

MAR

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku

Komentarz

Angelina Stokłosa, Szymon Syp

KOMENTARZE PRAKTYCZNE

WYDANIE **2**

MAR

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku Komentarz

Angelina Stokłosa, Szymon Syp

KOMENTARZE PRAKTYCZNE

WYDANIE **2**

Stan prawny na 1 czerwca 2021 r.

Recenzent

Dr hab. Dominika Wajda

Wydawca

Grzegorz Jarecki

Redaktor prowadzący

Livia Śpiewak

Opracowanie redakcyjne

Violet Design Wioletta Kowalska

Projekt okładek serii

Wojtek Kwiecień-Janikowski, Przemek Dębowski

Poszczególne artykuły komentarza omówili:

Angelina Stokłosa – art. 1, 2, 4–11, 17–21, 37–39

Szymon Syp – art. 12–16, 26–36

Angelina Stokłosa, Szymon Syp – art. 3, 22–25

prawolubni

Ta książka jest wspólnym dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, byś przestrzegał przysługujących im praw. Książkę możesz udostępnić osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A jeśli musisz skopiować część, rób to jedynie na użytek osobisty.

Szanujmy prawo i własność

Więcej na www.legalnakultura.pl

Polska Izba Książki

© Copyright by Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2021

ISBN 978-83-8246-014-8

2. wydanie

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Dział Praw Autorskich

01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33

tel. 22 535 82 19

e-mail: PL-ksiazki@wolterskluwer.com

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

SPIS TREŚCI

Wykaz skrótów	21
Przedmowa do wydania drugiego	29
Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 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	31
Rozdział 1	
Przepisy ogólne	61
Artykuł 1. [Przedmiot]	61
1. Przedmiot i zakres regulacji MAR	61
2. Zakres podmiotowy regulacji MAR	62
3. Charakter prawny MAR	63
4. Status MAR	63
5. Charakter przepisu art. 1 MAR	63
6. Inne regulacje powiązane z MAR i będące poza zakresem tej regulacji	64
Artykuł 2. [Zakres stosowania]	64
1. Uwagi wstępne	65
2. Ogólny i szczególny zakres stosowania MAR	66
3. Zasięg terytorialny MAR	68
4. Terminologia	69
Artykuł 3. [Definicje]	69
I. Definicje z art. 3 ust. 1 MAR	74
1. Instrument finansowy (ang. <i>financial instrument</i>), art. 3 ust. 1 pkt 1 MAR	74

2. Firma inwestycyjna (ang. <i>investment firm</i>), art. 3 ust. 1 pkt 2 MAR	77
3. Instytucja kredytowa (ang. <i>credit institution</i>), art. 3 ust. 1 pkt 3 MAR	78
4. Instytucja finansowa (ang. <i>financial institution</i>), art. 3 ust. 1 pkt 4 MAR	78
5. Operator rynku (ang. <i>market operator</i>), art. 3 ust. 1 pkt 5 MAR ..	79
6. Rynek regulowany (ang. <i>regulated market</i>), art. 3 ust. 1 pkt 6 MAR	80
7. Wielostronna platforma obrotu lub MTF (ang. <i>multilateral trading facility</i>), art. 3 ust. 1 pkt 7 MAR	80
8. Zorganizowana platforma obrotu lub OTF (ang. <i>organized trading facility</i>), art. 3 ust. 1 pkt 8 MAR	81
9. Przyjęta praktyka rynkowa (ang. <i>accepted market practice</i>), art. 3 ust. 1 pkt 9 MAR	82
10. System obrotu (ang. <i>trading venue</i>), art. 3 ust. 1 pkt 10 MAR	82
11. Rynek rozwoju MŚP (ang. <i>SME growth market</i>), art. 3 ust. 1 pkt 11 MAR	82
12. Właściwy organ (ang. <i>competent authority</i>), art. 3 ust. 1 pkt 12 MAR	84
13. Osoba (ang. <i>person</i>), art. 3 ust. 1 pkt 13 MAR	84
14. Towar (ang. <i>commodity</i>), art. 3 ust. 1 pkt 14 MAR	84
15. Kontrakt towarowy na rynku kasowym (ang. <i>spot commodity contract</i>), art. 3 ust. 1 pkt 15 MAR	85
16. Rynek kasowy (ang. <i>spot market</i>), art. 3 ust. 1 pkt 16 MAR	85
17. Program odkupu (ang. <i>buy-back programme</i> ; niem. <i>Rückkaufprogramm</i>), art. 3 ust. 1 pkt 17 MAR	85
18. Handel algorytmiczny (ang. <i>algorithmic trading</i>), art. 3 ust. 1 pkt 18 MAR	86
19. Uprawnienie do emisji (ang. <i>emission allowance</i>), art. 3 ust. 1 pkt 19 MAR	86
20. Uczestnik rynku uprawnień do emisji (ang. <i>emission allowance market participant</i>), art. 3 ust. 1 pkt 20 MAR	87
21. Emitent (ang. <i>issuer</i>), art. 3 ust. 1 pkt 21 MAR	87
22. Produkt energetyczny sprzedawany w obrocie hurtowym (ang. <i>wholesale energy product</i>), art. 3 ust. 1 pkt 22 MAR	88
23. Krajowy organ regulacyjny (ang. <i>national regulatory authority</i>), art. 3 ust. 1 pkt 23 MAR	88
24. Towarowe instrumenty pochodne (ang. <i>commodity derivatives</i>), art. 3 ust. 1 pkt 24 MAR	89
25. Osoba pełniąca obowiązki zarządcze (ang. <i>person discharging managerial responsibilities</i>), art. 3 ust. 1 pkt 25 MAR	90

26. Osoba blisko związana (ang. <i>person closely associated</i>), art. 3 ust. 1 pkt 26 MAR	93
27. Zapisy danych o ruchu (ang. <i>data traffic records</i>), art. 3 ust. 1 pkt 27 MAR	97
28. Osoba zawodowo pośrednicząca w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń (ang. <i>person professionally arranging or executing transactions</i>), art. 3 ust. 1 pkt 28 MAR	97
29. Wskaźnik referencyjny (ang. <i>benchmark</i>), art. 3 ust. 1 pkt 29 MAR	98
30. Animator rynku (ang. <i>market maker</i>), art. 3 ust. 1 pkt 30 MAR	98
31. Zwiększenie posiadania (ang. <i>stake-building</i>), art. 3 ust. 1 pkt 31 MAR	99
32. Uczestnik rynku ujawniający informacje (ang. <i>disclosing market participant</i>), art. 3 ust. 1 pkt 32 MAR	99
33. Handel wysokiej częstotliwości (ang. <i>high-frequency trading</i>), art. 3 ust. 1 pkt 33 MAR	100
34. Informacja rekomendująca lub sugerująca strategię inwestycyjną (ang. <i>information recommending or suggesting an investment strategy</i>), art. 3 ust. 1 pkt 34 MAR	101
35. Rekomendacja inwestycyjna (ang. <i>investment recommendation</i>), art. 3 ust. 1 pkt 35 MAR	101
II. Definicje z art. 3 ust. 2 MAR	102
1. Papiery wartościowe (ang. <i>securities</i>), art. 3 ust. 2 lit. a MAR	102
2. Instrumenty powiązane (ang. <i>associated instruments</i>), art. 3 ust. 2 lit. b MAR	103
3. Znaczna dystrybucja (ang. <i>significant distribution</i>), art. 3 ust. 2 lit. c MAR	103
4. Stabilizacja (ang. <i>stabilisation</i>), art. 3 ust. 2 lit. d MAR	103
Artykuł 4. [Powiadomienia i wykazy instrumentów finansowych]	104
1. Uwagi wstępne	105
2. Dwustopniowa struktura systemu powiadamiania w zakresie danych referencyjnych	107
3. Zakres powiadomienia	109
4. Wykaz prowadzony przez EUNGIPW	109
5. Terminy przekazywania powiadomień	110
Artykuł 5. [Wyłączenia dotyczące programów odkupu i stabilizacji]	111
1. Uwagi wstępne	112
2. Fakultatywne stosowanie reżimu określonego w art. 5 MAR	115
3. Przesłanki wyłączenia programu odkupu akcji własnych spod zakazów z art. 14–15 MAR	116

4. Warunki obrotu oraz ograniczenia obrotu	120
5. Przesłanki wyłączenia stabilizacji instrumentu finansowego spod zakazów z art. 14–15 MAR	122
6. Stabilizacja pomocnicza	127
7. Sankcje administracyjne	130
Artykuł 6. [Wyłączenie dotyczące działalności związanej z gospodarką pieniężną i zarządzaniem długiem publicznym oraz działalności związanej z polityką klimatyczną]	130
1. Uwagi wstępne	132
2. Wyłączenia w zakresie realizacji polityki pieniężnej, dewizowej lub zarządzania długiem publicznym – art. 6 ust. 1–2 MAR	133
3. Wyłączenia dotyczące uprawnień do emisji i realizacji polityki klimatycznej – art. 6 ust. 3 MAR	135
4. Wyłączenia dotyczące wspólnej polityki rolnej Unii oraz wspólnej polityki rybołówstwa – art. 6 ust. 4 MAR	137
5. Pracownicy i współpracownicy instytucji objętych wyłączeniami z art. 6 MAR	138
 Rozdział 2	
Informacje poufne, wykorzystywanie informacji poufnych, bezprawne ujawnianie informacji poufnych i manipulacje na rynku	139
Artykuł 7. [Informacje poufne]	139
1. Uwagi wstępne. Informacja poufna jako centralna kategoria pojęciowa MAR	141
2. Cel regulacji informacji poufnych. Asymetria informacyjna	143
3. Względny wymiar zasady równego dostępu do informacji	146
4. Model informacji poufnej przyjęty w MAR	146
5. Definicja informacji poufnej. Kwestie terminologiczne	147
6. Cztery kategorie (rodzaje) informacji poufnych w MAR	149
7. Rekonstrukcja informacji poufnej. Przesłanki	149
8. Przedmiot informacji. Informacje dotyczące emitenta/ emitentów lub instrumentu/instrumentów – art. 7 ust. 1 lit. a MAR	151
9. Przedmiot informacji. Kategorie informacji pośrednio związanych z emitentem	154
10. Przedmiot informacji. Informacje dotyczące bezpośrednio instrumentów finansowych danego emitenta	156
11. Przedmiot informacji. Informacje dotyczące towarowych instrumentów pochodnych – art. 7 ust. 1 lit. b MAR	157

12. Przedmiot informacji. Informacje dotyczące uprawnień do emisji lub opartych na nich produktów sprzedawanych na aukcjach – art. 7 ust. 1 lit. c MAR	161
13. Przedmiot informacji. Informacje przekazane przez klienta – art. 7 ust. 1 lit. d MAR	161
14. Brak wcześniejszego przekazania informacji do publicznej wiadomości (poufność <i>sensu stricto</i>)	162
15. Precyzyjność (szczegółowość) informacji – art. 7 ust. 2 MAR	165
16. Potencjalnie cenotwórczy charakter informacji (cenotwórczość) – art. 7 ust. 4 MAR	172
17. Przykłady bieżących informacji poufnych – praktyka rynkowa w Polsce	179
18. Indywidualny standard raportowania (ISR)	185
19. Podsumowanie	191
20. Opracowanie indywidualnej wewnętrznej polityki informacyjnej emitenta (grupy kapitałowej emitenta) – praktyczne aspekty	192
Artykuł 8. [Wykorzystywanie informacji poufnych]	193
1. Uwagi wstępne. Cel regulacji	194
2. Wykorzystywanie informacji poufnych	195
3. Zakres podmiotowy. Pojęcie <i>insidera</i>	197
4. Przypadki wykorzystywania informacji poufnych	198
5. Udzielanie rekomendacji lub nakłanianie do wykorzystywania informacji poufnych	200
6. Zakres podmiotowy regulacji – art. 8 ust. 4 MAR	202
7. Osoby prawne	204
Artykuł 9. [Uprawnione zachowanie]	205
1. Uprawnione zachowanie. Cel regulacji	206
2. Rozwiązania i procedury przyjmowane przez osoby prawne oraz brak ich wpływu na proces decyzyjny osób fizycznych działających w ich imieniu – art. 9 ust. 1 MAR	207
3. Animator rynku i osoba realizująca zlecenia w imieniu osób trzecich – art. 9 ust. 2 MAR	209
4. Dokonanie transakcji w dobrej wierze w celu wykonania wcześniejszego zobowiązania – art. 9 ust. 3 MAR	210
5. Dokonywanie publicznego przejęcia lub połączenia ze spółką – art. 9 ust. 4 MAR	211
6. Wykorzystywanie wiedzy o własnej decyzji o nabyciu lub zbyciu instrumentów finansowych – art. 9 ust. 5 MAR	211
Artykuł 10. [Bezprawne ujawnianie informacji poufnych]	212
1. Bezprawne ujawnianie informacji poufnych. Cel regulacji	212
2. Dozwolone (uprawnione) ujawnienie informacji poufnych	213

3. Aspekt podmiotowy	215
4. Dalsze ujawnianie rekomendacji lub nakłaniania	215
5. Podsumowanie	215
Artykuł 11. [Badania rynku]	216
1. Uwagi wstępne. Cel regulacji. Badanie rynku jako odstępstwo od zakazu ujawniania informacji poufnych	219
2. Właściwości legalnego badania rynku	220
3. Obowiązki podmiotu ujawniającego	223
4. Domniemanie	224
5. Przypadek szczególny	225
6. RTS oraz ITS	225
7. Wytyczne EUNGIPW	226
8. Zastrzeżenie	229
Artykuł 12. [Manipulacje na rynku]	230
1. Uwagi wstępne. Cel regulacji	232
2. Rys historyczny. MAD I	233
3. Inne regulacje w zakresie manipulacji na rynku – rozporządzenie 1227/2011	235
4. Rodzaje manipulacji na rynku w świetle MAR. Typologia zachowań kwalifikowanych jako manipulacja	237
5. Manipulacje na rynku oparte na transakcjach – uwagi ogólne	238
6. Manipulacja na rynku oparta na informacjach – uwagi ogólne	241
7. Dozwolone manipulacje na rynku – wyłączenia dotyczące programów odkupu i stabilizacji	244
8. Krótka sprzedaż (ang. <i>short selling</i>)	244
9. Manipulacja na rynku a wykorzystywanie informacji poufnych	245
10. Umyślność dokonania manipulacji na rynku	246
11. Zakaz dokonywania manipulacji na rynku – rodzaje sankcji	247
12. Manipulacja na rynku – osoby fizyczne i osoby prawne	249
13. Eksterytorialny zasięg MAR w kontekście manipulacji na rynku	250
14. Rozporządzenie MAR, załącznik I do MAR a rozporządzenie 2016/522	250
15. Kilkustopniowy proces analizy manipulacji na rynku w świetle MAR	251
16. Zakaz manipulacji na rynku w świetle MAR a ustawa o obrocie instrumentami finansowymi	251
17. Definicja manipulacji na rynku	252
18. Cztery formy działania definiujące manipulację na rynku – uwagi szczegółowe	252

