMF, pkt 89.

Abstract

dr Rafał Woźniak

The author is a lecturer at the Kozminski University in Warsaw, Poland, and an advocate
(ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5405-8676>).

**Disclosure of Inside Information by a Journalist.
Comments Against the Background of Judgment
of the Court of Justice of 15 March 2022, C-302/20,
Mr A v. Autorité des Marchés Financiers**

Keywords: inside information, unlawful disclosure, information of a precise nature, insider dealing

This article examines the criterion of the precise nature of inside information within the meaning of the MAR Regulation and the permissibility of disclosure of such information by a journalist in the course of his/her preparation of a press article. The analysis is made against the background of judgment C-320/20, AMF. In this judgment, the Court addressed the understanding of the precise nature of confidential information in the context of unverified information, as well as understanding the meaning of the communication of information 'for the purposes of journalism'. In both cases, the Court's findings must be considered correct. The importance of the judgment itself is significant in that, over the course of more than 30 years of existence of the regulations combating insider trading, the Court has only expressed its position in a handful of cases involving this matter. In the light of the above judgment, whether or not a piece of information can be regarded as information of a precise nature depends on whether there are reasonable grounds for considering rumours to be credible. In addition, the mere disclosure of confidential information by a journalist is permissible insofar as it is necessary for the practice of his/her profession.

Bibliografia/References

Glicz M., *Cechy precyzyjności informacji poufnej w obrocie instrumentami finansowymi. Glosa do wyroku TSUE z dnia*

28 czerwca 2012 r., C-19/11 (*Geltl vs Daimler AG*), „Gdańskie Studia Prawnicze. Przegląd Orzecznictwa” 2012/4.

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” 2007/1.

Haładyj K., *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009.

Hansen J.L., *Market Abuse Case Law – Where Do We Stand With MAR?*, „European Company and Financial Law Review” 2017/2.

Hansen J.L., Moalem D., *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*, „Capital Markets Law Journal” 2009/3.

Królikowski M. [w:] *Rozporządzenie UE Nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku. Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Warszawa 2016.

Lepetić J., *Public disclosure of inside information*, „Annals FLB – Belgrade Law Review” 2012/3.

Mosca Ch. [w:] *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, red. S. Mock, M. Venteruzzo, Oxford 2017.

Romanowska A., *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych insider trading*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006/9.

Sójka T., *Prawo do informacji dominującego akcjonariusza spółki publicznej – ograniczenia przedmiotowe* [w:] *Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa*, red. A. Kidyba, Warszawa 2015.

Stokłosa A. [w:] A. Stokłosa, S. Syp, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2017.

Woźniak R., *Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego*, Warszawa 2017.

Woźniak R., *Element prawdopodobieństwa w informacji poufnej*, „Państwo i Prawo” 2021/5.

Woźniak R., *Obowiązki informacyjne emitenta w związku z informacjami niesprawdzonymi*, „Monitor Prawa Handlowego” 2014/2.

REKLAMA

Całe prawo w jednym miejscu Prawo.pl

Serwis
Prawo.pl to:

aktualne
informacje
prawne

wywiady, opinie
i komentarze
ekspertów

najnowsze
wyroki polskich
i unijnych sądów

zespół
doświadczonych
dziennikarzy

 Wolters Kluwer

LEX