

PRZEGLĄD PRAWA HANDLOWEGO

MIESIĘCZNIK



MICHAŁ ROMANOWSKI

Akcjonariusz spółki publicznej
jako insider pierwotny

ALEKSANDER CHŁOPECKI, JAROSŁAW DUBIŃSKI

Metody ochrony posiadaczy instrumentów
finansowych – metoda cywilnoprawna

ŁUKASZ HOMONCIK

Preferencje w zakresie zrównoważonego rozwoju
a zarządzanie portfelem przez firmę inwestycyjną

3
(391)

marzec
2025

www.wolterskluwer.pl

www.czasopisma.wolterskluwer.pl



CENA 109 ZŁ (W TYM 8% VAT)
Indeks 32907X



Wolters Kluwer

Sensum, non verba spectamus

Księga jubileuszowa
Profesor Urszuli Promińskiej

 WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

 Wolters Kluwer

„PATRZYMY NA SENS, A NIE NA SŁOWA”

– jubileusz 50-lecia
pracy naukowej
Profesor
Urszuli Promińskiej

Księga została przygotowana z okazji jubileuszu 50-lecia pracy naukowej Profesor Urszuli Promińskiej – pracownika naukowego Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Łódzkiego, uznanej specjalistki w dziedzinie prawa handlowego oraz prawa własności przemysłowej.

Tytuł książki, odwołujący się do rzymskiej sentencji „Patrzmy na sens, a nie na słowa”, w pełni oddaje istotę naukowej refleksji jubilatki, której bogaty dorobek odznacza się nie tylko charakterystyczną precyzją wypowiedzi, lecz także szerszym spojrzeniem na analizowane konstrukcje prawne, ich miejsce w systemie oraz cele ustawodawcy.

Księga jest zbiorem kilkudziesięciu tekstów poświęconych problematyce bliskiej Jubilatce, a zatem prawa cywilnego, prawa handlowego oraz prawa własności intelektualnej. Autorami poszczególnych rozdziałów są uznani reprezentanci środowiska naukowego z całej Polski, a także przedstawiciele zawodów prawniczych, którzy spotkali na swej zawodowej drodze Profesor Urszulę Promińską, w tym jej współpracownicy, koledzy oraz uczniowie.

Księga skierowana jest zarówno do teoretyków, jak i praktyków prawa – sędziów, adwokatów, radców prawnych oraz rzeczników patentowych, którzy zajmują się problematyką prawa handlowego oraz prawa własności intelektualnej.



Wolters Kluwer

**ZAMÓW KSIĄŻKĘ Z RABATEM 20% W KSIĘGARNI PROFINFO.PL
W FORMULARZU ZAMÓWIENIA WPISZ KOD: WKCZA20**

spis treści

- Michał Romanowski**
4 Akcjonariusz spółki publicznej jako insider pierwotny
- Aleksander Chłopecki, Jarosław Dubiński**
10 Metody ochrony posiadaczy instrumentów finansowych – metoda cywilnoprawna
- Łukasz Homoncik**
17 Preferencje w zakresie zrównoważonego rozwoju a zarządzanie portfelem przez firmę inwestycyjną
- Stanisław Stefaniak**
27 Dialog pomiędzy spółką giełdową a inwestorami instytucjonalnymi w świetle zasady równego dostępu akcjonariuszy do informacji
- Piotr Szczęśny**
43 Cena wezwania w wezwaniu delistingującym a naruszenie dobrych obyczajów
- Łukasz Drożdżowski**
48 O terminie podpisania rocznego sprawozdania finansowego
- Paweł Daszczyk**
55 Ujawnianie praw do nieruchomości wskutek przekształcenia przedsiębiorcy jednoosobowego w spółkę

contents

- Michał Romanowski**
4 A Shareholder of a Public Company as a Primary Insider
- Aleksander Chłopecki, Jarosław Dubiński**
10 Methods of Protecting Holders of Financial Instruments. The Civil-Law Method
- Łukasz Homoncik**
17 Sustainability Preferences and Portfolio Management by an Investment Firm
- Stanisław Stefaniak**
27 Dialogue Between a Listed Company and Institutional Investors in the Light of the Principle of Shareholders' Equal Access to Information
- Piotr Szczęśny**
43 Delisting Tender Offer Price in the Context of Violating Good Morals
- Łukasz Drożdżowski**
48 About the Date of Signing the Annual Financial Statements
- Paweł Daszczyk**
55 Disclosure of Property Rights Resulting from Transformation of a Sole Trader into a Company