19. Katalog zachowań uznawanych za manipulację na rynku	265
20. Przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi – manipulacja na rynku jako przestępstwo	266
21. Podsumowanie	267
Artykuł 13. [Przyjęte praktyki rynkowe]	267
1. Uwagi wstępne	270
2. Przyjęte praktyki rynkowe (PPR)	271
3. Uprawnienie właściwego organu do ustanowienia PPR	272
4. Znaczenie kryteriów i szczegółowych kryteriów przy ustanawianiu PPR	272
5. Kryteria i szczegółowe kryteria – ocena PPR	272
6. Ustanowienie PPR	276
7. Procedury	277
8. Spór między właściwymi organami w zakresie PPR	278
9. Przegląd ustanowionej PPR	278
10. Przyjęte PPR przez właściwe organy przed 2.07.2014 r.	279
11. PPR dotyczące umów o zapewnianiu płynności	280
12. Artykuł 20b u.o.i.f. a art. 13 MAR	281
13. Podsumowanie	282
Artykuł 14. [Zakaz wykorzystywania i bezprawnego ujawniania informacji poufnych]	282
1. Uwagi wstępne	282
2. Struktura art. 14 MAR	283
3. Związek z art. 8 i 10 MAR	283
4. Sankcje administracyjne i karne w świetle Konwencji o Ochronie Praw Człowieka i Podstawowych Wolności	284
5. Zakaz wykorzystywania informacji poufnych lub usiłowania wykorzystywania informacji poufnych	285
6. Zakaz rekomendowania innej osobie lub nakłaniania jej do wykorzystywania informacji poufnych	286
7. Zakaz bezprawnego ujawniania informacji poufnych	287
8. MAD II	287
9. Przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi a art. 14 MAR	288
Artykuł 15. [Zakaz manipulacji na rynku]	288
1. Uwagi wstępne	288
2. Struktura art. 15 MAR	288
3. Związek z art. 12 MAR	289
4. Zakaz manipulacji na rynku oraz usiłowania dokonania manipulacji na rynku	289
5. Zamiar dokonania manipulacji na rynku	289
6. MAD II	290

7. Zakaz dokonywania manipulacji na rynku – rodzaje sankcji	290
8. Przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi a art. 15 MAR	292
Artykuł 16. [Zapobieganie nadużyciom na rynku i ich wykrywanie]	292
1. Uwagi ogólne	293
2. Obowiązki operatorów rynku i firm inwestycyjnych	294
3. Obowiązki osób zawodowo zajmujących się pośredniczeniem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń	295
4. Obowiązki osób zawodowo zajmujących się pośredniczeniem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń – obowiązujące reguły	295
5. Obowiązek właściwych organów w zakresie przekazania informacji	296
6. Problem praktyczny dotyczący definicji osób zawodowo zajmujących się pośredniczeniem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń	296
7. Wymagania dotyczące rozwiązań, procedur i systemów mających na celu zapobieganie nadużyciom na rynku oraz ich wykrywanie, a także w zakresie powiadamiania – uwagi ogólne w świetle rozporządzenia 2016/957	296
8. STOR	297
9. Ogólne wymagania dotyczące rozwiązań, procedur i systemów mających na celu zapobieganie nadużyciom na rynku oraz ich wykrywanie, a także w zakresie powiadamiania	298
10. Obowiązek szkoleniowy	298
11. Podsumowanie	298
Rozdział 3	
Wymogi w zakresie podawania informacji do wiadomości publicznej	299
Artykuł 17. [Podawanie informacji poufnych do wiadomości publicznej]	299
1. Uwagi wstępne	302
2. Problem poprawnej identyfikacji informacji poufnej	304
3. Weryfikacja poprawności zidentyfikowania informacji poufnej	308
4. Podmiotowy zakres regulacji – podmioty obowiązane w świetle art. 17 MAR	309
5. Zasady przekazywania informacji poufnych w świetle art. 17 MAR	310
6. Wpływ pandemii koronawirusa SARS-CoV-2/COVID-19 na raportowanie informacji poufnych	319
7. Opóźnianie publikacji informacji poufnych	321

8. Ogólny tryb opóźniania publikacji informacji poufnych – art. 17 ust. 4 MAR)	323
9. Przygotowanie dokumentacji po podjęciu decyzji o opóźnieniu	328
10. Obowiązek powiadomienia KNF o opóźnieniu	332
11. Szczególny tryb opóźniania informacji poufnych – art. 17 ust. 5 MAR)	333
12. Warunki opóźnienia informacji poufnej w trybie szczególnym	334
13. Zgoda właściwego organu na opóźnienie informacji	335
14. Obowiązek publikacji opóźnionej informacji poufnej	338
15. Zasady publikacji opóźnionej informacji poufnej	340
16. Konkluzje	341
17. Ujawnienie informacji poufnej osobie trzeciej – art. 17 ust. 8 MAR	342
18. Zagadnienia praktyczne związane z raportowaniem informacji poufnych	342
Artykuł 18. [Listy osób mających dostęp do informacji poufnych]	344
1. Uwagi wstępne. <i>Ratio legis</i>	346
2. Podmiotowy i przedmiotowy zakres regulacji	349
3. Wykonywanie obowiązku prowadzenia listy <i>insiderów</i> . Obowiązek sporządzenia listy – art. 18 ust. 1 lit. a MAR	353
4. Format listy <i>insiderów</i>	357
5. Zakres danych umieszczanych na liście <i>insiderów</i>	358
6. Obowiązek pouczenia osób ujętych na liście <i>insiderów</i> – art. 18 ust. 2 akapit pierwszy MAR	358
7. Obowiązek niezwłocznego aktualizowania listy <i>insiderów</i> – art. 18 ust. 1 lit. b MAR	360
8. Obowiązek przedstawienia listy <i>insiderów</i> na żądanie właściwego organu – art. 18 ust. 1 lit. c MAR	362
9. Obowiązek przechowywania list <i>insiderów</i> – art. 18 ust. 5 MAR	362
10. Odpowiedzialność za prowadzenie list <i>insiderów</i>	363
11. Stanowisko EUNGiPW dotyczące wykładni art. 18 MAR	364
12. Charakter prawny listy <i>insiderów</i> oraz wpisu na taką listę	367
13. Zmiana ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Sankcje za naruszenie art. 18 MAR	368
Artykuł 19. [Transakcje wykonywane przez osoby pełniące obowiązki zarządcze]	369
1. Uwagi wstępne. Zakres przedmiotowy regulacji	373
2. Zakres podmiotowy regulacji obowiązków notyfikacyjnych – podmioty obowiązane	375

3. Wykonywanie obowiązków notyfikacyjnych w świetle art. 19 ust. 1–2 MAR	378
4. Obowiązki notyfikacyjne emitentów – art. 19 ust. 3 MAR	388
5. Pozostałe obowiązki w świetle art. 19 MAR	390
6. Zakaz dokonywania transakcji w okresach zamkniętych (art. 19 ust. 11 MAR)	393
7. Zgoda emitenta na dokonanie transakcji w okresie zamkniętym	396
8. Zmiany przepisów MAR	400
9. Akty delegowane	402
10. Zmiana ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Sankcje za naruszenie art. 19 MAR	402
11. Stanowisko UKNF	402
Artykuł 20. [Rekomendacje inwestycyjne i statystyki]	404
1. Uwagi wstępne. Zakres podmiotowy i przedmiotowy regulacji	404
2. Podstawowe obowiązki autorów rekomendacji	406
3. Dziennikarze	408
4. Regulacyjne standardy techniczne (RTS). Ogólne i szczegółowe zasady sporządzania rekomendacji określone w RTS	409
5. Zasady rozpowszechniania rekomendacji	411
6. Sankcje wynikające z ustawy o obrocie instrumentami finansowymi	412
7. Stanowisko UKNF dotyczące rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną	413
Artykuł 21. [Ujawnianie lub rozpowszechnianie informacji w środkach przekazu]	414
1. Uwagi wstępne	414
2. Charakter przepisów	415
3. Zakres normy	415
4. Zastrzeżenie	417
5. Wyłączenie odpowiedzialności	418
Rozdział 4	
EUNGiPW i właściwe organy	419
Artykuł 22. [Właściwe organy]	419
1. Struktura rozdziału 4 MAR	419
2. Uwagi wstępne	420
3. Europejski System Nadzoru Finansowego	420
4. EUNGiPW (ESMA)	421

5. Obowiązki informacyjne państw członkowskich	421
6. Delimitacja kompetencji właściwych organów państw członkowskich	423
Artykuł 23. [Uprawnienia właściwych organów]	424
1. Uwagi wstępne	425
2. Obowiązki państw członkowskich oraz ograniczenia stosowania art. 23 MAR	427
3. Sposób działania właściwych organów państw członkowskich	427
4. Kompetencje nadzorcze	428
5. Dalej idące uprawnienia	431
6. Dozwolone zachowanie	431
Artykuł 24. [Współpraca z EUNGIPW]	432
1. Uwagi wstępne	433
2. Obowiązek współpracy	433
3. Ramy współpracy	433
4. Rozporządzenie 2018/292	434
Artykuł 25. [Obowiązek współpracy]	434
1. Uwagi wstępne	437
2. Zasada współpracy oraz jej natura	438
3. Szczególne przypadki współpracy	438
4. Zasada współpracy – uwagi szczegółowe	439
5. Wyjątek od zasady współpracy. Prawo odmowy	439
6. Sankcje karne	440
7. Denuncjacja	440
8. Pomoc w zakresie kontroli na miejscu lub w zakresie przeprowadzenia czynności wyjaśniających	441
9. Inne przypadki współpracy	442
10. Rozporządzenie 2018/292	443
Artykuł 26. [Współpraca z państwami trzecimi]	446
1. Uwagi wstępne	447
2. Współpraca organów nadzoru państw członkowskich z organami nadzoru państw trzecich	447
3. Warunek rozpoczęcia współpracy	447
4. Przedmiot i cel porozumienia o współpracy	448
5. Rola EUNGIPW w zawieraniu porozumień o współpracy	449
6. Wymiana informacji między organami nadzoru w świetle prawa polskiego	450
Artykuł 27. [Tajemnica zawodowa]	451
1. Uwagi wstępne	451
2. Tajemnica zawodowa w zakresie wymiany informacji poufnych na podstawie MAR	451

3. Informacje poufne i obowiązki zachowania tajemnicy zawodowej	452
4. Krąg podmiotów zobowiązanych do zachowania tajemnicy zawodowej	452
5. Tajemnica zawodowa w prawie polskim	453
Artykuł 28. [Ochrona danych]	454
1. Uwagi wstępne	454
2. Ochrona danych osobowych	454
3. Przetwarzanie danych osobowych	455
4. Okres przechowywania danych osobowych	455
Artykuł 29. [Ujawnianie danych osobowych państwom trzecim]	456
1. Uwagi wstępne	456
2. Istota regulacji	457
3. Dwie sytuacje ujawniania danych osobowych państwom trzecim	457
4. Ujawnianie przez organy nadzoru państw członkowskich danych osobowych, które zostały samodzielnie pozyskane, państwom trzecim	458
5. Ujawnianie przez organy nadzoru państw członkowskich danych osobowych przekazanych przez inne organy nadzoru państw członkowskich	459
6. Wymiana danych osobowych w przypadku zawartego porozumienia o współpracy	459
Rozdział 5	
Środki i sankcje administracyjne	460
Artykuł 30. [Sankcje administracyjne i inne środki administracyjne]	460
1. Struktura rozdziału 5 MAR	462
2. Uwagi wstępne	463
3. Fakultatywność sankcji administracyjnych w sytuacji kryminalizacji	464
4. System zgłaszania naruszeń	464
5. System publikacji decyzji sankcjonujących naruszenia	465
6. Równoległość stosowania sankcji i środków administracyjnych oraz sankcji karnych	465
7. Większa symetria systemów regulujących sankcje za nadużycia na rynku oraz zgłaszanie naruszeń	466
8. Cywilnoprawne aspekty naruszeń na rynku i ich konsekwencje	467
9. Istota regulacji art. 30 MAR	467
10. Minimalny katalog sankcjonowanych nadużyć na rynku i naruszeń obowiązków informacyjnych (deliktów administracyjnych)	468

11. Zróżnicowanie katalogu sankcjonowanych deliktów	470
12. Katalog sankcjonowanych deliktów na podstawie MAD II	471
13. Katalog sankcji i środków administracyjnych	472
14. Sankcje pieniężne – dwa rodzaje sankcji	472
15. Wyrównanie korzyści uzyskanych lub strat unikniętych	475
16. Cofnięcie lub zawieszenie (utrata) zezwolenia dla firmy inwestycyjnej	475
17. Tymczasowy lub stały zakaz sprawowania funkcji zarządczych	476
18. Tymczasowy zakaz zawierania transakcji	476
19. Zobowiązanie do zaniechania postępowania lub powstrzymania się od jego podejmowania na nowo	476
20. Publiczne ostrzeżenie wskazujące osobę odpowiedzialną za naruszenie oraz charakter naruszenia	477
21. Katalog sankcji karnych na podstawie MAD II	477
22. Standardy prawne z MAR a brak terminowej nowelizacji ustaw o obrocie instrumentami finansowymi oraz o ofercie publicznej – stanowisko UKNF	477
23. Nowelizacja ustawy o ofercie publicznej i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z 2017 r.	479
Artykuł 31. [Wykonywanie uprawnień nadzorczych i nakładanie sankcji]	480
1. Uwagi wstępne	481
2. Cel artykułu	482
3. Istotne okoliczności uwzględniane przy ustalaniu rodzaju i poziomu sankcji administracyjnych	483
4. Inne istotne okoliczności uwzględniane przy ustalaniu rodzaju i poziomu sankcji administracyjnych	487
5. Obowiązek współpracy właściwych organów	488
Artykuł 32. [Zgłaszanie naruszeń]	488
1. Uwagi wstępne	489
2. Cel artykułu (z uwzględnieniem preambuły MAR)	490
3. Istota art. 32 MAR	495
4. Wzór amerykański	495
5. Zewnętrzne systemy (mechanizmy) zgłaszania naruszeń – uwagi wstępne	496
6. Zewnętrzne systemy (mechanizmy) zgłaszania naruszeń – uwagi szczegółowe	497
7. Fakultatywny system zachęt finansowych – uwagi ogólne	500
8. Fakultatywny system zachęt finansowych – warunki	501
9. Wewnętrzne procedury zgłaszania naruszeń	503
10. Wymogi dotyczące sygnalistów, naruszcycieli i zgłaszania naruszeń w świetle dyrektywy 2015/2392 – wzmianka	504

11. System zgłaszania naruszeń – rozporządzenie Ministra Finansów z 2020 r.	506
12. Systemy zgłaszania naruszeń a prawo polskie	509
Artykuł 33. [Wymiana informacji z EUNGIPW]	510
1. Obowiązki informacyjne właściwych organów względem EUNGIPW	510
2. Obowiązki informacyjne EUNGIPW	511
3. Wykonawcze standardy techniczne dotyczące określenia procedur i form wymiany informacji między EUNGIPW i właściwymi organami	511
4. Raport dotyczący sankcji MAR	512
Artykuł 34. [Publikacja decyzji]	513
1. Uwagi ogólne	514
2. Cel art. 34 MAR	515
3. Wyjątki od zasady publikacji decyzji przez właściwy organ	516
4. Natura prawna publikacji decyzji przez właściwy organ	516
5. Publikacja decyzji przez właściwy organ a Konwencja	517
6. Publikacja decyzji a ochrona danych osobowych	517
 Rozdział 6	
Akty delegowane i akty wykonawcze	518
Artykuł 35. [Wykonywanie przekazanych uprawnień]	518
1. Uwagi wprowadzające	519
2. Istota aktów wykonawczych a MAR	520
3. Istota regulacji	520
4. Akty delegowane na podstawie art. 25 MAR	520
5. Procedura związana z przyjęciem aktu delegowanego	521
6. Odwołanie uprawnień przyznanych KE na mocy MAR	521
7. Pozostałe akty delegowane	522
Artykuł 36. [Procedura komitetowa]	522
1. Uwagi ogólne	522
2. Europejski Komitet Papierów Wartościowych	522
3. Akty wykonawcze, o których mowa w art. 32 ust. 5 MAR	523
 Rozdział 7	
Przepisy końcowe	524
Artykuł 37. [Uchylenie dyrektywy 2003/6/WE i przepisów wykonawczych do tej dyrektywy]	524
1. Uwagi wstępne	524
2. Uchylenie MAD I	525

