

Architektura systemu przesyłania informacji poufnych i raportów (uwagi na tle art. 58 Ustawy o ofercie publicznej i przepisów związkowych)

Architektura systemu przesyłania przez spółki publiczne raportów bieżących i okresowych nie była dotychczas przedmiotem badań, zarówno na tle poprzednio obowiązujących ustaw regulujących publiczny obrót papierami wartościowymi, jak i obecnej ustawy o ofercie publicznej. Szczególne miejsce w tym systemie zajmują „agencje informacyjne” (art. 58 Ustawy o ofercie publicznej). Przedmiotowe zasady wymagają bliższej analizy, gdyż nie tylko dotyczą jednej z fundamentalnych kwestii rynku kapitałowego, lecz niezależnie od istotnych przeobrażeń rynku kapitałowego na przestrzeni blisko ostatnich dwudziestu lat, pozostają one w praktyce niezmienione. Wychodząc naprzeciw tym potrzebom, niniejsze opracowanie stanowi bliższą analizę podstawowych zasad systemu publikacji wiadomości przez emitentów, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w Polsce, jako państwie macierzystym, ze szczególnym uwzględnieniem zasad funkcjonowania agencji informacyjnych.

Zarys historyczny

1. Pierwsza ustawa regulująca funkcjonowanie rynku kapitałowego, ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹ (dalej: „p.o.p.w.f.p.”), wprowadziła instytucję „agencji informacyjnej” do systemu publikacji informacji dotyczących emitentów. Na mocy art. 51 § 2, emitent (lub wprowadzający) był obowiązany niezwłocznie dostarczyć Komisji Papierów Wartościowych informacje o każdej zmianie danych zawartych w prospekcie, w okresie jego ważności, a na podstawie art. 51 § 3², „[w] razie gdy zmiana danych, o których mowa w § 2, może w znaczący sposób wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego, emitent oraz wprowadzający [miał] obowiązek przekazać je niezwłocznie do agencji informacyjnej wskazanej przez Komisję, zwanej dalej „agencją informacyjną”, oraz opublikowania ich w

¹ Tekst pierwotny: Dz.U. Nr 35, poz. 155 z późn. zm.; tekst jednolity: Dz.U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 z późn. zm.

² Art. 51 § 2 i 3 w brzmieniu nadanym przez art. 1 pkt 35) ustawy z dnia z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw, która weszła w życie z dniem 14 lutego 1994 r. (Dz.U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17).

dwóch dziennikach ogólnopolskich, w terminie 7 dni od zaistnienia zmiany lub powzięcia informacji o zmianie przez emitenta lub wprowadzającego”.

Komisja Papierów Wartościowych wskazała w uchwale nr 215 z dnia 7 lipca 1994 r. w sprawie wskazania agencji informacyjnej, o której mowa w ustawie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych³ Polską Agencję Prasową S.A. jako agencję informacyjną, o której mowa w p.o.p.w.f.p., ze skutkiem od dnia podjęcia uchwały.

Z kolei, na podstawie art. 52 § 1, po upływie terminu ważności prospektu emitent miał obowiązek przekazywać równocześnie Komisji, spółce prowadzącej giełdę, na której notowane są papiery wartościowe emitenta, oraz agencji informacyjnej informacje o wszelkich zdarzeniach, które mogłyby w sposób znaczący wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego, w terminie 24 godzin od zajścia zdarzenia lub powzięcia o nim informacji przez emitenta. Na podstawie art. 52 § 2, emitent był zobowiązany do przekazywania równocześnie Komisji, spółce prowadzącej giełdę, na której notowane są papiery wartościowe emitenta, oraz agencji informacyjnej informacje bieżące i okresowe⁴.

2. Rozwiązania te zasadniczo powtórzyła ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁵ (dalej: „p.o.p.w.”). Na podstawie art. 81 ust. 1 (w pierwotnym brzmieniu) od dnia udostępnienia prospektu do publicznej wiadomości emitent był obowiązany do równoczesnego przekazywania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, spółce prowadzącej giełdę, na której notowane były papiery wartościowe emitenta, lub spółce prowadzącej dla tych papierów rynek pozagiełdowy, m.in., (i) informacji o wszelkich zdarzeniach, które mogłyby w sposób znaczący wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego⁶, (ii) informacji bieżących i okresowych, a po upływie 20 minut od chwili przekazania informacji tym podmiotom - także wskazanej przez Komisję agencji informacyjnej.

³ Dz.Urz. KPW Nr 4, poz. 101.

⁴ Art. 52 § 2 i 3 w brzmieniu określonym przez art. 1 pkt 36) ustawy powołanej w przypisie 2.

⁵ Tekst pierwotny: Dz.U. z 1997 r. Nr 118, poz. 754 z późn. zm.; ostatni tekst jednolity: Dz.U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 z późn. zm.

W wykonaniu tego przepisu, Komisja wskazała Polską Agencję Prasową S.A. jako agencję informacyjną (§ 1 uchwały Nr 199 KPWiG z dnia 19 kwietnia 2000 r. w sprawie wskazania agencji informacyjnej, o której mowa w ustawie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi)⁷. Funkcję agencji informacyjnej pełniła Polska Agencja Prasowa S.A. od dnia „wejścia w życie umowy zawartej pomiędzy Komisją a Polską Agencją Prasową S.A.” (§ 2 uchwały)⁸. Przepisy przejściowe p.o.p.w. (art. 184-192) nie zawierały podstawy prawnej niezbędnej do formalnego zapewnienia ciągłości działania PAP S.A.⁹ w okresie od dnia wejścia w życie p.o.p.w. do dnia wejścia w życie powyższej umowy, tak jak uczyniono w stosunku do innych podmiotów regulowanych na gruncie tej ustawy.