Za publikację na łamach „Przeglądu Prawa Handlowego” Autor otrzymuje 70 pkt (zgodnie z załącznikiem do komunikatu Ministra Nauki z 5.01.2024 r. w sprawie wykazu czasopism naukowych i recenzowanych materiałów z konferencji międzynarodowych, wydanego na podstawie art. 267 ust. 3 ustawy z 20.07.2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, Dz.U. z 2024 r. poz. 1571).

Miesięcznik „Przegląd Prawa Handlowego” jest ujęty w międzynarodowej bazie European Reference Index for the Humanities and Social Sciences (ERIH+) oraz indeksowany w bazie BazEkon.

Czasopismo jest indeksowane w bazie ICI Journals Master List za rok 2023 (ICV 2023 = 62,18).



PRZEGLĄD PRAWA HANDLOWEGO

miesięcznik ukazuje się od 1992 r.

RADA PROGRAMOWA

prof. Emilio Castorina,
prof. dr hab. Józef Frąckowiak, prof. dr hab. Andrzej Jakubecki,
prof. Julian Juergensmeyer, prof. dr hab. Wojciech J. Katner,
prof. dr hab. Andrzej Kidyba, prof. dr hab. Ryszard Markiewicz,
dr Jerzy Modrzejewski, prof. dr hab. Józef Okolski,
prof. dr hab. Krzysztof Pietrzykowski,
prof. dr hab. Wojciech Popiołek, prof. dr hab. Jerzy Rajski,
prof. dr hab. Marek Safjan, prof. dr hab. Stanisław Sołtyński,
prof. dr hab. Andrzej Szumański, dr Leigh Williams

KOLEGIUM REDAKCYJNE

Redaktor naczelny
Małgorzata Modrzejewska

Z-ca Redaktora naczelnego
Cezary Wiśniewski

Sekretarz redakcji
Anna Popławska
tel. +48 668 618 563

e-mail: anna.poplawska@wolterskluwer.com

Redaktor języka angielskiego
Anna Setkiewicz-Ryszka

Materiały do publikacji powinny zostać przesłane pocztą elektroniczną. Objętość nadesłanych tekstów nie powinna przekraczać 25 000–30 000 znaków ze spacjami. Teksty muszą mieć tytuł, abstrakt w języku polskim, śródtytuły, podsumowanie, słowa kluczowe, przypisy opracowane w tradycyjny sposób – na dole strony, krótką notkę o autorze oraz adres e-mailowy do korespondencji. Autor może zaproponować tłumaczenie na język angielski tytułu tekstu, abstraktu oraz słów kluczowych. Należy także podać (w przypisie) informacje o źródłach finansowania danej publikacji, takich jak np. granty krajowe, międzynarodowe, dotacje fundacji, stowarzyszeń lub instytucji komercyjnych. Do tekstu należy dołączyć bibliografię załącznikową.

Przekazując tekst do redakcji, Autor przynosi na Wydawcę wyłączone prawo do jego publikacji (prawa autorskie i wydawnicze).

Redakcja zastrzega sobie prawo skracania tekstów, zmiany tytułów, śródtytułów oraz poprawek merytorycznych i stylistycznych, również w wersji angielskiej. Materiały niezamówione nie będą zwracane.

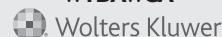
Warunkiem publikacji jest odesłanie uprzednio podpisanej umowy z Wydawnictwem.