Artykuł 38. [Sprawozdanie]	526
1. Uwagi wstępne	527
2. Inicjatywa prawodawcza KE	528
3. Zmiana MAR z 8.06.2016 r.	528
4. Kolejne zmiany MAR – mała nowelizacja MAR i dalsze planowane zmiany	529
Artykuł 39. [Wejście w życie i stosowanie]	538
1. Uwaga wstępna	539
2. Wejście w życie a rozpoczęcie stosowania MAR	539
3. Obowiązki państw członkowskich	540
4. Korelacja przepisów	541
Załączniki	
Załącznik I A. Okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane z wprowadzaniem w błąd oraz utrzymaniem cen	542
B. Okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane ze stosowaniem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzania w błąd lub podstępu	543
Załącznik II Tabela korelacji	543
Bibliografia	551

WYKAZ SKRÓTÓW

Akty prawne

- CRD IV – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z 26.06.2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz.Urz. UE L 176, s. 338, ze zm.)
- dyrektywa 95/46/WE – dyrektywa 95/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 24.10.1995 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w zakresie przetwarzania danych osobowych i swobodnego przepływu tych danych (Dz.Urz. UE L 281, s. 31, ze zm.; Dz.Urz. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 13, t. 15, s. 355)
- dyrektywa 2002/58/WE – dyrektywa 2002/58/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 12.07.2002 r. dotycząca przetwarzania danych osobowych i ochrony prywatności w sektorze łączności elektronicznej (dyrektywa o prywatności i łączności elektronicznej) (Dz.Urz. UE L 201, s. 37, ze zm.; Dz.Urz. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 13, t. 29, s. 514)
- dyrektywa 2003/71/WE (dyrektywa prospektowa) – dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4.11.2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 345, s. 64, ze zm.; Dz.Urz. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 6, t. 6, s. 356)
- dyrektywa 2003/87/WE – dyrektywa 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 13.10.2003 r. ustanawiająca system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych w Unii oraz zmieniająca dyrektywę Rady 96/61/WE (Dz.Urz. UE L 275, s. 32, ze zm.; Dz.Urz. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 15, t. 7, s. 631)
- dyrektywa 2003/124/WE – dyrektywa Komisji 2003/124/WE z 22.12.2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji

- manipulacji na rynku (Dz.Urz. UE L 339, s. 70, ze zm.; Dz.Urz. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 6, t. 6, s. 348), nie obowiązuje
- dyrektywa 2004/25/WE (dyrektywa o przejściach)
- dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L 142, s. 12, ze zm.; Dz.Urz. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 17, t. 2, s. 20)
- dyrektywa 2004/39/WE
- dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.Urz. UE L 145, s. 1, ze zm.; Dz.Urz. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 6, t. 7, s. 263)
- dyrektywa 2004/109/WE
- dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15.12.2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 390, s. 38, ze zm.)
- dyrektywa 2007/64/WE
- dyrektywa 2007/64/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 13.11.2007 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego zmieniająca dyrektywy 97/7/WE, 2002/65/WE, 2005/60/WE i 2006/48/WE i uchylająca dyrektywę 97/5/WE (Dz.Urz. UE L 319 z 5.12.2007, s. 1, ze zm.), nie obowiązuje/zastąpiona dyrektywą 2015/2366
- dyrektywa 2012/30/UE
- dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/30/UE z 25.10.2012 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.Urz. UE L 315, s. 74, ze zm.), nie obowiązuje
- dyrektywa 2013/34/UE
- dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z 26.06.2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG (Dz.Urz. UE L 182, s. 19, ze zm.)
- dyrektywa 2015/2366
- dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z 25.11.2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE (Dz. Urz. UE L 337, s. 35, ze zm.)

dyrektywa 2015/2392	– dyrektywa wykonawcza Komisji (UE) 2015/2392 z 17.12.2015 r. w sprawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do zgłaszania właściwym organom rzeczywistych lub potencjalnych naruszeń tego rozporządzenia (Dz.Urz. UE L 332, s. 126)
k.c.	– ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2020 r. poz. 1740 ze zm.)
k.k.	– ustawa z 6.06.1997 r. – Kodeks karny (Dz.U. z 2020 r. poz. 1444 ze zm.)
Konstytucja RP	– Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2.04.1997 r. (Dz.U. Nr 78, poz. 483 ze zm.)
Konwencja	– Konwencji o Ochronie Praw Człowieka i Podstawowych Wolności z 4.11.1950 r. (Dz.U. z 1993 r. Nr 61, poz. 284 ze zm.)
KPP	– Karta praw podstawowych Unii Europejskiej (Dz.Urz. UE C 202 z 7.06.2016, s. 389)
k.r.o.	– ustawa z 25.02.1964 r. – Kodeks rodzinny i opiekuńczy (Dz.U. z 2020 r. poz. 1359)
k.s.h.	– ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2020 r. poz. 1526 ze zm.)
MAD I	– dyrektywa 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. UE L 96, s. 16, ze zm.; Dz.Urz. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 6, t. 4, s. 367), nie obowiązuje
MAD II	– dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z 16.04.2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (Dz.Urz. UE L 173, s. 179)
MAR	– 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 z 12.06.2014, s. 1, ze zm.)
MiFIR	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 173, s. 84, ze zm.)
MiFID II	– dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L 173, s. 349, ze zm.)
RODO	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z 27.04.2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku

- z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (Dz.Urz. UE L 119, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10.08.2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz.Urz. UE L 241, s. 1)
- rozporządzenie – rozporządzenie Komisji (UE) nr 1031/2010 z 12.11.2010 r. w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych w Unii (Dz.Urz. UE L 302, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z 24.11.2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.Urz. UE L 331, s. 84, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 182/2011 z 16.02.2011 r. ustanawiające przepisy i zasady ogólne dotyczące trybu kontroli przez państwa członkowskie wykonywania uprawnień wykonawczych przez Komisję (Dz.Urz. UE L 55, s. 13)
- rozporządzenie – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1227/2011 z 25.10.2011 r. w sprawie integralności i przejrzystości hurtowego rynku energii (Dz.Urz. UE L 326, s. 1)
- rozporządzenie – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z 14.03.2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz.Urz. UE L 86, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z 4.07.2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.Urz. UE L 201, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 176, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/347 z 10.03.2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do

- określonego formatu list osób mających dostęp do informacji poufnych i ich aktualizacji zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 65, s. 49)
- rozporządzenie – rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/378 z 11.03.2016 r.
2016/378 ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do terminów, formatu i wzoru powiadomień składanych do właściwych organów zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 72, s. 1)
- rozporządzenie – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/522 z 17.12.2015 r.
2016/522 uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w kwestiach dotyczących wyłączenia niektórych organów publicznych i banków centralnych państw trzecich, okoliczności wskazujących na manipulację na rynku, progów powodujących powstanie obowiązku podania informacji do wiadomości publicznej, właściwych organów do celów powiadomień o opóźnieniach, zgody na obrót w okresach zamkniętych oraz rodzajów transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze podlegających obowiązkowi powiadomienia (Dz.Urz. UE L 88 z 2016 r., s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/523 z 10.03.2016 r.
2016/523 ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do formatu i wzoru do celów powiadamiania o transakcjach dokonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze i podawania tych transakcji do wiadomości publicznej zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 88, s. 19)
- rozporządzenie – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/908 z 26.02.2016 r.
2016/908 uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 przez ustanowienie regulacyjnych standardów technicznych określających kryteria, procedurę i wymogi w zakresie ustanawiania przyjętej praktyki rynkowej oraz wymogi dotyczące jej podtrzymania, zakończenia lub zmiany warunków jej dopuszczenia (Dz.Urz. UE L 153, s. 3, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/909 z 1.03.2016 r.
2016/909 uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących treści powiadomień przedkładanych właściwym organom oraz sporządzania, publikowania i przechowywania wykazu powiadomień (Dz.Urz. UE L 153, s. 13)
- rozporządzenie – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/957 z 9.03.2016 r.
2016/957 uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących właściwych rozwiązań, systemów i procedur oraz

- formularzy powiadomienia stosowanych w celu zapobiegania praktykom stanowiącym nadużycie lub podejrzanym zleceniom i transakcjom, ich wykrywania i zgłaszania (Dz.Urz. UE L 160, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/958 z 9.03.2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów (Dz.Urz. UE L 160, s. 15, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/959 z 17.05.2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne badań rynku w odniesieniu do rozwiązań i wzorów formularzy powiadomienia na potrzeby uczestników rynku ujawniających informacje oraz formatu zapisów zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 160, s. 23)
- rozporządzenie – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/960 z 17.05.2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych służących określeniu właściwych rozwiązań, systemów i procedur obowiązujących uczestników rynku ujawniających informacje w trakcie badań rynku (Dz.Urz. UE L 160, s. 29)
- rozporządzenie – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z 8.06.2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiarów wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 171, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1033 z 23.06.2016 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych, rozporządzenie (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku oraz rozporządzenie (UE) nr 909/2014 w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych (Dz.Urz. UE L 175, s. 1)
- rozporządzenie – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/1052 z 8.03.2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących warunków mających zastosowanie do programów odkupu i środków stabilizacji (Dz.Urz. UE L 173, s. 34, ze zm.)

-
- rozporządzenie 2016/1055 – rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1055 z 29.06.2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do technicznych warunków właściwego podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych i opóźniania podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 173, s. 47)
- rozporządzenie 2017/1129 – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.06.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. UE L 168, s. 12, ze zm.)
- rozporządzenie 2018/292 – rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2018/292 z 26.02.2018 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do procedur i wzorów na potrzeby spoczywającego na właściwych organach obowiązku wymiany informacji i udzielania pomocy zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (Dz.Urz. UE L 55, s. 34)
- rozporządzenie 2019/2115 – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2115 z 27.11.2019 r. zmieniające dyrektywę 2014/65/UE oraz rozporządzenia (UE) nr 596/2014 i (UE) 2017/1129 w odniesieniu do promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP (Dz.Urz. UE L 320, s. 1)
- rozporządzenie inf.bież. – rozporządzenie Ministra Finansów z 29.03.2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. poz. 757 ze zm.)
- rozporządzenie inf.bież.2009 – rozporządzenie Ministra Finansów z 19.02.2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. z 2014 r. poz. 133 ze zm.), nie obowiązuje
- TFUE – Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz.Urz. UE C 202 z 7.06.2016, s. 47, ze zm.)
- TUE – Traktat o Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz.Urz. UE C 202 z 7.06.2016, s. 13)
- u.n.r.f. – ustawa z 21.07.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2020 r. poz. 2059 ze zm.)
- u.n.r.k. – ustawa z 29.07.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2020 r. poz. 1400 ze zm.)
-

- u.o.i.f. – ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2021 r. poz. 328 ze zm.)
- u.o.p. – ustawa z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2020 r. poz. 2080 ze zm.)
- Wytyczne EUNGiPW – Wytyczne Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) z 20.10.2016 r. dotyczące rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku, https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Informacje_dla_podmiotow_nadzorowanych/mar/Wytyczne_ESMA

Czasopisma i zbiory orzecznictwa

- EPS – Europejski Przegląd Sądowy
- MoP – Monitor Prawniczy
- OTK-A – Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego, Seria A
- PiP – Państwo i Prawo
- PPH – Przegląd Prawa Handlowego
- PS – Przegląd Sądowy
- TPP – Transformacje Prawa Prywatnego

Organy, instytucje i inne

- CESR – Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (ang. Committee of European Securities Regulators)
- EUNGiPW – Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ang. ESMA)
- ESPI – Elektroniczny System Przekazywania Informacji
- FIZ – fundusz inwestycyjny zamknięty
- GPW – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
- KE – Komisja Europejska
- KNF – Komisja Nadzoru Finansowego
- MŚP – sektor małych i średnich przedsiębiorstw
- MTF – wielostronna platforma obrotu
- NSA – Naczelny Sąd Administracyjny
- OTF – zorganizowana platforma obrotu
- PPR – przyjęte praktyki rynkowe
- RTS – regulacyjne standardy techniczne (*Regulatory Technical Standards*)
- TK – Trybunał Konstytucyjny
- TS – Trybunał Sprawiedliwości UE
- UKNF – Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
- WSA – wojewódzki sąd administracyjny

PRZEDMOWA DO WYDANIA DRUGIEGO

Niniejsza publikacja stanowi drugie, **poszerzone i zaktualizowane** wydanie praktycznego komentarza do rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE – dalej: rozporządzenie **MAR**.

Rozporządzenie MAR zaczęło bezpośrednio stosować w całej Unii Europejskiej z dniem 3.07.2016 r., a zatem niemal pięć lat temu. W tym czasie polski ustawodawca dostosował stan prawny do rozporządzenia MAR, znosząc tymczasowy dualizm prawny, wynikający z równoległego stosowania MAR oraz dotychczasowych przepisów ustaw tworzących polskie prawo rynku kapitałowego niepozostających w sprzeczności z MAR. Swoje stanowiska oraz praktyczne wyjaśnienia w zakresie stosowania rozporządzenia MAR oraz jego relacji do aktów prawa krajowego opublikował Urząd Komisji Nadzoru Finansowego. Pojawiły się wypowiedzi doktryny oraz przedstawicieli praktyki dotyczące komentowanej regulacji, w tym wypowiedzi doktryny zagranicznej¹. Zabiegi te pozwoliły usunąć przynajmniej część wątpliwości emitentów dotyczących postępowania z informacjami poufnymi. Niemniej jednak wiele wątpliwości w zakresie wykładni i stosowania rozporządzenia MAR pozostaje aktualnych z uwagi na jego niejednolity charakter. O ile rozporządzenie unijne powinno być zasadniczo bezpośrednio stosowane, to MAR zawiera szereg przepisów, które wymagają *sui generis* implementacji do porządków prawnych przez państwa członkowskie UE. Tym samym programowe założenie dotyczące autonomicznej wykładni MAR (jak każdego rozporządzenia unijnego) w oderwaniu i bez przybliżenia rozwiązań prawnych obowiązujących w poszczególnych państwach członkowskich pozostaje pod wieloma względami jedynie postulatem. Szanując autonomiczność rozporządzenia MAR, przyjęliśmy w komentarzu podejście praktyczne względem czytelników polskich, tj. tam, gdzie to możliwe, przywołujemy stosowne przepisy prawa polskiego, dokonując ich

¹ W szczególności komentarz o MAR: *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, red. M. Ventrizzo, S. Mock, Oxford 2017. Zob. też E.J. Swan, J. Virgo, *Market Abuse Regulation. Third Edition*, Oxford 2019 – publikacja stanowi omówienie wybranych elementów dotyczących MAR z uwzględnieniem prawa angielskiego, przy czym nie stanowi komentarza do MAR. Ogólnie także N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition*, Oxford 2016.

interpretacji i zauważając potencjalne problemy prawne. Niezależnie od powyższego warto zwrócić uwagę na możliwy dualizm w zakresie podejścia do nadużyć na rynku stosowanego przez Wielką Brytanię, która 1.02.2020 r. przestała być państwem członkowskim UE.

Rok 2021, w którym przypada piąta rocznica rozpoczęcia stosowania MAR, to dobry czas na podsumowanie praktyki stosowania rozporządzenia MAR, zwłaszcza w kontekście jego art. 38. Przekazujemy zatem drugie, uzupełnione wydanie Komentarza do MAR. Zawarliśmy w nim nasze przemyślenia dotyczące stosowania rozporządzenia MAR oraz wnioski z obserwacji dotychczasowej praktyki obrotu. Komentarz uwzględnia także zmiany MAR wynikające z rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.06.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE, zwane małą nowelizacją MAR.