Następnie, art. 81 ust. 1a p.o.p.w.¹⁰ ustalił, że sposób przekazywania do publicznej wiadomości informacji, o których mowa w art. 81 ust. 1 tej ustawy, określała Komisja „wskazując w drodze uchwały podmiot, który upowszechnia przekazane informacje, zwany dalej >agencją informacyjną<”.

Ponadto, na podstawie art. 81 ust. 8 p.o.p.w.¹¹ Minister Finansów określił wymagania organizacyjne i techniczne jakie musiały być spełniane przez emitentów w toku wykonywania obowiązków, o których była mowa w art. 81 ust. 1 tej ustawy¹².

Stan obecny

⁶ Od dnia 1 maja 2004 r. - „informacji poufnych” w brzmieniu nadanym przez art. 1 pkt 60) lit. a) ustawy z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (Dz.U. Nr 64, poz. 594).

⁷ Dz.Urz. KPWiG Nr 5, poz. 93.

⁸ Na mocy § 4 uchwały, z dniem wejścia w życie umowy pomiędzy Komisją a Polską Agencją Prasową S.A., utraciła moc poprzednio obowiązująca Uchwała Nr 215 KPWiG, powołana w przypisie 3.

⁹ Por. § 30 ust. 2 pkt 3) i 4) Rozporządzenia Prezesa Rady Ministrów z dnia 20 czerwca 2002 r. w sprawie „Zasad techniki prawodawczej” (Dz.U. Nr 100, poz. 908).

¹⁰ Art. 81 ust. 1a dodany na mocy art. 4 pkt 58 lit. b) ustawy z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy o postępowaniu egzekucyjnym w administracji, ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, ustawy o dopłatach do oprocentowania niektórych kredytów bankowych, ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, ustawy - Ordynacja podatkowa, ustawy o finansach publicznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych - w związku z dostosowaniem do prawa Unii Europejskiej, z mocą od dnia 15 stycznia 2001 r. (Dz.U. Nr 122, poz. 1315).

¹¹ Art. 81 ust. 8 dodany przez art. 1 pkt 60 lit. f) ustawy powołanej w przypisie 6, z dniem 1 maja 2004 r.

¹² Rozporządzenie Ministra Finansów dnia 23 kwietnia 2004 r. w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania informacji na podstawie przepisów o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. Nr 94, poz 907), które weszło w życie z dniem 1 października 2004 r.

1. Jakkolwiek ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹³ (dalej: „ustawa o ofercie publicznej”; przepisy powoływane dalej bez oznaczenia oznaczają przepisy tej ustawy), która weszła w życie z dniem 24 października 2005 r., zmieniła funkcjonowanie rynku kapitałowego, architektura systemu dystrybucji informacji przez emitentów nie uległa zasadniczej zmianie, poza teoretycznym umożliwieniem więcej niż jednemu podmiotowi działania w charakterze agencji informacyjnej.

2. Na podstawie art. 56 ust. 1 (w pierwotnym brzmieniu), emitent, którego papiery wartościowe były przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub były dopuszczone do obrotu na tym rynku, był obowiązany do równoczesnego przekazywania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (a następnie Komisji Nadzoru Finansowego¹⁴) i spółce prowadzącej ten rynek regulowany, a po upływie 20 minut od chwili przekazania tym podmiotom - także do publicznej wiadomości:

(1) informacji poufnych, w rozumieniu art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹⁵ (dalej: „ustawa o obrocie instrumentami finansowymi”), zwanych dalej „informacjami poufnymi”;

(2) informacji bieżących i okresowych - zgodnie z przepisami mającymi zastosowanie emitenta w zależności od rynku, na którym papiery wartościowe tego emitenta były dopuszczone do obrotu (lub w stosunku, do którego emitent ubiegał się o ich dopuszczenie do obrotu).

Obecnie, zgodnie z art. 56 ust. 1¹⁶, 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:

¹³ Tekst pierwotny: Dz.U. Nr 184, poz. 1539; obecnie tekst jednolity Dz.U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.

¹⁴ Organem nadzoru nad rynkiem kapitałowym oraz rynkiem instrumentów finansowych jest Komisja Nadzoru Finansowego na mocy ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, która weszła w życie z dniem 19 września 2006 r. (Dz.U. Nr 157, poz. 1119).

¹⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm.).

¹⁶ Art. 56 ust. 1 w brzmieniu nadanym przez art. 1 pkt 47) lit. a) ustawy z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do

(1) informacji poufnych, w rozumieniu art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;

(2) informacji bieżących i okresowych - zgodnie z przepisami mającymi zastosowanie emitenta w zależności od rynku, na którym papiery wartościowe tego emitenta są dopuszczone do obrotu.

Ponadto, na podstawie art. 56 ust. 2 informacje, o których mowa w art. 56 ust. 1 pkt 1) (informacje poufne), emitent jest obowiązany:

(1) przekazać niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie, lub po powzięciu o nich wiadomości, nie później jednak niż w terminie 24 godzin;

(2) umieścić w sieci Internet na swojej stronie, z wyłączeniem danych osobowych osób, których te informacje dotyczą.

Komisja gromadzi informacje, o których mowa w art. 56 ust. 1, oraz zapewnia powszechny i stały dostęp do tych informacji¹⁷, przy uwzględnieniu konieczności zagwarantowania bezpieczeństwa informacji oraz pewności źródła informacji (art. 56 ust. 1a¹⁸). Zapewnienie dostępu do przedmiotowych informacji stanowi implementację systemu scentralizowanego gromadzenia informacji regulowanych (*officially appointed mechanism*), o którym mowa w art. 21 ust. 2 Dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE¹⁹.