Podstawowe zasady recenzowania nadesłanych tekstów oraz wymagania dla Autorów dotyczące ghostwritingu są dostępne na stronie: <http://www.wolterskluwer.pl/proces-publikacji-w-czasopiśmie>.

Za publikację w „Przeglądzie Prawa Handlowego” są wypłacane honoraria autorskie.

Wersją podstawową (referencyjną) czasopisma jest wersja papierowa.

WYDAWCA



01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33
Dyrektor Działu Publikacji Periodycznych
Klaudia Szawłowska

klaudia.szawlowska@wolterskluwer.com

Sekretariat: czasopisma@wolterskluwer.pl
<http://www.czasopisma.wolterskluwer.pl/przeglad-prawa-handlowego>

Sprzedaż i prenumerata:

Księgarnia internetowa Wolters Kluwer Polska
www.Profinfo.pl
– tel. +48 732 122 863 lub infolinia 801 044 545,
e-mail: PL-prenumerata@wolterskluwer.com
Ruch – tel. 22 693 70 00 lub 801 800 803,
Kolporter – tel. 801 404 044,
GLM – tel. +48 504 914 773,
Garmond – tel. 22 837 30 08

Nakład 500 egz.



Do 1999 r. czasopismo było własnością Wydawnictwa „KiK” Konieczny i Kruszewski

Akcjonariusz spółki publicznej jako insider pierwotny

Słowa kluczowe: spółka akcyjna, spółka publiczna, akcjonariusz, prawo do informacji, rozporządzenie MAR

W polskiej praktyce obrotu rozpowszechniony od lat jest pogląd, że zarząd spółki publicznej, która jest spółką akcyjną, jest uprawniony do przekazywania informacji na temat spółki wyłącznie w trybie określonym w art. 428 i 429 Kodeksu spółek handlowych¹. Przemawiać ma za tym brak prawa akcjonariusza do indywidualnej informacji na wzór art. 212 k.s.h. w odniesieniu do wspólnika spółki z o.o. oraz ustawowy tryb udostępniania akcjonariuszowi informacji do spółki unormowany przepisami bezwzględnie wiążącymi w przywoływanych przepisach art. 428 i 429 k.s.h., a także przepisy rozporządzenia MAR². Jest to pogląd nietrafny w świetle przepisów rozporządzenia MAR, które przyznają akcjonariuszowi status insidera pierwotnego. Do analogicznych wniosków prowadzą badania prawnoporównawcze na tle rozporządzenia MAR. Celem niniejszego artykułu jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy zarząd spółki publicznej ma uprawnienie do przekazywania akcjonariuszowi będącemu podmiotem dominującym informacji poufnych w rozumieniu art. 7 rozporządzenia MAR przed podaniem ich do wiadomości publicznej zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa.

1. Istota problemu

Spółki publiczne są zobowiązane do realizacji obowiązków informacyjnych określonych m.in. w art. 17 ust. 1 rozporządzenia MAR (obowiązek podania do wiadomości publicznej informacji poufnej) oraz art. 56 ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych³ (obowiązek podania do wiadomości publicznej informacji bieżących i okresowych).

W praktyce obrotu, w szczególności w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa, ale także w spółkach publicznych bez udziału Skarbu Państwa, pojawiają się dylematy, czy dopuszczalna jest bezpośrednia komunikacja członków zarządu takich spółek z ich akcjonariuszem dominującym bez zastosowania trybu określonego w art. 428 i 429 k.s.h. Problem jest szczególnie doniosły w spółkach publicznych w przypadku, gdy przedmiotem komunikacji ma być informacja poufna w rozumieniu art. 7 ust. 1 rozporządzenia MAR.

