

TOMASZ SÓJKA

## ZWIĄZEK PRZYCZYNOWY JAKO PRZESŁANKA ODPOWIEDZIALNOŚCI SPÓŁKI PUBLICZNEJ ZA NARUSZENIE OBOWIĄZKÓW INFORMACYJNYCH

### I. ZAGADNIENIA WSTĘPNE

Przedmiotem niniejszego artykułu jest problematyka związku przyczynowego jako przesłanki obowiązku naprawienia szkody wynikłej z nienależytego wypełnienia przez emitentów akcji obowiązków informacyjnych na rynku regulowanym<sup>1</sup> oraz czynnika współkształtującego wielkość należnego poszkodowanemu odszkodowania.

Pod pojęciem obowiązków informacyjnych rozumie się tu nie tylko obowiązki określone w art. 56 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej<sup>2</sup> – a więc obowiązek podawania do publicznej wiadomości informacji bieżących i okresowych oraz informacji poufnych, ale również obowiązek prospektowy (art. 7 ust. 1 ustawy o ofercie). Nienależyte wypełnianie obowiązków informacyjnych oznacza podawanie przez publiczną spółkę akcyjną<sup>3</sup> do publicznej wiadomości w prospekcie emisyjnym lub raporcie (bieżącym, okresowym, zawierającym informację poufną) informacji nieprawdziwej lub przemilczenie takiej informacji, która powinna zostać upubliczniona. Dla uproszczenia przypadki te będą dalej określane jako upublicznienie fałszywej informacji.

Dane dotyczące sytuacji ekonomiczno-prawnej emitenta oraz jego akcji są dla inwestorów podstawowym czynnikiem umożliwiającym prawidłową wycenę akcji. W znacznej mierze na podstawie tych informacji inwestorzy podejmują

---

<sup>1</sup> W art. 14 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z 29 lipca 2005 r. (Dz. U. 2005, Nr 183, poz. 1538) – określanej dalej jako ustawa o obrocie – rynek regulowany zdefiniowany został jako: „działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, [...] zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany”.

<sup>2</sup> Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2005, Nr 184, poz. 1539) – określana dalej jako: ustawa o ofercie.

<sup>3</sup> W zakresie definicji spółki publicznej Kodeks spółek handlowych w art. 4 § 1 pkt 6 odsyła do definicji zawartej w ustawie o ofercie publicznej. W świetle art. 4 pkt 20 ustawy o ofercie spółka publiczna to spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

decyzje o kupnie lub sprzedaży akcji<sup>4</sup>. Upublicznienie przez spółkę fałszywej informacji w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych może więc prowadzić do powzięcia i realizacji błędnych decyzji inwestycyjnych przez uczestników rynku.

W praktyce najczęściej taka błędna decyzja dotyczy kupna po zawyżonej cenie akcji pod wpływem fałszywej informacji o treści pozytywnej dla emitenta i jego akcji (dalej: fałszywa informacja pozytywna). Rzadko zdarza się, by spółka upubliczniła fałszywą informację o negatywnym dla niej znaczeniu (dalej: fałszywa informacja negatywna), czego skutkiem byłaby błędna decyzja inwestorów o sprzedaży jej akcji po zaniżonej cenie. Przedmiotem dalszych rozważań będzie więc przede wszystkim problem kupna akcji pod wpływem fałszywej informacji pozytywnej. W istocie rzeczy jednak sprzedaż akcji pod wpływem fałszywej informacji negatywnej jest niejako „lustrzanym odbiciem” sytuacji, w której inwestor kupuje akcje pod wpływem fałszywej informacji pozytywnej. Dlatego też wszystkie argumenty odnoszące się do tej typowej sytuacji kupna akcji pod wpływem fałszywej informacji pozytywnej będą – w drodze analogii – znajdowały odpowiednie zastosowanie także w odniesieniu do sprzedaży akcji pod wpływem fałszywej informacji negatywnej.