3. Z kolei sposób przekazywania przez emitenta powyższych informacji do publicznej wiadomości określa art. 58.

zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw (Dz.U. z 2008 r. Nr 231, poz. 1547), ze skutkiem od dnia 13 stycznia 2009 r.

¹⁷ Dostęp ten jest możliwy za pośrednictwem strony internetowej: <http://moam2.knf.gov.pl/>.

¹⁸ Art. 56 ust. 1a dodany przez art. 1 pkt 47) lit. b) ustawy powołanej w przypisie 16, ze skutkiem od dnia 1 stycznia 2009 r.

¹⁹ *Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC* (Dz.Urz.UE.L 2004 Nr 390/38).

W pierwotnym brzmieniu art. 58 ust. 1, emitent „[miał] obowiązek przekazywania do publicznej wiadomości informacji, o których mowa w art. 56 ust. 1, za pośrednictwem jednej lub więcej osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej, wskazanej w drodze uchwały przez Komisję, zwanej dalej >agencją informacyjną<”. Na podstawie art. 58 ust. 2, agencja informacyjna była „zobowiązana do zapewnienia powszechnego dostępu do informacji, o których mowa w art. 56 ust. 1, niezwłocznie po ich otrzymaniu od emitenta”.

Jak wynika z uzasadnienia projektu ustawy w zakresie dotyczącym art. 58 „wprowadzenie przepisów ma na celu usprawnienie systemu przekazywania informacji na rynku kapitałowym, jest również zgodne z kierunkiem zmian proponowanych w Unii Europejskiej oraz powoduje zapobieżenie konfliktom pojawiającym się między agencją informacyjną powołaną do pełnienia funkcji dystrybuowania informacji na rynku kapitałowym a emitentami, co jest uzasadnione okolicznością uzyskiwania stosownych korzyści przez taką agencję.”²⁰

Polska Agencja Prasowa S.A. nadal była jedyną agencją wskazaną przez Komisję, pośredniczącą w publikacji raportów. Niestety, podobnie jak było w przypadku p.o.p.w., przepisy przejściowe do ustawy o ofercie publicznej (art. 128-131) nie zawierały podstawy prawnej niezbędnej do formalnego zapewnienia ciągłości działania PAP S.A. W tym zakresie trudno uznać przepis art. 128 ust. 8 („Pozostają w mocy zgody i zezwolenia udzielone przez Komisję przed dniem wejścia ustawy w życie.”) za wystarczający z uwagi na inny jego przedmiot i przedmiot uchwały „wskazującej” (później: decyzji) Komisji podejmowanej na podstawie art. 58 ust. 1.

Zasady powyższe obowiązywały do dnia 12 stycznia 2009 r.

4. Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw²¹ wprowadziła z dniem 13 stycznia 2009 r. (na mocy art. 1 pkt 49)): (i) modyfikację trybu określania podmiotów uprawnionych

²⁰ Rządowy projekt ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych; druk nr 3970 z dnia 26 kwietnia 2005 r.

²¹ Dz.U. z 2008 r. Nr 231, poz. 1547.

do działania w charakterze agencji informacyjnych, bowiem na mocy zmienionego art. 58 ust. 1 wskazywanie takich podmiotów odbywa się w drodze decyzji Komisji, a więc po przeprowadzeniu postępowania administracyjnego na wniosek zainteresowanego podmiotu, oraz (ii) rozszerzyła poprzez zmianę przepisów art. 58 ust. 1 oraz art. 58 ust. 2 katalog informacji, które emitent jest zobowiązany do przekazywania do publicznej wiadomości, tj., poza informacjami, o których mowa w art. 56 ust. 1, dodano informacje wymienione w art. 70 pkt 1) i 3). Należy w tym miejscu odnotować, że szereg innych przepisów nakłada na emitentów obowiązek publikacji informacji za pośrednictwem agencji informacyjnej (o czym mowa w dalszej części niniejszego artykułu).

W konsekwencji zmiany art. 58 ust. 1, na podstawie art. 58 ust. 3 (dodanego na mocy art. 1 pkt 49) ustawy z dnia 4 września 2008 r.), Minister Finansów został upoważniony do określenia kryteriów „jakie muszą spełniać podmioty ubiegające się o status agencji informacyjnej, z uwzględnieniem konieczności zapewnienia tym podmiotom możliwości należytego wykonywania obowiązku, o którym mowa w art. 58 ust. 2 przy zachowaniu przez te podmioty poufności uzyskanych informacji, nie zwiększając w istotnym stopniu kosztów uczestnictwa emitentów w rynku kapitałowym”. Delegacja ta została wykonana w drodze rozporządzenia z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie kryteriów, jakie muszą spełniać podmioty ubiegające się o status agencji informacyjnej²², które weszło w życie z dniem 26 lutego 2009 r. (dalej: „Rozporządzenie 2009”).

Zmiana art. 58 ust. 1 zmierzała do zniesienia istniejącego do tego czasu *de facto* monopolu pośrednictwa w publikacji informacji sprawowanego przez Polską Agencję Prasową S.A., który to zamiar został wyrażony w rządowym uzasadnieniu projektu przedmiotowej ustawy (autopoprawka z 4 czerwca 2008 r., druk nr 63-A)²³: „(...) proponowany przepis ma na celu umożliwienie konkurowania agencji informacyjnych oraz pewną zachętę dla podmiotów innych niż PAP do ubiegania się o status agencji informacyjnej. W obecnym stanie prawnym podmioty inne niż PAP nie zabiegały o taki status, mimo możliwości prawnych i ogłoszonych kryteriów wyboru agencji.” Jednakże, z uwagi na fakt, że w KNF nie publikuje uchwał (decyzji) dotyczących agencji informacyjnych w wydawanym przez siebie „Dzienniku Urzędowym”, z formalnego punktu

²² Dz.U. Nr 31, poz. 210.