2. Zasada równego dostępu do informacji rynkowej

Zasada jednakowego traktowania akcjonariuszy spółki (gieldowej), wyrażana zarówno w prawie unijnym, jak i krajowym, stanowi istotną dyrektywę determinującą treść stosunku spółki kapitałowej. Na gruncie prawa polskiego wywodzona jest ona z treści art. 20 k.s.h.⁴ oraz art. 20 u.o.p.⁵ Celem wprowadzenia przywoływanych regulacji jest umożliwienie zabezpieczenia inwestorów (uprawnionych z akcji jako papierów wartościowych czy szerzej – instrumentów finansowych) przed stosowaniem praktyk dyskryminujących jednych inwestorów kosztem innych. Innymi słowy, chodzi o zakaz wykorzystywania przewagi informacyjnej przy zawieraniu transakcji kupna lub sprzedaży akcji jako instrumentów

1 Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2024 r. poz. 18 ze zm.) – dalej k.s.h.

2 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 dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173, s. 1 ze zm.) – dalej rozporządzenie MAR.

3 Dz.U. z 2024 r. poz. 620 ze zm. – dalej u.o.p.

4 Stanowiącego implementację art. 85 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1132 z 14.06.2017 r. w sprawie niektórych aspektów prawa spółek (Dz.Urz. UE L 169, s. 46 ze zm.), a poprzednio art. 46 nie-obowiązującej już dyrektywy 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.).

5 Stanowiącego implementację art. 17 ust. 1 oraz art. 18 ust. 1 dyrektywy 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 zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 390, s. 38 ze zm.).

finansowych na rynku regulowanym, np. na giełdzie papierów wartościowych.

Powszechny i równy dostęp do informacji stanowi – zarówno z doktrynalnego, jak i normatywnego punktu widzenia – fundamentalną cechą rynku regulowanego⁶. Jest on aksjologicznym fundamentem prawa rynku kapitałowego, wyznaczając także dyrektywę interpretacyjną nakazującą rozstrzygać mogące się pojawiać wątpliwości na korzyść powszechności oraz równości (niedyskryminującego charakteru) dostępu do informacji rynkowej. Jak trafnie podniósł Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie w wyroku z 8.09.2006 r., VI SA/Wa 1041/06⁷: „Uczestnicy rynku, a zwłaszcza podmioty emitujące papiery wartościowe, obowiązane są do informowania inwestorów o wszystkich istotnych zdarzeniach, które mogą mieć wpływ na rynkową wycenę papierów wartościowych, a całość infrastruktury rynku kapitałowego służy równemu i prostemu dostępowi do tych informacji. Zasadę tę wyznaczają zatem dwa podstawowe wymogi: informowania rynku przez emitentów oraz równy (niedyskryminujący nikogo) dostęp do informacji”. Orzeczenie to, mimo upływu lat 18 od jego wydania, zachowuje swoją aktualność.

Powyższe stanowisko znajduje również potwierdzenie w orzecznictwie unijnym. Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej w licznych orzeczeniach prezentuje pogląd, stosownie do którego zasada powszechnego i równego dostępu do informacji „ma na celu zapewnienie integralności rynków finansowych Unii i zwiększenie zaufania inwestorów do tych rynków. Zaufanie to opiera się w szczególności na tym, że będą oni traktowani jednakowo i że będą chronieni zwłaszcza przed niewłaściwym stosowaniem informacji wewnętrznych”⁸.

W przypadku informacji poufnych w rozumieniu art. 7 rozporządzenia MAR zasada powszechnego i równego dostępu do informacji ma na celu przeciwdziałanie zjawisku *insider trading*, a więc uzyskiwaniu zarobku z dokonywania transakcji na rynku regulowanym m.in. instrumentami finansowymi, w tym akcjami, kosztem gorzej poinformowanych uczestników rynku. Chodzi zatem o zakaz wykorzystywania przewagi informacyjnej w sposób naruszający zasadę powszechnego i równego dostępu do informacji istotnych dla podjęcia decyzji inwestycyjnej o nabyciu albo zbyciu instrumentów finansowych, w tym akcji.