W literaturze przedmiotu nie sposób doszukać się szerszych rozważań na temat sytuacji, gdy inwestor wstrzymuje się od planowanej transakcji kupna akcji pod wpływem fałszywej informacji negatywnej. Wynika to z faktu, że regulacje większości krajów o rozwiniętym rynku kapitałowym wyłączają możliwość dochodzenia roszczeń odszkodowawczych za upublicznianie fałszywych informacji na rynku kapitałowym, jeśli inwestor nie dokonał żadnej transakcji<sup>5</sup>. Abstrahując od ewentualnych trudności dowodowych w tym zakresie, należy na wstępie zaznaczyć, że prawo polskie – a w szczególności art. 98 ustawy o ofercie – co do zasady nie wyklucza dochodzenia roszczeń odszkodowawczych w tego typu przypadkach. Dlatego też problematyka związku przyczynowego w tej szczególnej sytuacji wymagać będzie kilku odrębnych uwag.

Błędne decyzje inwestycyjne z reguły prowadzą do uszczerbku w majątku inwestorów – np. w postaci zapłaty zawyżonej w stosunku do rzeczywistej wartości ceny za określone akcje. W niektórych przypadkach – szczególnie w przypadku nabywania akcji w pierwszej ofercie publicznej – upublicznienie

<sup>4</sup> Z kolei, pod wpływem decyzji podejmowanych jednocześnie przez wielu inwestorów, ukształtowany na rynku regulowanym kurs akcji reaguje na upubliczniane przez emitentów informacje. W związku z tym zjawiskiem w literaturze przedmiotu sformułowano, uzasadnioną badaniami empirycznymi, teorię efektywności informacyjnej rynku kapitałowego, która (w swojej najszerzej akceptowanej, średnio mocnej wersji) głosi, że cena akcji na płynnym rynku kapitałowym odzwierciedla wszystkie publicznie dostępne informacje na temat emitenta i tychże akcji. Na temat teorii efektywności informacyjnej rynku kapitałowego zob. szerzej: E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 25, 1970, s. 383 i n.; W. L. Megginson, *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley 1997, s. 13 i n.; J. Czekał, M. Woś, w: J. Czekał (red.), M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Warszawa 2001, s. 31 i 33.

<sup>5</sup> W orzecznictwie sądów w Stanach Zjednoczonych (tzw. *Birnbaum rule*) oraz w doktrynie niemieckiej przyjmuje się, że inwestor musi dokonać jakiejś transakcji kupna albo sprzedaży akcji, aby mógł dochodzić odszkodowania w rezultacie upublicznienia przez emitenta fałszywej informacji K. J. Hopt, H. Voigt, *Prospekt-und-Kapitalmarktinformationshaftung*, Tübingen 2005, s. 110, *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 F.2d 461 (2<sup>nd</sup> Cir, 1952), *certiorari denied*, 343 U.S. 956 (1952).

falszywej informacji pozytywnej może sprawić, że inwestor nabędzie akcje, których w innym przypadku w ogóle by nie nabył. Negatywną konsekwencją takiej decyzji może być spadek wartości (kursu) tych akcji pod wpływem czynników innych niż fakty, których dotyczyła fałszywa informacja – np. pogarszającej się sytuacji makroekonomicznej. Przedmiotem dalszych rozważań będzie zatem także problem adekwatnego związku przyczynowego pomiędzy błędną decyzją inwestycyjną a wynikającymi z niej uszczerbkami w majątku inwestorów.

Zagadnienie odpowiedzialności odszkodowawczej za nienależyte realizowanie obowiązków informacyjnych na rynku regulowanym zostało unormowane przede wszystkim w art. 98 ustawy o ofercie<sup>6</sup>. W literaturze przeważa pogląd, że przepis ten kształtuje odpowiedzialność typu deliktowego<sup>7</sup>, opartą na konstrukcji domniemania winy osób odpowiedzialnych<sup>8</sup>. Art. 98 ustawy o ofercie nie zawiera jednak żadnych regulacji dotyczących związku przyczynowego – należy zatem odwołać się do unormowań ogólnych Kodeksu cywilnego.