²³ <http://orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/0/BFACCC6F7EC684AF2C125747200582309?OpenDocument>.

widzenia trudno ustalić, ile i które konkretnie podmioty posiadają obecnie status agencji informacyjnej.

Tym niemniej, pomimo dążenia do zniesienia faktycznego monopolu PAP S.A., zachowała ona uprzywilejowaną pozycję w stosunku do pozostałych agencji informacyjnych, gdyż na mocy art. 7 ustawy z dnia 4 września 2008 r. nie musi ona spełniać kryteriów Rozporządzenia 2009 r.²⁴ Jak wynika z rządowego uzasadnienia projektu tej ustawy²⁵ kierowano się potrzebą zapewnienia ciągłości działania systemu publikacji raportów przez co najmniej jedną (istniejącą) agencję informacyjną w sytuacji, gdy z oczywistych względów w dacie wejścia w życie omawianej nowelizacji trudno było mówić o działalności podmiotu innego niż PAP S.A. w charakterze agencji informacyjnej („Przepis przejściowy o zaproponowanej treści ma na celu umożliwienie podmiotowi działającemu w chwili wejścia w życie ustawy nowelizującej ustawę o ofercie jako agencja informacyjna pełnienia tej roli w dalszym ciągu, bez konieczności spełnienia wymagań wynikających z nowego brzmienia art. 58 ustawy o ofercie i zapobieżenia w ten sposób możliwości zaistnienia sytuacji, w której brak byłoby podmiotu posiadającego status agencji informacyjnej. (...).” Jakkolwiek trudno odmówić słuszności takiemu uzasadnieniu, to budzi sprzeciw brak obowiązku PAP S.A. spełniania kryteriów Rozporządzenia 2009. Nie istnieje bowiem istotny powód, aby nie wymagać od danego podmiotu spełniania kryteriów, które winny spełniać inne podmioty należące do tej samej kategorii, a więc również nie wymagać dostosowania prowadzonej działalności do warunków wyznaczonych przez akt wykonawczy wynikający ze (zmienionej) ustawy Postulat ten jest tym bardziej uzasadniony, że w analogicznych sytuacjach taki obowiązek jest powszechnie stosowany²⁶.

Analiza obecnego stanu architektury

1. Przepisy ustawy o ofercie publicznej oraz Rozporządzenia 2009 pozwalają na przedstawienie kilku podstawowych cech architektury systemu z punktu widzenia obowiązków emitenta i roli agencji informacyjnych:

²⁴ „Art. 7. Podmiot wskazany jako agencja informacyjna w dniu wejścia w życie niniejszej ustawy zachowuje swoje uprawnienia. Do takiego podmiotu art. 58 ust. 1 ustawy, o której mowa w art. 1, w brzmieniu nadanym niniejszą ustawą oraz przepisów wydanych na podstawie art. 58 ust. 3 ustawy, o której mowa w art. 1, nie stosuje się.”

²⁵ Dokument powołany w przypisie 23.

- (a) emitent jest zobowiązany do równoczesnego przekazywania informacji poufnych oraz informacji bieżących i okresowych:
 - (i) Komisji Nadzoru Finansowego,
 - (ii) spółce prowadzącej rynek regulowany,
 - (iii) do publicznej wiadomości,
- (b) informacje poufne, emitent jest obowiązany:
 - (i) przekazać niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie, lub po powzięciu o nich wiadomości, nie później jednak niż w terminie 24 godzin;
 - (ii) umieścić w sieci Internet na swojej stronie.
- (c) przekazywaniu do publicznej wiadomości podlegają informacje, o których mowa w art. 56 ust. 1 (wskazane wyżej informacje poufne oraz informacje bieżące i okresowe) i art. 70 pkt 1) i 3) (odpowiednio, informacje określone w art. 69 oraz wykaz akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby głosów na walnym zgromadzeniu) za pośrednictwem agencji informacyjnej, przy czym agencja informacyjna zapewnia powszechny dostęp do informacji, o których mowa w art. 56 ust. 1 i art. 70 pkt 1) i 3), niezwłocznie po ich otrzymaniu od emitenta.

2. Z powyższych przepisów wynika, że agencja informacyjna otrzymuje przedmiotowe informacje bezpośrednio od emitenta, a więc bez angażowania lub pośrednictwa KNF lub jej Urzędu. Jak należy zakładać, agencja będzie otrzymywała i publikowała informacje po podpisaniu stosownej umowy z emitentem (umowy takie zawierała KPWiG z PAP S.A.²⁷).

Konkluzja ta prowadzi również do dalszych wniosków, że w sytuacji działania kilku agencji informacyjnych, emitenci mogą wybierać, za pośrednictwem której z nich (jednej lub więcej) będą publikować dotyczące ich informacje poufne i raporty. Ponadto, z drugiej strony, jest prawdopodobne, że dana agencja może nie być upoważniona do publikowania informacji i raportów wszystkich emitentów, gdy nie zostaną zawarte przez nią stosowne umowy z wszystkimi emitentami.

²⁶ Tytułem przykładu, obowiązek dotyczący podmiotów prowadzących działalność maklerską wynikający z art. 216 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538.).

²⁷ Por. Uchwałę KPWiG powołaną w przypisie 7.