Zasada powszechnego i równego dostępu do informacji wyraża się w obowiązku niezwłocznego podania przez emitenta do wiadomości publicznej informacji poufnych (art. 17 ust. 1 rozporządzenia MAR) oraz zakazie dopuszczania się nadużyć na rynku (ang. *market abuse*) w związku z wejściem w posiadanie informacji poufnych (art. 14

rozporządzenia MAR). Obejmuje to w szczególności zakaz wykorzystania informacji poufnych oraz zakaz ujawniania informacji poufnych przed ich upublicznieniem osobom innym niż wymienione w rozporządzeniu MAR.

Realizacja ochrony równości dostępu do informacji następuje także w odniesieniu do innych informacji dotyczących emitenta poprzez obowiązki informacyjne nałożone w szczególności przez art. 56 i n. u.o.p. oraz przepisy wykonawcze wydane na podstawie odpowiednich przepisów rozdziału 3 u.o.p. Stosownie do art. 56 ust. 1 u.o.p. emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym jest obowiązany do równoczesnego przekazywania Komisji Nadzoru Finansowego, spółce prowadzącej ten rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości informacji bieżących i okresowych.

Podstawowym problemem, jaki powstaje wobec tak wyrażanej zasady równego dostępu do informacji, jest rozstrzygnięcie, czy zasadę tę należy traktować jako wyłączającą możliwość przekazywania przez spółkę giełdową informacji dotyczących tej spółki jej dominującemu akcjonariuszowi przed wykonaniem obowiązków informacyjnych wynikających z art. 17 ust. 1 rozporządzenia MAR oraz art. 56 ust. 1 u.o.p., tj. przed upublicznieniem tych informacji przez tę spółkę.

3. Udostępnianie informacji poufnych akcjonariuszowi dominującemu

W rozumieniu art. 7 ust. 1 rozporządzenia MAR, aby informacja mogła zostać uznana za informację poufną, musi spełniać łącznie cztery przesłanki:

- 1) być określona w sposób precyzyjny (**przesłanka precyzyjności**);
- 2) nie być podana do wiadomości publicznej (**przesłanka niejawności**);
- 3) dotyczyć, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub większej liczby emitentów lub jednego lub większej liczby instrumentów finansowych (**przesłanka związku z emitentem**);
- 4) w przypadku podania jej do wiadomości publicznej mieć prawdopodobnie **znaczący wpływ na ceny** tych instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych [**przesłanka istotności (cenotwórczości)**].

Rdzeniem definicji informacji poufnych jest zatem **precyzyjność i cenotwórczość**.

Przepis art. 7 ust. 2 rozporządzenia MAR doprecyzowuje pojęcie „precyzyjność”, wskazując, że informacje uznaje się za określone w sposób precyzyjny, jeżeli „wskazują one na zbiór okoliczności, które istnieją lub można zasadnie oczekiwać, że zaistnieją, lub na zdarzenie, które miało miejsce lub można zasadnie oczekiwać, że będzie miało miejsce, jeżeli informacje te są w wystarczającym stopniu szczegółowe, aby można było wyciągnąć z nich wnioski co do prawdopodobnego wpływu tego szeregu okoliczności lub zdarzenia

⁶ Por. w szczególności K. Haladyj, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Warszawa 2008, s. 1, 2; T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 29–31.

⁷ LEX nr 247555. Podobnie WSA w Warszawie w wyrokach: z 27.04.2011 r., VI SA/Wa 2480/10, LEX nr 1128899; z 28.08.2012 r., VI SA/Wa 882/12, LEX nr 1345914.

⁸ Wyrok TS z 28.06.2012 r., C-19/11, Markus Gellert przeciwko Daimler AG, pkt 33, EU:C:2012:397 – dalej wyrok C-19/11, Gellert; z 23.12.2009 r., C-45/08, Spector Photo Group NV i Chris Van Raemdonck przeciwko Commissie voor het Bank-, Financien- en Assurantiewezen (CBFA), EU:C:2009:806; zob. także wyroki TS z 7.07.2011 r., C-445/09, IMC Securities BV przeciwko Stichting Autoriteit Financiële Markten, EU:C:2011:459; z 11.03.2015 r., C-628/13, Jean-Bernard Lafonta przeciwko Autorité des Marchés Financiers, EU:C:2015:162; z 15.03.2022 r., C-302/20, Pan A przeciwko Autorité des marchés financiers (AMF), EU:C:2022:190.



na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów pochodnych, powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym lub sprzedawanych na aukcji produktów opartych na uprawnieniach do emisji. [...]”.