Z satysfakcją odnotowujemy, że teza zaprezentowana przez nas w pierwszym wydaniu Komentarza, dotycząca ewolucyjnego, a nie rewolucyjnego podejścia prawodawcy unijnego, oraz, co za tym idzie, organów nadzoru państw członkowskich (w szczególności KNF) do reżimu raportowania informacji poufnych, okazała się trafna. Podobnie jak druga teza – że emitenci nie muszą obawiać się MAR, ale podejść do nowych obowiązków racjonalnie i zdroworozsądkowo, wzmacniając świadomość prawną. Dotychczasowe doświadczenia pokazują dobitnie, że regulacja MAR nie jest zagrożeniem ani dla emitentów, ani dla rynku kapitałowego, zaś organ nadzoru nie karze za każde najdrobniejsze naruszenie, nadając sankcjom wymiar adekwatny, efektywny i proporcjonalny.

Z uwagą obserwujemy obecnie naturalny proces kształtowania się praktyki stosowania rozporządzenia MAR, w niektórych aspektach już ugruntowanej, ale również jego planowaną rewizję i zamierzone, głębsze niż wprowadzone od stycznia 2021 r., zmiany². Wyrażamy nadzieję, że niniejsze wydanie Komentarza będzie pomocne w tworzeniu dobrej praktyki w tym zakresie – zarówno wśród emitentów, jak też wśród ich doradców.

Autorzy

Warszawa, maj 2021 r.

² Zob. Raport Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (EUNGiPW, ang. ESMA) z 23.09.2020 r., „MAR Review Report”. Raport dostępny na stronie internetowej: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-outcomes-mar-review> (dostęp: 12.01.2021 r.); dalej: Raport dotyczący MAR.

ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) NR 596/2014

z dnia 16 kwietnia 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

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

(Dz.Urz. UE L 173 z 12.06.2014 r., s. 1; zm.: Dz.Urz. UE L 171, z 29.06.2016, s. 1; Dz.Urz. UE L 175 z 30.06.2016, s. 1; Dz.Urz. UE L 287 z 21.10.2016, s. 320; Dz.Urz. UE L 254 z 2018, s. 19; Dz.Urz. UE L 320 z 11.12.2019, s. 1)

**PARLAMENT EUROPEJSKI I RADA UNII EUROPEJSKIEJ,
uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w szczególności jego
art. 114,
uwzględniając wniosek Komisji Europejskiej,
po przekazaniu projektu aktu ustawodawczego parlamentom narodowym,
uwzględniając opinię Europejskiego Banku Centralnego¹,
uwzględniając opinię Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego²,**

¹ Dz.Urz. C 161 z 7.06.2012, s. 3.

² Dz.Urz. C 181 z 21.06.2012, s. 64.

stanowiąc zgodnie ze zwykłą procedurą ustawodawczą³,
a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Prawdziwy rynek wewnętrzny usług finansowych ma decydujące znaczenie dla wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy w Unii.
- (2) Spójność, efektywność i przejrzystość rynku finansowego wymaga integralności rynku. Sprawne działanie rynków papierów wartościowych oraz zaufanie społeczne do rynków to warunki niezbędne do wzrostu gospodarczego i dobrobytu. Nadużycia na rynku mają negatywny wpływ na integralność rynków finansowych oraz zaufanie społeczne do papierów wartościowych i instrumentów pochodnych.
- (3) W dyrektywie 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady⁴ uzupełniono i zaktualizowano unijne ramy prawne mające chronić integralność rynku. Jednak ze względu na zmiany legislacyjne, rynkowe i technologiczne, jakie zaszły od czasu wejścia w życie tej dyrektywy, które przyniosły znaczne modyfikacje w otoczeniu finansowym, dyrektywę tę należy obecnie zastąpić. Nowy instrument ustawodawczy jest także potrzebny, aby zapewnić jednolite zasady i jasność kluczowych pojęć oraz jednolity zbiór przepisów, zgodnie z wnioskami ze sprawozdania z dnia 25 lutego 2009 r. sporządzonego przez grupę wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE, pod przewodnictwem Jacquesa de Larosière'a („grupa de Larosière’a”).
- (4) Potrzebne jest ustanowienie bardziej jednolitych i wyraźniejszych ram w celu zachowania integralności rynku, uniknięcia ewentualnego arbitrażu regulacyjnego, zapewnienia nieuchronności poniesienia odpowiedzialności w przypadku usiłowania manipulacji oraz zwiększenia pewności prawa i zmniejszenia złożoności przepisów regulacyjnych dla uczestników rynku. Niniejsze rozporządzenie ma w istotnej mierze przyczynić się do właściwego funkcjonowania rynku wewnętrznego i dlatego też jego podstawą powinien być art. 114 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE), tak jak jest to interpretowane zgodnie z utrwalonym orzecznictwem Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej.
- (5) W celu usunięcia pozostałych barier w handlu i znacznych zakłóceń konkurencji wynikających z rozbieżności między przepisami krajowymi oraz w celu zapobieżenia powstawaniu wszelkich dalszych wynikających stąd barier w handlu i znacznych zakłóceń konkurencji należy zatem przyjąć rozporządzenie ustanawiające bardziej jednolitą interpretację unijnych ram dotyczących nadużyć na rynku, jasniej określającą zasady mające zastosowanie we wszystkich państwach członkowskich. Nadanie formy rozporządzenia wymogom dotyczącym

³ Stanowisko Parlamentu Europejskiego z 10.09.2013 r. (dotychczas nieopublikowane w Dzienniku Urzędowym) i decyzja Rady z 14 kwietnia 2014 r.

⁴ Dyrektywa 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. UE L 96 z 12.04.2003, s. 16).

zwalczania nadużyć na rynku zapewni bezpośrednie stosowanie tych wymogów. Powinno to zapewnić jednolite warunki, zapobiegając rozbieżnościom między wymogami krajowymi, jakie mogą wystąpić w wyniku transpozycji dyrektywy. Niniejsze rozporządzenie wymagać będzie przestrzegania tych samych zasad przez wszystkie osoby w całej Unii. Ograniczy ono także złożoność przepisów i koszty ich przestrzegania ponoszone przez przedsiębiorstwa, szczególnie przedsiębiorstwa prowadzące działalność transgraniczną, oraz przyczyni do wyeliminowania zakłóceń konkurencji.

- (6) W komunikacie Komisji z dnia 25 czerwca 2008 r. w sprawie programu „Small Business Act” dla Europy wezwano Unię oraz państwa członkowskie do opracowania przepisów w celu ograniczenia obciążeń administracyjnych, dostosowania prawodawstwa do potrzeb emitentów działających na rynkach dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), a także ułatwienia dostępu tych emitentów do finansowania. Szereg przepisów dyrektywy 2003/6/WE nakłada na emitentów, szczególnie tych, których instrumenty finansowe dopuszczono do obrotu na rynkach rozwoju MŚP, obciążenia administracyjne, które powinny zostać ograniczone.
- (7) Nadużycie na rynku to pojęcie obejmujące bezprawne zachowanie na rynkach finansowych, a do celów niniejszego rozporządzenia należy je rozumieć jako wykorzystywanie informacji poufnych, bezprawne ujawnianie informacji poufnych oraz manipulacje na rynku. Zachowanie takie uniemożliwia pełną i właściwą przejrzystość rynku, która stanowi warunek konieczny do umożliwienia wszystkim podmiotom gospodarczym obrotu na zintegrowanych rynkach finansowych.
- (8) Zakres dyrektywy 2003/6/WE koncentruje się na instrumentach finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub instrumentach finansowych będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym. W ostatnich latach jednak w coraz większym stopniu prowadzi się obrót instrumentami finansowymi na wielostronnych platformach obrotu (MTF). Istnieją również instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu jedynie na innych rodzajach zorganizowanych platform obrotu (OTF) oraz jedynie poza rynkiem regulowanym (OTC). Zakres niniejszego rozporządzenia powinien zatem obejmować wszelkie instrumenty finansowe będące w obrocie na rynku regulowanym, MTF lub OTF oraz wszelkie inne zachowania lub działania, które mogą mieć wpływ na taki instrument finansowy, niezależnie od tego, czy mają one miejsce w systemie obrotu. W przypadku niektórych rodzajów MTF, które – podobnie jak rynki regulowane – pomagają przedsiębiorstwom finansować działalność gospodarczą poprzez emisję akcji, zakaz nadużyć na rynku ma zastosowanie również w przypadku instrumentów finansowych będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku. Dlatego też zakres niniejszego rozporządzenia powinien obejmować instrumenty finansowe będące przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu

na MTF. Powinno to poprawić ochronę inwestorów, zabezpieczyć integralność rynków oraz zapewnić, by nadużycia na rynku związane z tymi instrumentami były bezwzględnie zakazane.

- (9) Dla celów przejrzystości operatorzy rynku regulowanego, MTF lub OTF powinni niezwłocznie przekazywać właściwemu organowi dane dotyczące instrumentów finansowych, które zostały dopuszczone do obrotu, które są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu lub które są przedmiotem obrotu w systemie obrotu. Należy dokonać drugiego powiadomienia, kiedy dany instrument przestaje być dopuszczony do obrotu. Te obowiązki powinny mieć zastosowanie również do instrumentów finansowych będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu w ich systemie obrotu, oraz do instrumentów finansowych, które dopuszczono do obrotu przed wejściem w życie niniejszego rozporządzenia. Powiadomienia powinny być składane do Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (EUNGiPW) przez właściwe organy, a EUNGiPW powinien publikować wykaz wszystkich zgłoszonych instrumentów finansowych. Niniejsze rozporządzenie stosuje się do instrumentów finansowych niezależnie od tego, czy figurują one w wykazie publikowanym przez EUNGiPW.
- (10) Niektóre instrumenty finansowe niebędące przedmiotem obrotu w systemie obrotu mogą być wykorzystywane do nadużyć na rynku. Obejmuje to instrumenty finansowe, których cena lub wartość zależy od instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu w systemie obrotu lub ma na nie wpływ lub których obrót ma wpływ na cenę lub wartość innych instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu w systemie obrotu. Przykładem sytuacji, w której instrumenty takie mogą być wykorzystane do celów nadużycia na rynku, są informacje poufne dotyczące akcji lub obligacji, które mogą być wykorzystane do zakupu instrumentów pochodnych od tych akcji lub obligacji, lub indeksu, którego wartość zależy od tych akcji lub obligacji. Jeżeli cena instrumentu finansowego jest wykorzystywana jako cena referencyjna, to instrument pochodny będący przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym może być wykorzystany do uzyskania korzyści z manipulowania cenami lub do manipulowania cenami instrumentu finansowego będącego przedmiotem obrotu w systemie obrotu. Inny przykład to planowana emisja kolejnej transzy papierów wartościowych, które w innej sytuacji nie byłyby objęte zakresem niniejszego rozporządzenia, lecz obrót tymi papierami wartościowymi może wpływać na cenę lub wartość papierów wartościowych notowanych na rynku regulowanym objętych zakresem niniejszego rozporządzenia. Niniejsze rozporządzenie obejmuje również sytuację, w której cena lub wartość instrumentu będącego przedmiotem obrotu w systemie obrotu zależy od instrumentu będącego przedmiotem obrotu OTC. Ta sama zasada powinna mieć zastosowanie do kontraktów towarowych na rynku kasowym, których cena bazuje na cenie instrumentu pochodnego, a także do zakupu

kontraktów towarowych na rynku kasowym będących odniesieniem dla instrumentów finansowych.

- (11) Obrót papierami wartościowymi lub instrumentami powiązanymi w celu stabilizacji papierów wartościowych lub obrót akcjami własnymi w ramach programów odkupu może być uzasadniony ze względów gospodarczych i należy go zatem w określonych okolicznościach wyłączyć z zakazu nadużyć na rynku, pod warunkiem że dane działania prowadzone są z zachowaniem niezbędnej przejrzystości i ujawniane są odpowiednie informacje dotyczące stabilizacji lub programu odkupu.
- (12) Obrót akcjami własnymi w ramach programów odkupu i stabilizacji instrumentu finansowego, które nie zostały objęte wyłączeniami na mocy niniejszego rozporządzenia, nie powinien być jako taki uważany za stanowiący nadużycie na rynku.
- (13) Państwa członkowskie, członkowie Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC), ministerstwa i inne agencje oraz spółki celowe jednego lub kilku państw członkowskich, a także Unia i niektóre inne organy publiczne lub osoby działające w ich imieniu nie powinny być ograniczane w prowadzeniu polityki pieniężnej, dewizowej lub zarządzania długiem publicznym, jeżeli ich działania są podejmowane w interesie publicznym i wyłącznie w celu prowadzenia wspomnianej polityki. Również transakcje, zlecenia ani zachowania Unii, spółki celowej jednego lub kilku państw członkowskich, Europejskiego Banku Inwestycyjnego, Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej, Europejskiego Mechanizmu Stabilności lub międzynarodowej instytucji finansowej utworzonej przez przynajmniej dwa państwa członkowskie nie powinny być ograniczone w gromadzeniu funduszy i świadczeniu pomocy finansowej ich członkom. Takie wyłączenie z zakresu niniejszego rozporządzenia można zgodnie z niniejszym rozporządzeniem rozszerzyć na niektóre organy publiczne mające za zadanie zarządzanie długiem publicznym lub interweniujące w tym zarządzaniu, a także na banki centralne państw trzecich. Jednocześnie tych wyłączeń dotyczących polityki pieniężnej, dewizowej lub zarządzania długiem publicznym nie należy rozszerzać na przypadki, gdy te organy publiczne dokonują transakcji, składają zlecenia lub podejmują zachowania, inne niż służące realizacji wspomnianej polityki, lub gdy osoby pracujące dla tych organów dokonują transakcji, składają zlecenia lub podejmują zachowania na własny rachunek.
- (14) Racjonalni inwestorzy opierają swoje decyzje inwestycyjne na informacjach, którymi już dysponują, tj. na informacjach dostępnych *ex ante*. Na pytanie, czy podejmując decyzję inwestycyjną, racjonalny inwestor prawdopodobnie wziąłby pod uwagę określoną informację, należy więc odpowiedzieć na podstawie informacji dostępnych *ex ante*. Ocena taka musi uwzględniać spodziewany wpływ informacji w świetle całokształtu powiązanej działalności emitenta, niezawodność źródła informacji oraz wszelkie inne zmienne rynkowe, które

w danych okolicznościach mogą wpłynąć na instrumenty finansowe, powiązane kontrakty towarowe na rynku kasowym lub produkty sprzedawane na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji.