Ustawa o ofercie publicznej nie przesądza czy obowiązkowe pośrednictwo agencji ma być wykonywane na zasadzie odpłatności (jeśli chodzi o koszty ponoszone przez emitentów). Wydaje się jednak, że w sytuacji braku monopolu jednej agencji, ewentualne koszty publikacji nie powinny być wysokie, gdyż samym agencjom może zależeć na pozyskaniu jak największej liczby emitentów w celu poszerzenia zakresu informacji, które są dostępne za ich pośrednictwem. Ponadto, ustawa o ofercie publicznej nie określa w jaki konkretnie sposób lub przy pomocy jakich środków komunikacji emitent miałby przekazywać informacje i raporty agencji informacyjnej, ani też nie deleguje określenia tego sposobu aktom niższego rzędu (poza określeniem w Rozporządzeniu 2009 obowiązku publikacji w „wyspecjalizowanym serwisie ekonomicznym”).

3. Wprawdzie ocena poprawności harmonizacji przedmiotowych regulacji prawa krajowego z regulacjami unijnymi leży poza obranym zakresem niniejszej pracy, lecz można roboczo stwierdzić, że powyższe wnioski znajdują potwierdzenie w stosownych regulacjach unijnych, tj., w Dyrektywie 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE²⁸ (dalej: „Dyrektywa 2004/109”), oraz w Dyrektywie Komisji 2007/14/WE z dnia 8 marca 2007 r. ustanawiającej szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym²⁹ (dalej: „Dyrektywa 2007/14”).

Dyrektywa 2004/109 zasadniczo nie zawiera postanowień regulujących sposób przekazywania informacji. Jednakże, w pkt 25) Preambuły zamieszczono wskazówki zbieżne z powyższymi konkluzjami („(...) rozpowszechniane informacje powinny być udostępniane w macierzystym Państwie Członkowskim w sposób scentralizowany, umożliwiając stworzenie europejskiej sieci, dostępnej w przystępnej cenie dla inwestorów detalicznych, przy czym nie powinny one prowadzić do zbędnego mnożenia wymagań odnoszących się do emitentów. Emitenci powinni korzystać z wolnej konkurencji podczas wybierania środków

²⁸ Publikacja powołana w przypisie 19.

²⁹ *Commission Directive 2007/14/EC of 8 March 2007 laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market* (Dz.U.UE.L. 2007 Nr 69/27).

przekazu lub operatorów w celu rozpowszechniania informacji, w sposób zgodny z niniejszą dyrektywą”).

Bardziej precyzyjne wymogi („minimalne standardy”) co do przekazywania informacji zawierają przepisy art. 12 Dyrektywy 2007/14, spośród nich należy wymienić następujące postanowienia:

- „Informacje regulowane rozpowszechnia się w sposób zapewniający ich dotarcie do jak najszerszego kręgu odbiorców i w jak najbardziej zbliżonym czasie w macierzystym państwie członkowskim lub w państwie członkowskim określonym w art. 21 ust. 3 dyrektywy 2004/109/WE oraz w innych państwach członkowskich” (ust. 2);
- „Informacje regulowane przekazuje się środkom przekazu w formie nieedytowanego, pełnego tekstu. Jednakże w przypadku sprawozdań, o których mowa w art. 4, 5 i 6 dyrektywy 2004/109/WE, wymóg ten uznaje się za spełniony, jeżeli ogłoszenie dotyczące informacji regulowanych jest przekazane środkom przekazu i informuje o witrynie internetowej, na której można zapoznać się z odpowiednimi dokumentami, oprócz urzędowo ustanowionego systemu służącego do scentralizowanego gromadzenia informacji regulowanych, o którym mowa w art. 21 tej dyrektywy” (ust. 3);
- „Informacje regulowane przekazuje się środkom przekazu w sposób zapewniający bezpieczeństwo komunikacji, minimalizujący ryzyko zniekształcenia danych lub dostępu osób nieupoważnionych oraz gwarantujący pewność co do źródła informacji regulowanych (...) (ust. 4)” .

Analiza aktów wykonawczych

1. Szczegółowa analiza przepisów Rozporządzenia 2009 pozwala na poczynienie kilku konkluzji aprobujących, jak i krytycznych.

Przede wszystkim, należy ocenić pozytywnie przepisy Rozporządzenia, które wymagają od wnioskodawców zapewnienia poufności informacji otrzymywanych od emitentów przed ich przekazaniem do wiadomości publicznej, ich wyczerpującego charakteru (informacje publikowane przez agencję winny „zawierać wszystkie elementy informacji otrzymanych od emitenta”), integralności (zakaz ingerencji w treść informacji) i bezpłatności

publikacji (w szczególności, przepisy § 2 pkt 4), 6), 7) i 9)). Z aprobatą należy również ocenić wymogi dotyczące zapewnienia bezpieczeństwa i ciągłości działania systemu publikowania informacji oraz posiadania niezbędnych środków organizacyjnych takich, jak udzielanie emitentom pomocy technicznej „w zakresie udostępnianych przez agencję informacyjną własnych narzędzi” oraz prowadzenia archiwum informacji (przepisy § 2 pkt 8), 10), 11) i 13)).