Przez „cenotwórczość” informacji należy rozumieć jej potencjał wywołania wpływu na cenę instrumentu finansowego (akcji) z perspektywy racjonalnego inwestora. Potencjalny wpływ informacji na cenę akcji emitenta powinien być **znaczący**⁹.

Ponadto, zgodnie z art. 7 ust. 4 rozporządzenia MAR „do celów ust. 1 informacje, które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny instrumentów finansowych, instrumentów pochodnych [...] oznaczają informacje, których racjonalny inwestor prawdopodobnie wykorzystałby, opierając się na nich w części przy podejmowaniu swych decyzji inwestycyjnych”. Informacja poufna powinna zatem w konsekwencji cechować się nie tylko zdolnością wywarć wpływ na cenę instrumentu finansowego, lecz także przydatnością z perspektywy oceny dokonywanej przez inwestora przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Ustalenie, czy dana informacja spełnia przesłanki definicji legalnej, komplikuje się w świetle wyroku C-19/11, *Geltl*. W wyroku tym TS orzekł, że **poszczególne etapy** procesu, który doprowadzi do zdarzenia będącego informacją poufną, **mogą mieć samoistnie cechy informacji poufnej**. Trybunał przesądził, że podania do publicznej wiadomości mogą wymagać poszczególne etapy, w ramach których kształtuje się finalna treść informacji poufnej. Mowa jest tu o tzw. informacji **wieloetapowej** (co obecnie wynika wprost z art. 7 ust. 3 rozporządzenia MAR).

W przywoływanym orzeczeniu TS wyraził pogląd, stosownie do którego „w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, który ma na celu doprowadzić do zaistnienia określonej okoliczności lub wystąpienia określonego wydarzenia, w rozumieniu tych przepisów [art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6/WE (tzw. dyrektywa MAD) oraz art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124/WE (dyrektywa wykonawcza do dyrektywy MAD)] informacje dokładne stanowią mogą nie tylko tę okoliczność lub to wydarzenie, lecz również etapy pośrednie tego procesu, które są związane z urzeczywistnieniem tejże okoliczności lub tegoż wydarzenia”¹⁰.

Jednocześnie w powołanym orzeczeniu TS wskazał, że należy badać oddzielnie każdą z przesłanek oceny, czy mamy do czynienia z informacją poufną. Oznacza to, że nawet jeśli dana informacja ma potencjalnie bardzo duży wpływ na cenę akcji emitenta, to nie wpływa to na zaostreżenie (albo złagodzenie) wymogów co do precyzyjności informacji. W każdym przypadku należy badać niezależnie zarówno, czy dany etap procesu ma charakter cenotwórczy, jak i to, czy jest dostatecznie precyzyjny, aby mógł stanowić informację poufną wymagającą przekazania do publicznej wiadomości. Wymaga podkreślenia, że cytowane stanowisko TS znajduje pełne odzwierciedlenie

w dotychczasowej praktyce orzeczniczej Komisji Nadzoru Finansowego¹¹.

Przywołane stanowisko TS i praktyka Komisji Nadzoru Finansowego nie stanowią jednak argumentu przemawiającego za odrzuceniem z góry dopuszczalności przekazywania akcjonariuszowi dominującemu informacji poufnej przed jej upublicznieniem zgodnie z przywołaną zasadą powszechnego i równego dostępu inwestorów do informacji poufnej na rynku regulowanym. Byłby to pogląd uproszczony, a wręcz powierzchowny. Wszak obowiązki informacyjne spółki giełdowej nie mogą prowadzić do paraliżu jej funkcjonowania. Prawoznawstwo zwane niegdyś *jurysprudencją prawniczą* oznacza roztropność prawniczą, która za pomocą zasad prawa i rozumowania prawniczego promuje poszukiwanie rozwiązań praktycznych i słuszych. Wybitny filozof prawa, Ronald Dworkin, ujmował to następująco: „Każdy argument prawa o praktycznym znaczeniu bez względu na to jak jest szczegółowy i konkretny, zakłada taką abstrakcyjną podstawę, jakiej dostarcza mu prawoznawstwo”¹².