- (15) Informacje *ex post* mogą służyć do sprawdzenia przypuszczeń co do tego, czy informacje *ex ante* miały wpływ na cenę, nie mogą jednak służyć do podejmowania działań wobec osób, które wyciągnęły prawidłowe wnioski z dostępnych im informacji *ex ante*.
- (16) Jeżeli informacja poufna dotyczy procesu, który przebiega etapowo, zarówno każdy etap tego procesu, jak i cały proces mogą stanowić informacje poufne. Etap pośredni w długotrwałym procesie może sam w sobie stanowić zbiór okoliczności lub wydarzenie zaistniałe lub co do którego – w oparciu o ogólną ocenę czynników występujących w danym czasie – można realnie oczekiwać, że zaistnieje lub wystąpi. Pojęcia tego nie należy jednak interpretować w ten sposób, że należy uwzględnić istotność wpływu tego zbioru okoliczności lub tego wydarzenia na ceny danych instrumentów finansowych. Etap pośredni powinien być uznany za informację poufną, jeżeli sam w sobie spełnia kryteria określone w niniejszym rozporządzeniu w odniesieniu do informacji poufnych.
- (17) Informacja dotycząca wydarzenia lub zbioru okoliczności będących pośrednim etapem w długotrwałym procesie może dotyczyć na przykład stanu negocjacji w sprawie kontraktów, warunków wstępnie ustalonych podczas negocjacji w sprawie kontraktów, możliwości emisji instrumentów finansowych, warunków obrotu instrumentami finansowymi, wstępnych warunków emisji instrumentów finansowych lub rozważenia możliwości zakwalifikowania instrumentu finansowego do głównego indeksu lub skreślenia instrumentu finansowego z takiego indeksu.
- (18) Pewność prawa dla uczestników rynku należy zagwarantować poprzez bliższe określenie dwóch elementów kluczowych dla definicji informacji poufnych, tj. precyzyjnego charakteru tych informacji oraz istotności ich potencjalnego wpływu na ceny instrumentów finansowych, powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym lub produktów sprzedawanych na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji. W przypadku instrumentów pochodnych opartych na produktach energetycznych sprzedawanych w obrocie hurtowym za informacje poufne należy uznać w szczególności informacje, których ujawnienie jest wymagane zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1227/2011⁵.
- (19) Celem niniejszego rozporządzenia nie jest wprowadzenie zakazu prowadzenia przez akcjonariuszy i kierownictwo rozmów o charakterze ogólnym na temat danego emitenta, dotyczących działalności i sytuacji na rynku. Tego typu

⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1227/2011 z 25.10.2011 r. w sprawie integralności i przejrzystości hurtowego rynku energii (Dz.Urz. UE L 326 z 8.12.2011, s. 1).

stosunki mają zasadnicze znaczenie dla skutecznego funkcjonowania rynków i nie powinny być zakazane w drodze niniejszego rozporządzenia.

- (20) Rynki kasowe oraz powiązane rynki instrumentów pochodnych są ściśle współzależne i mają charakter globalny, zaś nadużycia na rynku mogą wystąpić na wszystkich rynkach oraz w różnych krajach, co może stwarzać istotne ryzyko systemowe. Jest tak zarówno w przypadku wykorzystywania informacji poufnych, jak i manipulacji na rynku. W szczególności informacja poufna z rynku kasowego może przynieść korzyść osobie zajmującej się obrotem na rynku finansowym. Informacja poufna w odniesieniu do towarowego instrumentu pochodnego powinna być zdefiniowana jako informacja, która zarówno odpowiada ogólnej definicji informacji poufnej w odniesieniu do rynków finansowych, jak i jest objęta wymogiem podawania do wiadomości publicznej zgodnie z przepisami ustawowymi lub wykonawczymi na szczeblu unijnym lub krajowym, zasadami rynkowymi, kontraktami lub zwyczajami na odpowiednich rynkach towarowych instrumentów pochodnych lub na rynkach kasowych. Przykładem takich zasad jest w szczególności rozporządzenie (UE) nr 1227/2011 w odniesieniu do rynku energii oraz inicjatywa ws. bazy danych organizacji międzybranżowych (JODI) w odniesieniu do ropy naftowej. Informacja taka może być podstawą decyzji uczestników rynku o zawarciu transakcji na towarowych instrumentach pochodnych lub powiązanych kontraktach towarowych na rynku kasowym, dlatego też powinna stanowić informację poufną, którą należy udostępniać publicznie, jeżeli występuje prawdopodobieństwo, że będzie mieć istotny wpływ na ceny takich instrumentów pochodnych lub powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym.

Ponadto strategie manipulacyjne można także rozszerzyć na rynki kasowe i rynki instrumentów pochodnych. Obrót instrumentami finansowymi, w tym towarowymi instrumentami pochodnymi, może służyć do manipulacji powiązanymi kontraktami towarowymi na rynku kasowym, a towarowe kontrakty na rynku kasowym mogą służyć do manipulacji powiązanymi instrumentami finansowymi. Zakaz manipulacji rynkowych powinien uwzględniać te współzależności. Rozszerzanie zakresu niniejszego rozporządzenia na zachowania, które nie dotyczą instrumentów finansowych, na przykład na obrót kontraktami towarowymi na rynku kasowym, które mają wpływ jedynie na rynek kasowy, jest jednak zarówno niezasadne, jak i niewykonalne. W konkretnym przypadku produktów energetycznych sprzedawanych w obrocie hurtowym właściwe organy powinny wziąć pod uwagę szczególne elementy definicji zawartych w rozporządzeniu (UE) nr 1227/2011, kiedy stosują zawarte w niniejszym rozporządzeniu definicje informacji poufnych, wykorzystywania informacji poufnych oraz manipulacji na rynku do instrumentów finansowych powiązanych z produktami energetycznymi sprzedawanymi w obrocie hurtowym.

- (21) Zgodnie z dyrektywą 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady⁶ Komisja, państwa członkowskie oraz inne oficjalnie wyznaczone organy są odpowiedzialne m.in. za techniczny aspekt wydawania uprawnień do emisji, ich bezpłatne przyznawanie kwalifikującym się sektorom przemysłu i nowym uczestnikom rynku, a ogólniej – za opracowywanie i wdrażanie unijnych ram polityki klimatycznej stanowiącej podstawę wydawania uprawnień do emisji nabywcom podlegającym unijnemu systemowi handlu uprawnieniami do emisji (EU ETS). Przy wykonywaniu tych obowiązków wspomniane organy publiczne mogą mieć dostęp m.in. do informacji niejawnych mających potencjalnie wpływ na kształtowanie się cen, a zgodnie z dyrektywą 2003/87/WE mogą być zobowiązane do wykonywania pewnych operacji rynkowych związanych z uprawnieniami do emisji. W konsekwencji klasyfikacji uprawnień do emisji jako instrumentów finansowych w ramach przeglądu dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady⁷ instrumenty te będą również objęte zakresem stosowania niniejszego rozporządzenia. W celu zachowania zdolności Komisji, państw członkowskich i innych oficjalnie wyznaczonych organów do opracowywania i wdrażania polityki klimatycznej Unii, działania tych organów publicznych powinny zostać wyłączone z zakresu stosowania niniejszego rozporządzenia, o ile są one podejmowane w interesie publicznym i bezpośrednio służą realizacji tej polityki oraz dotyczą uprawnień do emisji. Takie wyłączenie nie powinno mieć ujemnego wpływu na ogólną przejrzystość rynku, gdyż na tych organach publicznych spoczywa ustawowy obowiązek działania w sposób zapewniający zorganizowane, uczciwe i niedyskryminujące ujawnianie i dostęp do wszelkich nowych decyzji, zmian i danych, które mogą wpływać na ceny. Co więcej, w dyrektywie 2003/87/WE i przyjętych na jej podstawie środkach wykonawczych przewidziano zabezpieczenia uczciwego i niedyskryminującego ujawniania posiadanych przez organy publiczne szczegółowych informacji mogących mieć wpływ na ceny. Jednocześnie wyłączenie organów publicznych realizujących politykę klimatyczną Unii nie powinno dotyczyć przypadków, w których te organy publiczne prowadzą działania lub transakcje nie służące realizacji polityki klimatycznej Unii lub gdy osoby pracujące dla tych organów prowadzą takie działania lub dokonują transakcji na własny rachunek.
- (22) Zgodnie z art. 43 TFUE oraz do celów wdrożenia umów międzynarodowych zawartych na mocy TFUE Komisja, państwa członkowskie i inne oficjalnie

⁶ Dyrektywa 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 13.10.2003 r. ustanawiająca system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie oraz zmieniająca dyrektywę Rady 96/61/WE (Dz.Urz. UE L 275 z 25.10.2003, s. 32).

⁷ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1).

wyznaczone organy są odpowiedzialne m.in. za realizację wspólnej polityki rolnej oraz wspólnej polityki rybołówstwa. Wykonując te zadania, wspomniane organy publiczne podejmują działania i przyjmują środki mające na celu zarządzanie rynkami rolnymi i połowami, w tym polegające na interwencjach publicznych, nakładaniu dodatkowych opłat celnych lub ich zawieszaniu. Ze względu na zakres stosowania niniejszego rozporządzenia niektóre jego przepisy mające zastosowanie do kontraktów towarowych na rynku kasowym, które mają lub mogą mieć wpływ na instrumenty finansowe, oraz do instrumentów finansowych, których wartość zależy od wartości kontraktów towarowych na rynku kasowym i które mają lub mogą mieć wpływ na kontrakty towarowe na rynku kasowym, należy zapewnić brak ograniczeń w działaniach Komisji, państw członkowskich i innych organów oficjalnie wyznaczonych do realizacji wspólnej polityki rolnej i wspólnej polityki rybołówstwa. W celu zachowania zdolności Komisji, państw członkowskich i innych oficjalnie wyznaczonych organów do opracowywania i realizacji wspólnej polityki rolnej i wspólnej polityki rybołówstwa działania tych organów publicznych powinny zostać wyłączone z zakresu stosowania niniejszego rozporządzenia, o ile są one podejmowane w interesie publicznym i wyłącznie w ramach realizacji tych polityk. Takie wyłączenie nie powinno mieć ujemnego wpływu na ogólną przejrzystość rynku, gdyż na tych organach publicznych spoczywa ustawowy obowiązek działania w sposób zapewniający zorganizowane, uczciwe i niedyskryminujące ujawnianie i dostęp do wszelkich nowych decyzji, zmian i danych, które mogą wpływać na ceny. Jednocześnie wyłączenie organów publicznych działających w ramach wspólnej polityki rolnej i wspólnej polityki rybołówstwa nie powinno dotyczyć przypadków, w których te organy publiczne prowadzą działania lub transakcje niesłużące realizacji wspólnej polityki rolnej i wspólnej polityki rybołówstwa lub gdy osoby pracujące dla tych organów prowadzą takie działania lub transakcje na własny rachunek.

- (23) Podstawową cechą wykorzystywania informacji poufnych jest nieuczciwe uzyskiwanie korzyści z informacji poufnych ze szkodą dla osób trzecich niemających dostępu do takich informacji, co oznacza zagrożenie dla integralności rynków finansowych i dla zaufania inwestorów. W związku z tym zakaz wykorzystywania informacji poufnych powinien mieć zastosowanie, gdy osoba będąca w posiadaniu informacji poufnych nieuczciwie korzysta z przewagi płynącej z posiadania tych informacji, dokonując transakcji rynkowych w związku z tymi informacjami przez nabywanie lub zbywanie albo usiłowanie nabycia lub zbycia, anulowanie lub zmianę albo usiłowanie anulowania lub zmiany zlecenia nabycia lub zbycia, na własny rachunek lub na rzecz osoby trzeciej, pośrednio lub bezpośrednio, instrumentów finansowych, których dotyczą dane informacje. Wykorzystywanie informacji poufnych może również polegać na obrocie uprawnieniami do emisji i instrumentami pochodnymi oraz na składaniu ofert na aukcjach uprawnień do emisji lub innych produktów sprzedawanych na

aukcjach na podstawie uprawnień do emisji, zgodnie z rozporządzeniem Komisji (UE) nr 1031/2010⁸.

- (24) Jeżeli osoba prawna lub fizyczna będąca w posiadaniu informacji poufnych nabywa lub zbywa albo usiłuje nabyć lub zbyć, na własny rachunek lub na rzecz osoby trzeciej, pośrednio lub bezpośrednio, instrumenty finansowe, których dotyczą dane informacje, powinno istnieć domniemanie, że osoba ta wykorzystała te informacje. Domniemanie to nie narusza prawa do obrony. Pytanie, czy dana osoba naruszyła zakaz wykorzystywania informacji poufnych lub usiłowała wykorzystać informacje poufne, należy analizować w świetle celu niniejszego rozporządzenia, jakim jest ochrona integralności rynku finansowego i podnoszenie zaufania inwestorów, które z kolei opiera się na zapewnieniu inwestorom równych warunków działania i ochrony przed nadużywaniem informacji poufnych.
- (25) Zlecenia złożone zanim dana osoba weszła w posiadanie informacji poufnych nie powinny być uznawane za wykorzystywanie informacji poufnych. Jednak od chwili wejścia tej osoby w posiadanie informacji poufnych powinno istnieć domniemanie, że wszelkie związane z tymi informacjami zmiany w zleceniach złożonych przed wejściem w posiadanie takich informacji, w tym anulowanie lub zmiana zlecenia albo usiłowanie anulowania lub zmiany zlecenia, stanowi wykorzystywanie informacji poufnych. Domniemanie to można jednakże obalić, jeżeli dana osoba wykaże, że nie skorzystała z informacji poufnych, zawierając transakcję.
- (26) Wykorzystywanie informacji poufnych może polegać na nabywaniu lub zbywaniu instrumentu finansowego lub produktu sprzedawanego na aukcji na podstawie uprawnień do emisji lub na anulowaniu lub zmianie zlecenia albo na usiłowaniu nabycia lub zbycia instrumentu finansowego lub anulowania lub zmiany zlecenia przez osobę, która wie lub powinna wiedzieć, że dane informacje są informacjami poufnymi. Z tego względu właściwe organy powinny ocenić, co racjonalna osoba posiadająca przeciętną wiedzę wie lub powinna była wiedzieć w danych okolicznościach.
- (27) Niniejsze rozporządzenie należy interpretować w sposób spójny ze środkami przyjętymi przez państwa członkowskie w celu ochrony interesów posiadaczy zbywalnych papierów wartościowych dających prawa głosu w spółce (lub mogących dawać takie prawa w wyniku wykonania praw lub konwersji), kiedy spółka ta jest przedmiotem publicznej oferty przejęcia lub każdej innej proponowanej zmiany kontroli. W szczególności niniejsze rozporządzenie należy interpretować w sposób spójny z przepisami ustawowymi, wykonawczymi

⁸ Rozporządzenie Komisji (UE) nr 1031/2010 z 12.11.2010 r. w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie (Dz. Urz. UE L 302 z 18.11.2010, s. 1).

i administracyjnymi przyjętymi w odniesieniu do ofert przejęcia, transakcji łączenia i innych transakcji mających wpływ na własność lub kontrolę nad spółkami, nadzorowanych przez organy nadzoru wyznaczone przez państwa członkowskie na mocy art. 4 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady⁹.

- (28) Badań i szacunków sporządzonych na podstawie danych dostępnych publicznie nie należy uważać samych w sobie za informacje poufne, a sam fakt, iż dana transakcja jest przeprowadzana na podstawie badań czy szacunków, nie powinien być uznawany za wykorzystywanie informacji poufnych. Jednak na przykład w sytuacji, gdy publikacja lub rozpowszechnienie informacji jest rutynowo oczekiwane przez rynek i gdy taka publikacja lub takie rozpowszechnianie jest elementem procesu kształtowania cen instrumentów finansowych lub gdy informacje te przedstawiają opinie uznanego komentatora rynku lub instytucji, mogących mieć wpływ na ceny powiązanych instrumentów finansowych, informacje takie mogą stanowić informacje poufne. Podmioty rynkowe muszą zatem rozważyć zakres, w jakim dane informacje nie są dostępne publicznie, oraz potencjalny wpływ na instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu, zanim dane informacje zostaną opublikowane lub rozpowszechnione, by ustalić, czy obrót takimi instrumentami odbywałby się na podstawie informacji poufnych.
- (29) Aby uniknąć nieumyślnego zakazywania uprawnionych form działalności finansowej, czyli takich, przy których nie dochodzi do nadużyć na rynku, należy uznać pewne zachowania za prawnie dopuszczalne. Może to obejmować na przykład uznanie roli animatorów rynku, którzy działając zgodnie z przepisami prawa, zapewniają płynność papierom wartościowym notowanym na danym rynku.
- (30) Sam fakt, że animatorzy rynku lub osoby upoważnione do działania jako kontrahenci ograniczają się do prowadzenia działalności gospodarczej, co do której prowadzenia posiadają uprawnienie, polegającej na kupnie lub sprzedaży instrumentów finansowych, albo też że osoby upoważnione do realizacji zleceń w imieniu osób trzecich posiadających informacje poufne ograniczają się do sumiennego wykonania, anulowania lub zmiany zlecenia, nie powinien być uznawany za wykorzystywanie informacji poufnych. Jednak ustanowiona w niniejszym rozporządzeniu ochrona animatorów rynku, podmiotów upoważnionych do działania w charakterze kontrahentów lub osób upoważnionych do wykonywania zleceń w imieniu osób trzecich posiadających informacje poufne nie obejmuje działań wyraźnie zakazanych na mocy niniejszego rozporządzenia, w tym na przykład praktyki znanej jako „frontrunning” (dokonywanie

⁹ Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L 142 z 30.04.2004, s. 12).

własnych transakcji na podstawie wiedzy o zleceniach klientów). W przypadku gdy osoby prawne zastosowały wszelkie racjonalne środki, by zapobiec wystąpieniu nadużycia na rynku, jednak zatrudnione przez nie osoby fizyczne popełniają nadużycie na rynku w imieniu osoby prawnej, nie należy tego uznać za nadużycie na rynku popełnione przez daną osobę prawną. Innym przykładem sytuacji, której nie należy uznać za wykorzystywanie informacji poufnych, są transakcje prowadzone w celu wywiązania się z wcześniejszego zobowiązania, które stało się wymagalne. Sam fakt posiadania dostępu do informacji poufnych dotyczących innej spółki i wykorzystywanie ich w kontekście publicznej oferty przejęcia w celu uzyskania kontroli nad tą spółką lub dążenia do połączenia się z tą spółką nie powinien sam w sobie być uznany za wykorzystywanie informacji poufnych.