Z drugiej strony Rozporządzenie 2009 zawiera przepisy, których poprawność budzi wątpliwości. Zgodnie z § 2 pkt 3), podmiot ubiegający się o status agencji informacyjnej winien zapewnić „niezwłoczne publikowanie w serwisie, o którym mowa w pkt 1 [tj., w elektronicznym systemie publikowania informacji z wyspecjalizowanym serwisem ekonomicznym], wszystkich informacji przekazywanych przez emitenta na podstawie art. 56 ust. 1, art. 65, art. 70 pkt 1 i 3, art. 80³⁰ i art. 86 ust. 2 ustawy [o ofercie publicznej] oraz art. 160 ust. 4 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi”. W pierwszej kolejności należy stwierdzić, że przedmiotowe określenie obowiązków wykracza poza delegację ustawową (art. 58 ust. 3 upoważnia jedynie do „określenia kryteriów”)³¹.

Ponadto, o ile obowiązek niezwłocznego publikowania informacji nie budzi sprzeciwu, to określenie przedmiotu takiego obowiązku należy do materii ustawowej, a w szczególności winno być objęte - w ramach przyjętej techniki legislacyjnej - przepisami art. 58 ust. 1 lub 2. Tym samym, wskazanie tego katalogu przepisów w Rozporządzeniu 2009 może być uznane za *superfluum*, skoro wynika już z art. 58 ust. 1 i 2 i innych przepisów ustawy (i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). W rezultacie, omawiane zabiegi legislacyjne należałoby ocenić jako niedoskonałą próbę naprawienia swego rodzaju przeoczenia ustawodawcy polegającego na pominięciu w ustawie o ofercie publicznej podsumowania przedmiotowych przepisów (o ile w ogóle zachodzi potrzeba tego typu). Oczywiście, trudno spodziewać, że agencja informacyjna odmówi publikacji przedmiotowych informacji z powodu powyższego mankamentu, lecz zasady prawidłowej legislacji wymagają określenia przedmiotowego obowiązku w akcie wyższego rzędu³².

³⁰ Precyzyjnie, winno być „art. 80 ust. 1 i 3”.

³¹ Por. również § 115, 116, 118 i 121 rozporządzenia powołanego w przypisie 9.

³² Por. § 2 rozporządzenia powołanego w przypisie 9.

Kolejnym mankamentem przepisów art. 58 ust. 1 lub 2 oraz § 2 pkt 3) Rozporządzenia 2009 jest to, że nie wyczerpują wszystkich wypadków, w których konieczne jest działanie agencji informacyjnej. Szereg przepisów rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań³³, wymaga, aby ogłoszenia związane z przeprowadzaniem wezwania były dokonywane za pośrednictwem agencji informacyjnej (§ 5 ust. 1, § 6 ust. 3, § 8 ust. 4, § 10 ust. 1). Ponadto, zgodnie z § 3 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 14 listopada 2005 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu³⁴, podmiot pośredniczący ogłasza - poprzez przekazanie co najmniej jednej agencji informacyjnej, o której mowa w art. 58 ust. 1 ustawy, oraz poprzez publikację w co najmniej jednym dzienniku o zasięgu ogólnopolskim - zamiar nabycia akcji w drodze przymusowego wykupu, wraz z informacjami na temat przymusowego wykupu załączonymi do zawiadomienia, o którym mowa w art. 82 ust. 5 ustawy (...). Ponownie, jak stwierdzono powyżej na tle Rozporządzenia 2009, określenie przedmiotu obowiązku publikacji odnośnych informacji przez znaczących inwestorów należy do materii ustawowej.

Wobec powyższych mankamentów, należy stwierdzić, że enumeratywne powoływanie § 2 pkt 3) Rozporządzenia 2009 przepisów określających informacje podlegające przekazaniu do publicznej wiadomości jest zbędne. Zamiast tego, wystarczyłoby określenie w art. 58 ust. 1 przedmiotowego obowiązku w sposób generyczny poprzez sformułowanie typu „podmiot podlegający na mocy odrębnych przepisów obowiązkowi przekazywania informacji do publicznej wiadomości, przekazuje te informacje za pośrednictwem jednej lub więcej osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej, wskazanej w drodze decyzji Komisji, zwanej dalej >agencją informacyjną<”. Taki przepis ustawy o ofercie publicznej miałby również ten walor, że nie podlegałby każdorazowej aktualizacji (jak widać, zawodnej) w przypadku poszerzenia lub zawężania katalogu informacji podlegających przedmiotowemu obowiązkowi.

³³ Rozporządzenie wydane na podstawie art. 81 ustawy o ofercie publicznej (Dz. U. Nr 207, poz. 1729 z późn. zm.).

³⁴ Rozporządzenie wydane na podstawie art. 82 ust. 7 ustawy o ofercie publicznej (Dz. U. Nr 229, poz. 1948).

Z kolei, na podstawie § 2 pkt 5) Rozporządzenia 2009, wnioskodawca winien zapewnić „zgodność standardów przesyłania informacji, o których mowa w pkt 3, oraz formatu przesyłanych plików z rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 13 lutego 2006 r. w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (Dz.U. Nr 25, poz. 188)” (dalej: „Rozporządzenie 2006”)³⁵. Przepis ten zasługuje na krytykę z kilku względów.

Po pierwsze, określenie w Rozporządzeniu 2009 obowiązku spełniania wymogów odrębnego rozporządzenia wykracza poza delegację ustawową, na podstawie której to Rozporządzenie zostało wydane (art. 58 ust. 3). Po drugie, Rozporządzenie 2006 jest pierwotnie adresowane do innego kręgu podmiotów - podmiotów nadzorowanych w rozumieniu art. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym³⁶ (dalej: „ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym”), a agencja informacyjna nie jest takim podmiotem. Po trzecie, jeżeli ustawodawca uznaje, że agencja informacyjna powinna spełniać wymogi również rozporządzenia, któremu podlegają „podmioty nadzorowane”, obowiązek ten winien zostać określony w ustawie (tj., w ustawie o ofercie publicznej (...) lub w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym), a nie narzucony („zastępczo”) w innym rozporządzeniu. Po czwarte, wydaje się, że wypełnienie tego obowiązku jest bezprzedmiotowe, gdyż agencja informacyjna zasadniczo nie „przesyła” informacji, lecz „publikuje” we własnym systemie informacje otrzymywane od emitentów.