Praktyka obrotu opowiadająca się przeciwko dopuszczalności przekazywania przez emitenta akcjonariuszowi dominującemu informacji poufnej przed jej upublicznieniem zdaje się nie dostrzegać treści przepisu art. 10 ust. 1 rozporządzenia MAR. Stosownie do przepisu art. 10 ust. 1 rozporządzenia MAR: „Do celów niniejszego rozporządzenia bezprawne ujawnienie informacji poufnych ma miejsce wówczas, gdy osoba znajduje się w posiadaniu informacji poufnych i ujawnia te informacje innej osobie, z wyjątkiem przypadków, gdy ujawnienie to odbywa się w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków”. Powyższa zasada sprowadza się do tego, że dostęp do informacji poufnej powinny mieć te osoby, które w normalnym toku rzeczy (w związku z pełnioną funkcją) muszą mieć do takiej informacji dostęp, aby zapewnić prawidłowe funkcjonowanie spółki.

Przepis art. 8 ust. 4 rozporządzenia MAR wprost rozpoznaje **jako naturalną sytuację, w której akcjonariusz ma dostęp do informacji poufnych**¹³. Tym samym prawodawca unijny trafnie dostrzega, że w normalnym toku rzeczy w wypracowaniu istotnych decyzji dotyczących spółki udział mogą brać nie tylko członkowie jej organów, pracownicy, współpracownicy czy doradcy, lecz **także akcjonariusze**. Oczywiście chodzi tutaj o dominujących akcjonariuszy, którzy wywierają wpływ na kierunek prowadzenia spraw spółki.

Co więcej, dopuszczalność prowadzenia selektywnego dialogu między członkami organów emitenta a dominującym akcjonariuszem **nie budzi wątpliwości w europejskiej doktrynie prawa rynku kapitałowego**¹⁴. Podkreśla się przy tym, że: „Biorąc [...] pod uwagę pozycję akcjonariusza kontrolującego, który z pewnością jest główną osobą mającą dostęp do informacji poufnych, musimy stwierdzić, że może on otrzymywać informacje poufne od dyrektorów pod

9 M. Ventoruzzo, C. Picciau [w:] *Market Abuse Regulation (2nd Edition): Commentary and Annotated Guide*, red. M. Ventoruzzo, S. Mock, Oxford EU Financial Regulation, March 2022, B.7.72, s. 283–284: *this requirement is explained by employing the concept of „materiality”, which indicates that the information must be „material” or otherwise „a significant component” of an investment decision. This generally includes not any information that might be considered important for investment choices, but only information that is likely to be taken into consideration by a reasonable investor.*

10 Wyrok C-19/11, *Geltl*, pkt 40.

11 Por. decyzja KNF z 4.03.2014 r. (Rafako S.A.) oraz decyzja KNF z 14.07.2022 r. (BBI Development S.A.).

12 R. Dworkin, *Imperium prawa*, Warszawa 2006, s. 94.

13 Por. R. Woźniak, *Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego*, Warszawa 2017, Legalis, rozdział IV: *Elementy definicyjne informacji poufnej w prawie europejskim*, § 6: *Zakres podmiotowy* i cytowaną tam literaturę.

14 Por. w szczególności C. Mosca, *Director–Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, „European Company and Financial Law Review” 2019/4, s. 805–856; C. Mosca [w:] *Market Abuse Regulation (2nd Edition): Commentary and Annotated Guide*, red. M. Ventoruzzo, S. Mock, Oxford EU Financial Regulation, March 2022, B.10.64–66, s. 370.