- (31) Ponieważ nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych koniecznie wymaga uprzedniej decyzji w sprawie nabycia lub zbycia, podjętej przez osobę dokonującą jednej z tych transakcji, sam fakt dokonania takiego nabycia lub zbycia nie powinien być uznawany za wykorzystanie informacji poufnych. Działanie na podstawie własnych planów i strategii handlowych nie powinno być uznawane za wykorzystywanie informacji poufnych. Jednak żadna z tych osób prawnych lub fizycznych nie powinna być chroniona z racji wykonywanego zawodu; powinny być one chronione tylko pod warunkiem, że działają we właściwy i odpowiedni sposób, spełniając zarówno standardy oczekiwane w ich zawodzie, jak i określone w niniejszym rozporządzeniu, czyli ochrony integralności rynku i inwestorów. Można uznać, że nastąpiło naruszenie, jeżeli właściwy organ ustali, że do wspomnianych transakcji, zleceń lub zachowań doszło z nieuprawnionego powodu lub że dana osoba wykorzystała informacje poufne.
- (32) Badania rynku to interakcje między sprzedającym instrumenty finansowe a co najmniej jednym potencjalnym inwestorem przed ogłoszeniem transakcji, mające na celu ocenę zainteresowania potencjalnych inwestorów możliwą transakcją oraz ustalenie jej ceny, wielkości i struktury. Badania rynku mogą obejmować pierwszą lub wtórną ofertę danych papierów wartościowych i różnią się od zwykłego obrotu oraz uzgadniania stanowisk emitentów, dotychczasowych akcjonariuszy i potencjalnych nowych inwestorów. Mogą przynosić w szczególności korzyści, kiedy brak jest zaufania do rynku lub odpowiedniego wskaźnika referencyjnego lub kiedy rynki są niestabilne. W związku z tym możliwość prowadzenia badań rynku jest istotna dla właściwego funkcjonowania rynków finansowych, a badań rynku jako takich nie należy uznawać za nadużycie na rynku.
- (33) Przykłady badań rynku obejmują sytuacje, w których przedsiębiorstwo sprzedające prowadziło z emitentem rozmowy na temat potencjalnej transakcji i postanowiło ocenić zainteresowanie potencjalnego inwestora, by określić warunki transakcji; kiedy emitent zamierza ogłosić finansowanie dłużne lub

dodatkową emisję akcji i przedsiębiorstwo sprzedające kontaktuje się z kluczowymi inwestorami, podając im pełne brzmienie warunków transakcji, by uzyskać zobowiązanie finansowe do udziału w transakcji; kiedy strona sprzedająca dąży do sprzedaży znacznego pakietu papierów wartościowych w imieniu inwestora i chce ocenić potencjalne zainteresowanie innych potencjalnych inwestorów tymi papierami wartościowymi.

- (34) Prowadzenie badań rynku może wymagać ujawnienia potencjalnym inwestorom informacji poufnych. Zazwyczaj możliwość osiągnięcia korzyści finansowych z obrotu w oparciu o informacje poufne przekazane w ramach badań rynku wystąpi tylko wtedy, gdy istnieje rynek instrumentu finansowego będącego przedmiotem badań rynku lub powiązanego instrumentu finansowego. Ze względu na harmonogram takich rozmów możliwe jest ujawnienie potencjalnemu inwestorowi informacji poufnych w czasie badań rynku już po tym, jak dany instrument finansowy zostanie dopuszczony do obrotu na rynku regulowanym lub zostanie wprowadzony do obrotu na MTF lub OTF. Przed zainicjowaniem badania rynku uczestnik rynku ujawniający informacje powinien ocenić, czy badanie to będzie się wiązać z ujawnieniem informacji poufnych.
- (35) Informację poufną należy uznać za ujawnioną w sposób uprawniony, jeżeli zostaje ujawniona w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków danej osoby. Jeżeli badanie rynku pociąga za sobą ujawnienie informacji poufnych, ujawniającego uczestnika rynku uzna się za działającego w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, jeżeli z chwilą ujawnienia informacji poinformuje on osobę, której ujawnia informacje, że może ona otrzymać informacje poufne, i uzyska od niej zgodę na jej otrzymanie, oraz poinformuje ją, że przepisy niniejszego rozporządzenia ograniczą jej możliwość dokonywania lub zlecania transakcji lub działania w oparciu o te informacje, że niezbędne jest podjęcie racjonalnych działań w celu bieżącej ochrony poufności informacji oraz że osoba ta musi poinformować ujawniającego uczestnika rynku o tożsamości wszystkich osób fizycznych i prawnych, którym informacje te są ujawniane w ramach opracowywania odpowiedzi na badanie rynku. Ujawniający uczestnik rynku powinien również wywiązać się z obowiązków, które zostaną określone szczegółowo w regulacyjnych standardach technicznych, dotyczących przechowywania danych dotyczących ujawnianych informacji. Nie powinno domniemywać się, że uczestnicy rynku nieprzestrzegający niniejszego rozporządzenia przy prowadzeniu badań rynku bezprawnie ujawnili informacje poufne, natomiast nie powinni oni mieć możliwości skorzystania z wyjątku przyznanego podmiotom, które postępowały zgodnie z tymi przepisami. Pytanie, czy naruszyli oni zakaz bezprawnego ujawniania informacji poufnych, należy analizować w świetle wszystkich stosownych przepisów niniejszego

rozporządzenia, a wszyscy ujawniający uczestnicy rynku powinni, zanim zainicjują badania rynku, podlegać obowiązkowi odnotowania na piśmie, czy w ich ocenie dane badanie rynku pociągnie za sobą ujawnienie informacji poufnych.

- (36) Potencjalni inwestorzy objęci badaniem rynku powinni z kolei ocenić, czy ujawnione im informacje stanowią informacje poufne uniemożliwiające im zawieranie transakcji na ich podstawie lub dalsze ujawnianie tych informacji. Potencjalni inwestorzy nadal podlegają zasadom dotyczącym wykorzystywania informacji poufnych i bezprawnego ujawniania informacji poufnych ustanowionym w niniejszym rozporządzeniu. W celu wsparcia potencjalnych inwestorów w tej ocenie oraz ustalenia, jakie działania powinni oni podjąć, by nie naruszyć niniejszego rozporządzenia, EUNGIPW powinien wydać wytyczne.
- (37) W rozporządzeniu (UE) nr 1031/2010 przewidziano dwa równoległe systemy dotyczące nadużyć na rynku, mające zastosowanie do sprzedaży uprawnień do emisji na aukcji. Jednakże w wyniku sklasyfikowania uprawnień do emisji jako instrumentów finansowych niniejsze rozporządzenie powinno stanowić jednolity zbiór przepisów w zakresie środków zwalczania nadużyć na rynku, mających zastosowanie do całokształtu pierwotnego i wtórnego rynku uprawnień do emisji. Niniejsze rozporządzenie powinno mieć także zastosowanie do zachowań lub transakcji, w tym ofert, dotyczących sprzedaży na aukcji platformie aukcyjnej zatwierdzonej jako rynek regulowany uprawnień do emisji lub innych produktów sprzedawanych na aukcji na podstawie uprawnień do emisji, nawet gdy produkty sprzedawane na aukcji nie są instrumentami finansowymi, zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1031/2010.
- (38) W niniejszym rozporządzeniu należy przewidzieć środki dotyczące manipulacji na rynku pozwalające na dostosowanie do nowych form obrotu lub nowych strategii stanowiących potencjalne nadużycia. W celu odzwierciedlenia faktu, że obrót instrumentami finansowymi staje się coraz bardziej zautomatyzowany, pożądane jest, aby w definicji manipulacji na rynku podać przykłady konkretnych strategii stanowiących nadużycia, które mogą zostać przeprowadzone za pomocą wszelkich dostępnych środków obrotu, w tym transakcji algorytmicznych i handlu wysokiej częstotliwości. Podane przykłady nie mają być ani wyczerpujące, ani też nie mają sugerować, jakoby te same strategie zrealizowane przy użyciu innych środków nie stanowiły nadużyć.
- (39) Zakazy nadużyć na rynku powinny również obejmować osoby współdziałające w popełnianiu nadużycia na rynku. Przykłady mogą obejmować m.in. pośredników opracowujących i rekomendujących strategię obrotu, której wynikiem ma być nadużycie na rynku, osoby zachęcające osobę posiadającą informacje poufne do ich bezprawnego ujawnienia lub osoby opracowujące oprogramowanie we współpracy z osobą zlecającą lub zawierającą transakcję na instrumentach finansowych w celu ułatwienia nadużycia na rynku.

- (40) Aby zapewnić możliwość pociągnięcia do odpowiedzialności zarówno osoby prawnej, jak i wszystkich osób fizycznych biorących udział w podejmowaniu decyzji przez osobę prawną, należy uznać poszczególne krajowe mechanizmy prawne występujące w państwach członkowskich. Takie mechanizmy powinny być zbieżne z metodami przypisywania odpowiedzialności w prawie krajowym.
- (41) Aby uzupełnić zakaz manipulacji na rynku, niniejsze rozporządzenie powinno obejmować zakaz usiłowania dokonywania manipulacji na rynku. Usiłowanie dokonania manipulacji na rynku należy odróżniać od zachowań, co do których istnieje prawdopodobieństwo, że doprowadzą do manipulacji na rynku, gdyż oba te działania są zakazane na mocy niniejszego rozporządzenia. Usiłowanie takie może obejmować sytuacje, w których dane działanie rozpoczęto, ale go nie dokończono, np. w wyniku niezadziałania technologii lub złożenia zlecenia transakcji, które nie zostało zrealizowane. Zakaz usiłowania dokonania manipulacji na rynku jest konieczny, by umożliwić właściwym organom nakładanie sankcji za takie usiłowanie.
- (42) Bez uszczerbku dla celu niniejszego rozporządzenia i jego przepisów mających bezpośrednie zastosowanie osoba zawierająca transakcje lub składająca zlecenia, które można uznać za stanowiące manipulację na rynku, może być w stanie wykazać, że zawierając takie transakcje lub wydając takie zlecenia, kierowała się uprawnionymi powodami, oraz że te transakcje i zlecenia były zgodne z praktyką przyjętą na danym rynku. Istnienie przyjętej praktyki rynkowej może ustalić wyłącznie właściwy organ odpowiedzialny za nadzorowanie nadużyć na danym rynku. Praktyki przyjętej na danym rynku nie można uznać za mającą zastosowanie do innych rynków, chyba że organy właściwe dla takich innych rynków oficjalnie zaakceptowały tę praktykę. Nadal możliwe jest uznanie, że doszło do naruszenia, jeżeli właściwy organ ustali istnienie nieuprawnionego powodu wykonania tych transakcji lub złożenia tych zleceń.
- (43) Niniejsze rozporządzenie powinno także wyjaśniać, iż manipulacja na rynku lub usiłowanie dokonania manipulacji na rynku dotyczącej instrumentu finansowego może przyjąć postać wykorzystywania powiązanych instrumentów finansowych, takich jak instrumenty pochodne będące w obrocie w innym systemie obrotu lub OTC.
- (44) Cena wielu instrumentów finansowych jest ustalana na podstawie wskaźników referencyjnych. Faktyczna manipulacja lub usiłowanie manipulacji wskaźnikami referencyjnymi, w tym międzybankowymi stopami procentowymi, może mieć poważny wpływ na zaufanie do rynku i przynieść znaczne straty dla inwestorów lub rzeczywiste zakłócenia w gospodarce. W celu zachowania integralności rynków oraz zagwarantowania właściwym organom możliwości egzekwowania wyraźnego zakazu manipulowania wskaźnikami referencyjnymi konieczne jest zatem wprowadzenie przepisów szczegółowych dotyczących wskaźników referencyjnych. Przepisy te powinny obejmować wszystkie publikowane wskaźniki referencyjne, w tym wskaźniki dostępne

w internecie zarówno nieodpłatnie, jak i za opłatą, takie jak wskaźniki referencyjne swapów ryzyka kredytowego (CDS) oraz indeksy indeksów. Należy uzupełnić ogólny zakaz manipulacji na rynku przez wprowadzenie zakazu manipulowania samym wskaźnikiem referencyjnym oraz przekazywania fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji, dostarczania fałszywych lub wprowadzających w błąd danych lub podejmowania jakichkolwiek innych działań stanowiących manipulację obliczaniem wskaźnika referencyjnego, jeżeli obliczanie to zdefiniowano szeroko, by obejmowało ono otrzymywanie i ocenę wszystkich danych dotyczących obliczania danego wskaźnika referencyjnego, a w szczególności danych przetworzonych, również jeśli chodzi o metodologię opracowywania wskaźnika referencyjnego, jeżeli jest ona w całości lub w części oparta na algorytmach lub na ocenie. Wskazane przepisy uzupełniają rozporządzenie (UE) nr 1227/2011, zakazujące celowego dostarczania fałszywych informacji przedsiębiorstwom, które dokonują szacowania cen lub sporządzają sprawozdania rynkowe dotyczące produktów energetycznych sprzedawanych w obrocie hurtowym, co prowadzi do wprowadzenia w błąd uczestników rynku działających na podstawie takich szacunków cen lub sprawozdań rynkowych.

- (45) Aby zapewnić jednolite warunki na rynku w systemach i platformach obrotu podlegających niniejszemu rozporządzeniu, od każdej osoby prowadzącej działalność na rynkach regulowanych, MTF i OTF powinno się wymagać ustanowienia i utrzymywania skutecznych rozwiązań, systemów i procedur mających na celu zapobieganie i wykrywanie manipulacji i praktyk stanowiących nadużycie.
- (46) Manipulacja lub usiłowanie manipulacji instrumentami finansowymi może również polegać na składaniu zleceń, które mogą nie zostać zrealizowane. Ponadto instrumentem finansowym można manipulować przez działania wykonywane poza systemem obrotu. Osoby zawodowo pośredniczące w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń powinny być zobowiązane do ustanowienia i utrzymywania skutecznych rozwiązań, systemów i procedur wykrywania i powiadamiania o podejrzanych transakcjach. Powinny one również powiadamiać o podejrzanych zleceniach i transakcjach mających miejsce poza systemem obrotu.
- (47) Manipulacja lub usiłowanie manipulacji instrumentami finansowymi może również polegać na rozpowszechnianiu fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji. Rozpowszechnianie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji może mieć istotny wpływ na ceny instrumentów finansowych w stosunkowo krótkim okresie. Może obejmować tworzenie ewidentnie fałszywych informacji, ale również umyślne pomijanie istotnych faktów, a także świadomie niedokładne podawanie informacji. Ten rodzaj manipulacji na rynku jest szczególnie szkodliwy dla inwestorów, ponieważ powoduje on, że opierają oni swoje decyzje inwestycyjne na nieprawdziwych lub nierzetelnych informacjach.