2. Pomimo wadliwości poddania działalności agencji informacyjnych Rozporządzeniu 2006, kilka uwag należy poświęcić jego postanowieniom.

Przekazywanie informacji przez podmioty nadzorowane (co do zasady, w rozumieniu ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym) jest wykonywane za pośrednictwem systemu teletransmisji pod nazwą „Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji” (dalej: „ESPI”) zarządzanego przez KNF (§ 2). Przekazywanie informacji następuje poprzez łącza z siecią Internet z wykorzystaniem protokołu HTTP, opisywanego przez standard RFC 2616 (§

³⁵ Weszło w życie 25 lutego 2006 r.; do tego dnia obowiązywało, na mocy art. 56 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.), rozporządzenie powołane w przypisie 12.

³⁶ Publikacja ustawy powołana w przypisie 35.

3 ust. 1 zd. pierwsze). Pozostałe przepisy Rozporządzenia 2006 zawierają szczegółowe parametry techniczne przekazywania informacji za pośrednictwem ESPI oraz sposobów postępowania w przypadku awarii ESPI lub zaistnienia zdarzeń uniemożliwiających przekazanie za pośrednictwem ESPI.

3. Przewodniczący KNF na mocy Zarządzenia Nr 19/2010 z dnia 14 kwietnia 2010 r. w sprawie zmiany Zarządzenia Nr 105/2007 Przewodniczącego KNF w sprawie wprowadzenia Regulaminu korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI) określił aktualny tekst jednolity „Regulamin korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI)”³⁷ (dalej: „Regulamin ESPI”), pierwotnie określony na mocy Zarządzenia Nr 105/2007 Przewodniczącego KNF z dnia 27 lipca 2007 r. w sprawie wprowadzenia Regulaminu korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI). Z kolei, Zarządzenie Nr 32/2011 Przewodniczącego KNF z dnia 19 sierpnia 2011 r. zmieniającego zarządzenie w sprawie wprowadzenia Regulaminu korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI) zawiera „Opis Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI)”³⁸.

Z perspektywy agencji informacyjnych, spośród postanowień Regulaminu ESPI należy wymienić § 3, według którego „uczestnikami Systemu [ESPI]” są podmioty nadzorowane, w tym emitenci (pkt 4)), oraz agencje informacyjne (pkt 12)), co niejako przesądza o konieczności przestrzegania przez agencje Regulaminu ESPI. System obejmuje, m.in., „Kancelarię Publiczną” (§ 5 ust. 1 pkt 1)), do której emitenci przekazują informacje na podstawie stosownych przepisów ustawy o ofercie publicznej i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (wymienionych w § 6 ust. 1 pkt 1) oraz również w § 2 pkt 3) Rozporządzenia 2009) oraz „Kancelarię Publiczną MTS-CeTO” (§ 5 ust. 1 pkt 1)), do której informacje przekazują emitenci, których papiery wartościowe są notowane na rynku pozagiełdowym.

Kancelaria Publiczna (Kancelaria Publiczna MTS-CeTO) niezwłocznie po otrzymaniu, w sposób automatyczny, przesyła informację GPW S.A. (BondSpot S.A.) oraz agencjom informacyjnym (odpowiednio, zgodnie z § 6 ust. 2 i 3).

³⁷ http://www.knf.gov.pl/Images/zarzadzenie_19_2010_tcm75-22618.pdf.

W przypadku awarii Systemu lub zaistnienia zdarzeń uniemożliwiających przekazanie informacji za pośrednictwem Systemu, nadawca (emitent) przekazuje je na nośniku CD-ROM w standardzie ISO 9660, z zachowaniem standardów informatycznych określonych w § 24 (§ 28 ust. 2). W takiej sytuacji, uczestnik Systemu odpowiada za wypełnienie obowiązków wynikających z regulacji, o których mowa w § 4, w szczególności za przekazanie informacji podmiotowi prowadzącemu giełdę lub podmiotowi prowadzącemu rynek pozagiełdowy i agencjom informacyjnym (§ 28 ust. 4).

Jak wynika z powyższej analizy przepisów ustawy, Rozporządzenia 2009 i Rozporządzenia 2006, a także przepisów samego Regulaminu ESPI, zastosowanie do agencji informacyjnych postanowień tego Regulaminu oraz pozostałych zarządzeń Przewodniczącego KNF (efektywnie - uczestnictwo w ESPI) sprowadza się w praktyce do podjęcia działań polegających na uzyskaniu i utrzymaniu dostępu do ESPI w celu otrzymywania informacji i raportów od emitentów za pośrednictwem tego Systemu. Jedynie w wyjątkowych, awaryjnych wypadkach (§ 28 ust. 4 Regulaminu), emitent przekazuje informacje bezpośrednio agencjom informacyjnym. Oznacza to, że postępowanie emitenta, które na gruncie ustawy o ofercie publicznej powinno być zasadą, w praktyce przewidywane jest jedynie w przypadkach wyjątkowych.

W istocie rzeczy, Regulamin zawiera merytoryczne postanowienia regulujące sposób funkcjonowania systemu dystrybucji informacji nieprzewidziane przez ustawę lub rozporządzenia. Ponadto, nie precyzuje sposobu zapewnienia równoczesności ich przekazywania przez emitentów uprawnionym podmiotom (KNF, spółka prowadząca rynek regulowany i agencja informacyjna) w przypadku awarii ESPI.