Jest to szkodliwe także w stosunku do emitentów, ponieważ ogranicza to zaufanie wobec dostępnych na ich temat informacji. Brak zaufania do rynku może z kolei zagrozić możliwości emisji przez emitenta nowych instrumentów finansowych lub uzyskiwania kredytu od innych uczestników rynku w celu sfinansowania działalności. Informacje rozchodzą się bardzo szybko na rynku. W rezultacie szkody ponoszone przez inwestorów i emitentów mogą utrzymywać się stosunkowo długo, aż do momentu, gdy okaże się, że informacje są fałszywe lub wprowadzające w błąd, a emitent lub osoby odpowiedzialne za ich rozpowszechnianie będą mogły je skorygować. Konieczne jest zatem zakwalifikowanie rozpowszechniania informacji fałszywych lub wprowadzających w błąd, w tym pogłosek oraz fałszywych lub wprowadzających w błąd wiadomości, jako naruszeń niniejszego rozporządzenia. Nie należy więc pozwalać na to, aby osoby działające na rynkach finansowych swobodnie wyrażały informacje sprzeczne z ich własną opinią lub zdrowym rozsądkiem, co do których wiedzą lub powinny wiedzieć, że są one fałszywe lub wprowadzające w błąd, ze szkodą dla inwestorów i emitentów.

- (48) Ze względu na coraz powszechniejsze korzystanie ze stron internetowych, blogów i mediów społecznościowych ważnym jest wskazanie, że rozpowszechnianie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji za pomocą internetu, w tym na stronach mediów społecznościowych lub anonimowych blogach, powinno być traktowane do celów niniejszego rozporządzenia jako równoważne takim działaniom prowadzonym za pośrednictwem bardziej tradycyjnych kanałów komunikacji.
- (49) Podanie do wiadomości publicznej informacji poufnych przez emitenta jest konieczne do zapobiegania wykorzystywaniu informacji poufnych oraz do zapewnienia niewprowadzania inwestorów w błąd. Należy więc wymagać od emitentów, aby jak najszybciej podawali oni do wiadomości publicznej informacje poufne. W szczególnych okolicznościach obowiązek ten może jednak szkodzić uzasadnionym interesom emitenta. W takich sytuacjach opóźnienie w podaniu do wiadomości publicznej informacji poufnej powinno być dozwolone, pod warunkiem że opóźnienie to prawdopodobnie nie wprowadzi opinii publicznej w błąd, zaś emitent jest w stanie zapewnić poufność danych informacji. Emitent ma obowiązek ujawnienia informacji poufnych wyłącznie wtedy, gdy instrumenty finansowe są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu lub zostały dopuszczone do obrotu.
- (50) Do celów stosowania wymogów dotyczących podawania informacji poufnych do wiadomości publicznej i opóźniania podawania takich informacji do wiadomości publicznej, co przewidziano w niniejszym rozporządzeniu, uzasadnione interesy mogą w szczególności odnosić się do następujących okoliczności, których katalog ma niewyczerpujący charakter:
 - a) toczące się negocjacje lub kwestie z nimi związane, jeżeli publiczne ujawnienie może prawdopodobnie wpłynąć na ich wynik lub normalny przebieg.

W szczególności w sytuacji, gdy kondycja finansowa emitenta jest poważnie i bezpośrednio zagrożona, a nie mają zastosowania przepisy dotyczące upadłości, podanie informacji do wiadomości publicznej może zostać opóźnione na określony czas, jeżeli takie podanie do wiadomości publicznej mogłoby poważnie zagrozić interesom dotychczasowych i potencjalnych akcjonariuszy, utrudniając dokończenie określonych negocjacji mających zapewnić długoterminową poprawę sytuacji finansowej emitenta;

b) decyzje podejmowane lub umowy zawierane przez organ zarządzający emitenta, które wymagają zatwierdzenia przez inny organ emitenta, by stały się skuteczne, jeżeli organizacja emitenta przewiduje dualizm organów emitenta, pod warunkiem że podanie informacji do wiadomości publicznej przed takim zatwierdzeniem wraz z jednoczesnym poinformowaniem, że procedura zatwierdzania jest w toku, mogłoby zagrozić właściwej ocenie informacji przez opinię publiczną.

- (51) Ponadto wymóg podania informacji poufnych do wiadomości publicznej powinien dotyczyć uczestników rynku uprawnień do emisji. Aby uniknąć wymagania od rynku zgłaszania informacji, które nie są użyteczne, oraz aby zachować efektywność kosztową przewidzianego środka, konieczne wydaje się ograniczenie wpływu regulacyjnego tego wymogu jedynie do tych operatorów EU ETS, od których – ze względu na ich wielkość i działalność – można racjonalnie oczekiwać, że mogą mieć istotny wpływ na ceny uprawnień do emisji, na produkty sprzedawane na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub na powiązane z nimi pochodne instrumenty finansowe i oferty składane na aukcjach zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1031/2010. Do celów stosowania tego wyłączenia Komisja powinna przyjąć środki ustanawiające wartości minimalne w drodze aktu delegowanego. Informacje wymagające ujawnienia powinny dotyczyć rzeczywistej działalności podmiotu ujawniającego tę informację, a nie jej planów i strategii obrotu uprawnieniami do emisji, produktów sprzedawanych na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub powiązanych pochodnych instrumentów finansowych. Jeżeli uczestnicy rynku uprawnień do emisji spełniają już równoważne wymogi dotyczące podawania informacji poufnych do wiadomości publicznej, w szczególności zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1227/2011, obowiązek podania do wiadomości publicznej informacji poufnych dotyczących uprawnień do emisji nie powinien powodować obowiązku podwójnego ujawniania informacji o zasadniczo takiej samej treści. W przypadku uczestników rynku uprawnień do emisji o zbiorczych emisjach lub nominalnej mocy cieplnej mniejszej lub równej ustalonej wartości minimalnej, skoro informacje o ich rzeczywistej działalności uznaje się za nieistotne z punktu widzenia ujawniania, należy również uznać, że nie mają one istotnego wpływu na ceny uprawnień do emisji, na produkty sprzedawane na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub na powiązane z nimi pochodne instrumenty finansowe. Tacy uczestnicy rynku uprawnień do emisji powinni jednak być

objęci zakazem wykorzystywania informacji poufnych w odniesieniu do wszelkich innych informacji, do których mają dostęp i które stanowią informacje poufne.

- (52) W celu ochrony interesu publicznego, zachowania stabilności systemu finansowego i uniknięcia na przykład przekształcenia się kryzysów płynności w instytucjach finansowych w kryzysy wypłacalności spowodowane gwałtownym wycofaniem funduszy stosowne może się okazać zezwolenie w wyjątkowych okolicznościach na opóźnienie ujawnienia informacji poufnych w przypadku instytucji kredytowych lub instytucji finansowych. Może to dotyczyć w szczególności informacji związanych z tymczasowymi trudnościami z płynnością, kiedy niezbędne jest uzyskanie wsparcia finansowego od banku centralnego, w tym awaryjnego wsparcia płynnościowego, jeżeli ujawnienie informacji miałoby konsekwencje systemowe. Opóźnienie to powinno być uzależnione od uzyskania przez emitenta zgody odpowiedniego właściwego organu, a przy tym musi być jasne, że szerszy interes publiczny i gospodarczy związany z opóźnieniem w ujawnieniu informacji poufnej przeważa nad interesem rynku związanym z otrzymaniem informacji, która jest przedmiotem opóźnienia.
- (53) W odniesieniu do instytucji finansowych, w szczególności, gdy otrzymują one wsparcie finansowe z banku centralnego, w tym awaryjne wsparcie płynnościowe, oceny tego, czy informacje mają znaczenie systemowe oraz czy opóźnienie ujawnienia leży w interesie publicznym, powinien dokonać właściwy organ, w stosownym przypadku po zasięgnięciu opinii krajowego banku centralnego, organu sprawującego nadzór makroostrożnościowy lub dowolnego innego stosownego organu krajowego.
- (54) Należy wyraźnie zakazać wykorzystywania lub usiłowania wykorzystywania informacji poufnych do prowadzenia obrotu na własny rachunek lub na rzecz strony trzeciej. Korzystanie z informacji poufnych może również polegać na obrocie uprawnieniami do emisji i instrumentami pochodnymi oraz na składaniu ofert na aukcjach uprawnień do emisji lub innych produktów sprzedawanych na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji, zgodnie z rozporządzeniem Komisji (UE) nr 1031/2010, przez osoby, które wiedzą lub powinny wiedzieć, że posiadane przez nie informacje stanowią informacje poufne. Informacji o własnych planach i strategiach obrotu uczestnika rynku nie należy uważać za informacje poufne, chociaż informacje dotyczące planów i strategii obrotu strony trzeciej mogą stanowić informacje poufne.
- (55) Wymóg podania do wiadomości publicznej informacji poufnych może być obciążeniem dla małych i średnich przedsiębiorstw, zgodnie z definicją zawartą w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE¹⁰, których

¹⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (zob. s. 349 niniejszego Dziennika Urzędowego).

instrumenty finansowe są dopuszczone do obrotu na rynkach rozwoju MŚP, ze względu na koszty monitorowania informacji znajdujących się w ich posiadaniu oraz zapewnienia doradztwa prawnego w zakresie tego, czy i kiedy informacje należy podać do wiadomości publicznej. Niemniej jednak szybkie ujawnienie informacji poufnych jest konieczne do zapewnienia zaufania inwestorów do tych emitentów. Dlatego też EUNGIPW powinien mieć możliwość wydania wytycznych pomagających emitentom wypełnić obowiązek podania do wiadomości publicznej informacji poufnych bez naruszania ochrony inwestorów.

- (56) Chociaż listy osób mających dostęp do informacji poufnych stanowią dla organów regulacyjnych istotne narzędzie badania prawdopodobnych nadużyć na rynku, różnice pomiędzy państwami członkowskimi pod względem danych, które mają zostać włączone do tych list, nakładają na emitentów zbędne obciążenia administracyjne. Pola danych wymagane w listach osób mających dostęp do informacji poufnych powinny być więc jednolite w celu ograniczenia kosztów. Należy również informować osoby figurujące na listach osób mających dostęp do informacji poufnych o tym fakcie oraz związanych z tym konsekwencjach wynikających z niniejszego rozporządzenia oraz z dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE¹¹. Wymóg prowadzenia i ciągłej aktualizacji list osób mających dostęp do informacji poufnych nakłada obciążenia administracyjne w szczególności na emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP. Właściwe organy mogą w różny sposób skutecznie nadzorować nadużycia na rynku bez ciągłego dostępu do tych list, więc emitenci ci powinni być zwolnieni z tego obowiązku w celu ograniczenia kosztów administracyjnych, jakie nakłada na nich niniejsze rozporządzenie. Emitenci ci powinni jednak na żądanie dostarczać właściwym organom listę osób mających dostęp do informacji poufnych.
- (57) Sporządzenie przez emitentów lub osoby działające w ich imieniu lub na ich rzecz list osób pracujących dla nich na podstawie umowy o pracę lub na innej podstawie i mających dostęp do informacji poufnych odnoszących się pośrednio lub bezpośrednio do emitenta to cenny środek ochrony integralności rynku. Takie listy mogą służyć emitentom lub takim osobom do kontroli przepływu informacji poufnych, a tym samym przyczynić się do wypełnienia obowiązków związanych z zachowaniem poufności. Ponadto takie listy mogą również być dla właściwych organów użytecznym narzędziem wskazywania wszelkich osób mających dostęp do informacji poufnych i ustalania daty, z którą uzyskały one ten dostęp. Dostęp osób figurujących na takiej liście do informacji poufnych dotyczących pośrednio lub bezpośrednio emitenta nie wpływa na zakazy określone w niniejszym rozporządzeniu.

¹¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z 16.04.2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (zob. s. 179 niniejszego Dziennika Urzędowego).

- (58) Większa przejrzystość transakcji prowadzonych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze na poziomie emitenta oraz, w stosownych przypadkach, osoby blisko z nimi związane stanowi środek zapobiegający nadużyciom na rynku, zwłaszcza wykorzystywaniu informacji poufnych. Publikacja informacji o tych transakcjach, przynajmniej w konkretnych przypadkach, może również stanowić cenne źródło informacji dla inwestorów. Należy wyjaśnić, że obowiązek publikacji informacji o transakcjach dokonywanych przez kadre kierowniczą obejmuje także zastawianie lub pożyczanie instrumentów finansowych, gdyż zastawianie akcji może mieć istotny, potencjalnie destabilizujący wpływ na przedsiębiorstwo w razie nagłego nieprzewidzianego zbycia. Wobec braku ujawnienia informacji rynek może nie być świadomy zaistnienia zwiększonego prawdopodobieństwa np. znacznej przyszłej zmiany w strukturze własności akcji, wzrostu podaży akcji na rynku lub utraty praw głosu w danym przedsiębiorstwie. Z tego powodu powiadamianie na mocy niniejszego rozporządzenia jest wymagane, jeżeli zastawianie papierów wartościowych jest elementem większej transakcji, w której członek kadry kierowniczej zastawia papiery wartościowe jako zabezpieczenie kredytu od strony trzeciej. Ponadto pełna i właściwa przejrzystość rynku jest niezbędnym warunkiem zaufania podmiotów rynkowych, a w szczególności akcjonariuszy danego przedsiębiorstwa. Należy również wyjaśnić, że obowiązek publikacji informacji o tych transakcjach dokonywanych przez kadre kierowniczą obejmuje także transakcje wykonywane przez inne osoby działające w imieniu kadry kierowniczej. Aby zapewnić odpowiednią równowagę między poziomem przejrzystości a liczbą zgłoszeń kierowanych do właściwych organów i podawanych do wiadomości publicznej, w niniejszym rozporządzeniu należy wprowadzić progi, poniżej których powiadomienie o transakcjach nie jest wymagane.
- (59) Powiadamianie o transakcjach prowadzonych na własny rachunek przez osoby pełniące obowiązki zarządcze lub przez osoby blisko z nimi związane jest nie tylko cenną informacją dla uczestników rynku, ale stanowi także dodatkowy sposób prowadzenia nadzoru nad rynkami przez właściwe organy. Obowiązek powiadamiania o transakcjach nie wpływa na zakazy określone w niniejszym rozporządzeniu.
- (60) Powiadamianie o transakcjach powinno być zgodne z przepisami dotyczącymi przekazywania danych osobowych ustanowionymi w dyrektywie 95/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady¹².
- (61) Osoby pełniące obowiązki zarządcze powinny być objęte zakazem dokonywania lub zlecania dokonania transakcji przed ogłoszeniem śródrocznego sprawozdania finansowego lub sprawozdania na koniec roku rozliczeniowego,

¹² Dyrektywa 95/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 24.10.1995 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w zakresie przetwarzania danych osobowych i swobodnego przepływu tych danych (Dz.Urz. UE L 281 z 23.11.1995, s. 31).

które dany emitent ma obowiązek udostępnić publicznie zgodnie z przepisami systemu obrotu, w którym akcje emitenta są dopuszczone do obrotu, lub zgodnie z prawem krajowym, chyba że wystąpią szczególne i określone okoliczności uzasadniające udzielenie przez emitenta zgody osobie pełniącej obowiązki zarządcze na dokonywanie lub zlecanie dokonania transakcji. Jednak każda taka zgoda udzielona przez emitenta nie ma wpływu na zakazy określone w niniejszym rozporządzeniu.

- (62) Zestaw skutecznych narzędzi, uprawnień i zasobów dla właściwych organów każdego z państw członkowskich gwarantuje skuteczność nadzoru. Dlatego też w niniejszym rozporządzeniu przewidziano w szczególności minimalny zestaw uprawnień nadzorczych i uprawnień do czynności wyjaśniających, jakie należy powierzyć właściwym organom państw członkowskich zgodnie z prawem krajowym. Jeżeli wymaga tego prawo krajowe, uprawnienia te powinny być wykonywane na podstawie wniosku do właściwych organów sądowych. Wykonując swoje uprawnienia zgodnie z niniejszym rozporządzeniem, właściwe organy powinny działać obiektywnie i bezstronnie oraz zachować niezależność w procesie podejmowania decyzji.
- (63) Podmioty rynkowe oraz wszystkie podmioty gospodarcze powinny również przyczyniać się do integralności rynku. W tym zakresie wyznaczenie jednego właściwego organu odpowiedzialnego za nadużycia na rynku nie powinno wykluczać współpracy między tym organem a podmiotami rynkowymi lub przekazania im obowiązków właściwego organu w celu zagwarantowania efektywnego nadzoru zgodności z postanowieniami niniejszego rozporządzenia. Jeżeli osoby opracowujące lub rozpowszechniające rekomendacje lub inne informacje, w których rekomendują lub sugerują strategię inwestycyjną w odniesieniu do przynajmniej jednego instrumentu finansowego, prowadzą również obrót takimi instrumentami na własny rachunek, właściwe organy powinny między innymi mieć możliwość wymagania lub żądania od takich osób wszelkich informacji niezbędnych do stwierdzenia, czy rekomendacje opracowane lub rozpowszechniane przez daną osobę są zgodne z niniejszym rozporządzeniem.
- (64) W celu wykrywania przypadków wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku właściwe organy muszą mieć, zgodnie z prawem krajowym, możliwość dostępu do pomieszczeń należących do osób fizycznych i prawnych w celu zajęcia dokumentacji. Dostęp do takich pomieszczeń jest konieczny, jeżeli wystąpi uzasadnione podejrzenie, że istnieją dokumenty i inne dane dotyczące sprawy będącej przedmiotem czynności wyjaśniających i mogące mieć znaczenie dla udowodnienia przypadku wykorzystania informacji poufnych lub nadużycia na rynku. Ponadto dostęp do takich pomieszczeń jest niezbędny, jeżeli osoba, od której zażądano już informacji, nie wykonała tego żądania, częściowo lub w całości, lub też jeżeli istnieją uzasadnione podstawy, aby sądzić, że w przypadku takiego żądania nie zostałyby ono wykonane lub że dokumenty

lub informacje, których żądanie to dotyczy, zostałyby usunięte, zmienione lub zniszczone. Jeżeli zgodnie z ustawodawstwem krajowym niezbędne jest uprzednie zezwolenie organu sądowego danego państwa członkowskiego, dostęp do pomieszczeń powinien być umożliwiony po uprzednim uzyskaniu zezwolenia sądu.

- (65) Istniejące nagrania rozmów telefonicznych i zapisy danych o ruchu firm inwestycyjnych, instytucji kredytowych i instytucji finansowych dokonujących transakcji i dokumentujących ich wykonanie oraz istniejące zapisy połączeń telefonicznych i danych o ruchu operatorów telekomunikacyjnych stanowią istotne, a niekiedy jedyne dowody przy wykrywaniu i udowadnianiu wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku. Dzięki zapisom połączeń telefonicznych i danych o ruchu można zidentyfikować osobę odpowiedzialną za rozpowszechnienie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji lub ustalić, że dane osoby kontaktowały się w określonym czasie oraz że istnieje powiązanie między co najmniej dwiema osobami. Dlatego też właściwe organy powinny móc zażądać istniejących nagrań rozmów telefonicznych oraz zapisów komunikacji elektronicznej i danych o ruchu przechowywanych przez firmę inwestycyjną, instytucję kredytową lub instytucję finansową zgodnie z dyrektywą 2014/65/UE. Dostęp do zapisów danych i połączeń telefonicznych jest konieczny do uzyskania dowodów i poszlak dotyczących prawdopodobnego wykorzystania informacji poufnych lub manipulacji na rynku, a zatem do wykrywania nadużyć na rynku i nakładania sankcji za ich popełnianie. Aby wprowadzić równe warunki działania w Unii, jeśli chodzi o dostęp do istniejących zapisów połączeń telefonicznych i danych o ruchu operatorów telekomunikacyjnych lub istniejących nagrań rozmów telefonicznych i zapisów danych o ruchu przechowywanych przez firmę inwestycyjną, instytucję kredytową lub instytucję finansową, właściwe organy powinny móc zażądać, zgodnie z prawem krajowym, istniejących zapisów połączeń telefonicznych i danych o ruchu operatorów telekomunikacyjnych, na ile zezwala na to prawo krajowe, oraz istniejących nagrań rozmów telefonicznych i zapisów danych o ruchu przechowywanych przez firmę inwestycyjną, jeżeli istnieje uzasadnione podejrzenie, że takie zapisy dotyczące przedmiotu inspekcji lub czynności wyjaśniających mogą mieć znaczenie w udowodnieniu wykorzystania informacji poufnych lub manipulacji na rynku z naruszeniem niniejszego rozporządzenia. Dostęp do zapisów połączeń telefonicznych i danych o ruchu operatorów telekomunikacyjnych nie obejmuje dostępu do treści komunikacji głosowej prowadzonej przez telefon.
- (66) Niniejsze rozporządzenie określa minimalny zbiór uprawnień, jakie powinny posiadać właściwe organy, jednak uprawnienia te należy wykonywać w ramach całościowego systemu prawa krajowego, gwarantującego poszanowanie praw podstawowych, w tym prawa do prywatności. W odniesieniu do wykonywania tych uprawnień, które może stanowić poważną ingerencję w prawo do

poszanowania życia prywatnego i rodzinnego, miru domowego i komunikowania się, państwa członkowskie powinny dysponować wystarczającymi i skutecznymi zabezpieczeniami przed nadużyciami, np. w formie wymogu uzyskania w stosowanych przypadkach uprzedniej zgody organów sądowych danego państwa członkowskiego. Państwa członkowskie powinny dać właściwym organom możliwość wykonywania takich uprawnień naruszających prywatność w zakresie niezbędnym do właściwego przeprowadzenia czynności nadzorczych w poważnych przypadkach, w których nie istnieją równoważne środki pozwalające na uzyskanie takich samych rezultatów.

- (67) Ponieważ nadużycia na rynku mogą mieć miejsce w różnych krajach i na różnych rynkach, od właściwych organów należy we wszystkich okolicznościach, oprócz wyjątkowych sytuacji, wymagać współpracy i wymiany informacji z innymi właściwymi organami i organami regulacyjnymi, a także z EUNGiPW, w szczególności w odniesieniu do działań wyjaśniających. Jeżeli właściwy organ jest przekonany, że nadużycia na rynku mają bądź miały miejsce w innym państwie członkowskim lub miały bądź mają wpływ na instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu w innym państwie członkowskim, powinien on powiadomić o tym fakcie właściwy organ i EUNGiPW. W przypadkach nadużyć na rynku o zasięgu transgranicznym EUNGiPW powinien móc koordynować czynności wyjaśniające, jeśli wnioskuje o to jeden z właściwych organów.
- (68) Konieczne jest, aby właściwe organy posiadały niezbędne narzędzia do skutecznego międzyrynkowego nadzoru arkusza zleceń. Zgodnie z dyrektywą 2014/65/UE właściwe organy mogą zwracać się do innych właściwych organów i otrzymywać od nich dane dotyczące arkusza zleceń, mające pomóc w monitorowaniu i wykrywaniu transgranicznych manipulacji na rynku.
- (69) Aby zapewnić wymianę informacji i współpracę z organami państw trzecich w zakresie skutecznego wdrażania niniejszego rozporządzenia, właściwe organy powinny dokonać ustaleń w zakresie współpracy ze swoimi odpowiednikami w państwach trzecich. Przekaz danych osobowych dokonywany na podstawie tych ustaleń powinien być zgodny z dyrektywą 95/46/WE oraz z rozporządzeniem (WE) nr 45/2001 Parlamentu Europejskiego i Rady¹³.
- (70) Wyraźne ramy wymogów ostrożnościowych i prowadzenia działalności w sektorze finansowym powinny być oparte o silne systemy nadzoru, czynności wyjaśniających i sankcji. W tym celu organy nadzorcze powinny zostać wyposażone w wystarczające uprawnienia do działania oraz powinny móc korzystać z systemów równych, nieuchronnych i odstraszaających sankcji za wszelkie przewinienia finansowe, przy czym sankcje te powinny być skutecznie

¹³ Rozporządzenie (WE) nr 45/2001 Parlamentu Europejskiego i Rady z 18.12.2000 r. o ochronie osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych przez instytucje i organy wspólnotowe i o swobodnym przepływie takich danych (Dz.Urz. UE L 8 z 12.01.2001, s. 1).

egzekwowane. Grupa de Larosière'a uznała jednak, że żaden z tych elementów obecnie nie istnieje. Przeglądu aktualnych uprawnień do nakładania sankcji oraz ich wykonywania w praktyce w celu wspierania zbieżności sankcji w całości kształcie działań nadzorczych dokonano w komunikacie Komisji z dnia 8 grudnia 2010 r. zatytułowanym „Wzmocnienie systemów sankcji w branży usług finansowych”.

- (71) Dlatego też należy określić zbiór sankcji administracyjnych i innych środków administracyjnych w celu zapewnienia wspólnego podejścia w państwach członkowskich oraz wzmocnienia odstraszającego efektu tych środków. Właściwe organy powinny mieć możliwość wydania zakazu sprawowania funkcji zarządczych w firmach inwestycyjnych. Sankcje nakładane w poszczególnych przypadkach powinny być określane w razie potrzeby przy uwzględnieniu takich czynników, jak zwrot wszelkich wykrytych korzyści finansowych, waga naruszenia i czas jego trwania, wszelkie czynniki obciążające lub łagodzące, potrzeba, aby kary pieniężne miały efekt odstraszający, oraz, w stosownych przypadkach, obejmowały obniżenie wysokości kary pieniężnej w zamian za współpracę z właściwym organem. W szczególności rzeczywista wysokość administracyjnych kar pieniężnych nakładanych w określonych przypadkach może osiągnąć maksymalny poziom przewidziany w niniejszym rozporządzeniu lub wyższy poziom przewidziany w prawie krajowym za bardzo poważne naruszenia, natomiast kary pieniężne znacznie niższe od maksymalnego poziomu mogą być stosowane za mniej istotne naruszenia lub w przypadku ugody. Niniejsze rozporządzenie nie ogranicza możliwości wprowadzenia przez państwa członkowskie surowszych sankcji lub innych środków administracyjnych.
- (72) Mimo że nic nie zabrania państwom członkowskim określania przepisów dotyczących sankcji administracyjnych i karnych za te same naruszenia, nie należy wymagać od państw członkowskich określania przepisów dotyczących sankcji administracyjnych za naruszenie niniejszego rozporządzenia, które podlegają już przepisom krajowego prawa karnego do dnia 3 lipca 2016 r. Zgodnie z prawem krajowym państwa członkowskie nie mają obowiązku nakładania zarówno sankcji administracyjnych, jak i karnych za to samo przestępstwo, mogą jednak to zrobić, jeżeli zezwala na to prawo krajowe. Jednak utrzymanie sankcji karnych zamiast sankcji administracyjnych za naruszenie niniejszego rozporządzenia lub dyrektywy 2014/57/UE nie powinno ograniczyć ani w inny sposób naruszyć zdolności właściwych organów do współpracy oraz dostępu i terminowej wymiany informacji z właściwymi organami w innych państwach członkowskich do celów niniejszego rozporządzenia, w tym po przekazaniu sprawy dotyczącej danych naruszeń do właściwych organów sądowych w celu przeprowadzenia postępowania karnego.
- (73) Aby zapewnić odstraszający efekt podejmowanych przez właściwe organy decyzji w odniesieniu do społeczeństwa jako całości, decyzje te powinny być

zasadniczo publikowane. Publikowanie decyzji jest również dla właściwych organów ważnym narzędziem informowania uczestników rynku o tym, jakie zachowania uważa się za naruszenie niniejszego rozporządzenia, oraz propagowania właściwych zachowań wśród uczestników rynku. Jeżeli publikacja taka wyrządza niewspółmierną szkodę zaangażowanym osobom, zagraża stabilności rynków finansowych lub prowadzonym czynnościom wyjaśniającym, właściwy organ powinien publikować informacje o sankcjach administracyjnych i innych środkach administracyjnych w sposób zanonimizowany, zgodnie z prawem krajowym, lub opóźnić publikację. Właściwe organy powinny mieć możliwość niepublikowania informacji o sankcjach administracyjnych i innych środkach administracyjnych, jeżeli publikacja informacji zanonimizowanych lub opóźnienie publikacji zostaną uznane za niewystarczające, by zapewnić uniknięcie zagrożenia dla stabilności rynków finansowych. Od właściwych organów nie powinno wymagać się również publikowania informacji o środkach, które są uznane za mniej istotne, jeżeli publikacja taka byłaby niewspółmierna.

- (74) Osoby zgłaszające przypadki naruszenia mogą zwracać uwagę właściwych organów na nowe informacje, co pomaga tym organom w wykrywaniu przypadków wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku oraz w nakładaniu za nie sankcji. Do zgłaszania przypadków naruszenia może jednak zniechęcać obawa przed odwetem lub brak zachęt. Zgłaszanie naruszeń niniejszego rozporządzenia jest niezbędne do zapewnienia właściwym organom możliwości wykrywania nadużyć na rynku i nakładania za nie sankcji. Środki dotyczące informowania o nieprawidłowościach są niezbędne do ułatwienia wykrywania nadużyć na rynku oraz do zapewnienia ochrony i poszanowania praw osób zgłaszających przypadki naruszeń oraz osób oskarżanych. Niniejsze rozporządzenie powinno więc zapewnić istnienie odpowiednich ustaleń, umożliwiających osobom informującym o nieprawidłowościach ostrzeganie właściwych organów o możliwych naruszeniach niniejszego rozporządzenia oraz chroniących te osoby przez odwetem. Państwa członkowskie powinny mieć możliwość wprowadzenia zachęt finansowych dla osób oferujących istotne informacje o potencjalnych naruszeniach niniejszego rozporządzenia. Osoby zgłaszające przypadki naruszenia powinny jednak być uprawnione do tych zachęt finansowych tylko wtedy, gdy ujawniają nowe informacje, co do których zgłoszenia nie są prawnie zobowiązane, oraz jeżeli informacje te skutkują nałożeniem sankcji za naruszenie niniejszego rozporządzenia. Państwa członkowskie powinny także zapewnić, aby wdrażane przez nie programy zgłaszania przypadków naruszenia obejmowały mechanizmy zapewniające odpowiednią ochronę osoby oskarżanej, w szczególności z uwzględnieniem jej prawa do ochrony danych osobowych, oraz procedury zapewniające prawo osoby oskarżanej do obrony oraz prawo do bycia wysłuchanym przed wydaniem decyzji dotyczącej takiej osoby, a także do skutecznego zaskarżenia do sądu decyzji jej dotyczącej.