Poglądy doktryny

Jak stwierdzono na wstępie, architektura systemu i uwarunkowania działalności agencji informacyjnych nie były dotychczas przedmiotem badań doktryny³⁹, a autorzy badali

³⁸ http://www.knf.gov.pl/Images/zarzadzenie_32_2011_tcm75-27614.pdf.

³⁹ L. Sobolewski, A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz”, Warszawa 1999; M. Romanowski „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz”, wyd. 2, Warszawa 2003; K. Haładaj „Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz”, Warszawa 2009; M. Glicz „Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych”, [w:] Przegląd Prawa Handlowego, październik 2005.

jedynie przepisy materialnoprawne regulujące obowiązki informacyjne samych emitentów. Stwierdzenie, że „[d]ziałalność w zakresie świadczenia usług agencji informacyjnej jest działalnością reglamentowaną”, która może być prowadzona przez podmioty określone w drodze decyzji KNF⁴⁰, należy uściślić konstatacją, że zakres tej reglamentacji jest wąski i sprowadza się oceny wniosku w toku postępowania o nadanie statusu agencji informacyjnej (art. 58 ust. 1), oraz ewentualnie do badania czy kryteria te spełniane są również po wydaniu przedmiotowej decyzji, a to przy zastosowaniu wykładni rozszerzającej terminu „inne podmioty” („nadzorowi Komisji podlegają (...) inne podmioty - w zakresie, w jakim ciążą na nich określone w odrębnych przepisach obowiązki związane z uczestnictwem w tym rynku”⁴¹).

Konkluzje

Przedstawione w niniejszym opracowaniu przepisy dotyczące architektury systemu dystrybucji informacji i raportów emitentów budzą niedosyt. Wśród najistotniejszych mankamentów regulacji należy wymienić następujące problemy:

- art. 58 ust. 1 (i ust. 2) nieprecyzyjnie (niewyczerpująco) wymienia przepisy, na podstawie których emitent jest zobowiązany przekazywać agencji informacyjnej informacje poufne i raporty, przy czym przy zastosowaniu innej techniki legislacyjnej można byłoby z tego wymieniania w ogóle zrezygnować; przepis ten pomija również inne przepisy zobowiązujące znaczących inwestorów do publikacji odnośnych informacji;
- Rozporządzenie 2009 zawiera sformułowania nieprecyzyjnie oddające sposób publikacji raportów przez agencję informacyjną oraz z punktu widzenia „Zasad techniki prawodawczej” wadliwie poddaje agencję informacyjną wymogom Rozporządzenia 2006 (§ 2 pkt 5));
- zachodzi kolizja pomiędzy treścią art. 58 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej („emitent ma obowiązek przekazywania do publicznej wiadomości informacji (...) za pośrednictwem jednej lub więcej osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej”) a faktycznym sposobem realizacji tego obowiązku określonym przez akt niższego rzędu, tj., zarządzenie Przewodniczącego KNF („Kancelaria Publiczna niezwłocznie

⁴⁰ K. Haładyj „Ustawa o ...”, s. 368-369.

⁴¹ Art. 5 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym.

po otrzymaniu, w sposób automatyczny, przesyła informację Giełdzie oraz agencjom informacyjnym”);

- przepisy regulujące merytorycznie sposób funkcjonowania systemu dystrybucji informacji winny być określone w akcie wyższego rzędu (rozporządzenie w miejsce zarządzenia Przewodniczącego KNF);
- pomimo funkcjonowania kilku agencji informacyjnych, ustawa faworyzuje jedną z nich (zwalnia z przestrzegania określonych wymogów) bez dostatecznego uzasadnienia i stwarza ryzyko (należy pokładać nadzieję, jedynie teoretyczne) naruszenia poufności i integralności publikowanych informacji.

Poza zakresem niniejszej analizy jest ocena technicznych parametrów ESPI i jego niezawodności. Podobnie, zastrzeżenia co do sposobu regulacji działalności uprzywilejowanej agencji informacyjnej, funkcjonującej w chwili wejścia w życie ustawy o ofercie publicznej, nie stanowią oceny czy przedmiotowa agencja spełnia lub nie kryteria, które winny być przestrzegane przez pozostałe agencje.

Być może w ocenie specjalistów z zakresu informatyki i telekomunikacji, dystrybucja informacji i raportów za pośrednictwem ESPI, którego operatorem jest KNF, jest rozwiązaniem optymalnym technicznie i posiada walor zapewnienia równoczesności dystrybucji informacji (choć należy przypuszczać, że nie jest to jedyny sposób możliwości zapewnienia wymaganej równoczesności). Wydaje się jednak, że o ile pośrednictwo ESPI miało do pewnego czasu (ściśle, do 2005 r.) pewne uzasadnienie i walory, obecnie jest to rozwiązanie nie odpowiadające przepisom rangi ustawowej. Jednakże, niezależnie od przyjętego modelu w jakim przedmiotowe informacje mają być publikowane przez emitentów i znaczących inwestorów, przepisy regulujące architekturę systemu dystrybucji, obarczone obecnie licznymi mankamentami, wymagają pilnych wyżej postulowanych zmian, w celu wyeliminowania wątpliwości co do zakresu obowiązków i kompetencji KNF, emitentów, znaczących inwestorów i agencji informacyjnych, a także aby odpowiadały wymogom prawidłowej legislacji.

Warszawa, 2 kwietnia 2012 r.

Paweł Kawarski
radca prawny, kancelaria
Sołtysiński Kawecki & Szlęzak