Związek przyczynowy między zdarzeniem wywołującym szkodę a szkodą poniesioną przez poszkodowanego jest, po pierwsze, przesłanką powstania zobowiązania do naprawienia tej szkody przez określoną w ustawie osobę albo osoby<sup>9</sup>. Pełni on także drugą funkcję, a mianowicie: współkształtuje wielkość należnego poszkodowanemu odszkodowania<sup>10</sup>. Zrząd unormowań dotyczących związku przyczynowego na gruncie Kodeksu cywilnego zawarty został w art. 361 § 1 k.c., który stanowi, że zobowiązany do odszkodowania ponosi odpowiedzialność tylko za normalne następstwa działania lub zaniechania, z którego szkoda wynikła. Zgodnie z dominującym w doktrynie i orzecznictwie poglądem, sens powyższej regulacji najlepiej tłumaczy teoria adekwatnego związku przyczynowego. Według tej teorii ustalanie adekwatnego związku przyczynowego przebiega dwuetapowo.

<sup>6</sup> Art. 98 ustawy o ofercie stanowi między innym, że: (ust. 1) „Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną wskutek udostępnienia do publicznej wiadomości nieprawdziwej informacji lub przemilczenia informacji, która powinna być zawarta w dokumentach sporządzanych i udostępnianych w związku z ofertą publiczną dotyczącą papierów wartościowych, dopuszczeniem papierów wartościowych lub instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowym do obrotu na rynku regulowanym lub ubieganiem się o takie dopuszczenie, a także informacji, o której mowa w art. 56 ust. 1 pkt 1, ponosi emitent, z wyjątkiem przypadku określonego w ust. 3, subemitent usługowy, podmiot udzielający zabezpieczenia, wprowadzający lub podmiot ubiegający się o dopuszczenie instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym, jak również osoby, które informację sporządziły lub w jej sporządzeniu brały udział, chyba że ani oni, ani osoby, za które odpowiadają, nie ponoszą winy z zastrzeżeniem ust. 2; (ust. 6) odpowiedzialność osób określonych w ust. 1-5 jest solidarna i nie można jej ograniczyć lub wyłączyć z góry. Nie wyłącza to możliwości zawarcia umowy określającej wzajemne zobowiązania osób z tytułu tej odpowiedzialności”.

<sup>7</sup> A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003, s. 62.

<sup>8</sup> *Ibidem*, s. 61; M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 814.

<sup>9</sup> Z. Radwański, A. Olejniczak, *Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2005, s. 89. Szerzej na temat związku przyczynowego: A. Szpunar, *Odszkodowanie za szkodę majątkową*, Bydgoszcz 1998, s. 81; T. Dybowski *System prawa cywilnego*, t. III, cz. 1. *Prawo zobowiązań, część ogólna*, red. Z. Radwański, Wrocław-Warszawa-Kraków-Łódź, 1981, s. 247 i n.; A. Koch, *Związek przyczynowy jako podstawa odpowiedzialności odszkodowawczej w prawie cywilnym*, Warszawa 1975.

<sup>10</sup> Z. Radwański, A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 86.

W pierwszym etapie należy ustalić, czy określony stan faktyczny, uznawany za szkodę, w ogóle należy do sfery skutków zdarzenia wywołującego odpowiedzialność odszkodowawczą. Dokonuje się tego w drodze operacji myślowej zwanej testem warunku koniecznego (*sine qua non*), w ramach którego ocenia się, czy eliminacja zdarzenia sprawczego prowadzi jednocześnie do analizowanego uszczerbku majątkowego. Jeżeli okaże się, że szkoda jest następstwem zdarzenia sprawczego, bada się, czy należy ona do normalnych następstw zdarzenia sprawczego (test adekwatności)<sup>11</sup>.

W przypadku odpowiedzialności odszkodowawczej za czyn niedozwolony w postaci upublicznienia fałszywej informacji przy wypełnianiu obowiązków informacyjnych spółek publicznych na rynku regulowanym analizie podlegać będzie związek przyczynowy między upublicznieniem fałszywej informacji a negatywnymi konsekwencjami tych zdarzeń, zaistniałymi w majątku inwestorów<sup>12</sup>. Przesłanką powstania obowiązku naprawienia szkód inwestorów jest więc zaistnienie adekwatnego związku przyczynowego między opublikowaniem fałszywej informacji w ramach obowiązków informacyjnych emitenta a podjęciem i realizacją błędnej decyzji inwestycyjnej oraz pomiędzy tą decyzją a jej negatywnymi konsekwencjami majątkowymi.

## II. BŁĘDNA DECYZJA INWESTYCYJNA JAKO NASTĘPSTWO UPUBLICZNIENIA FAŁSZYWEJ INFORMACJI

### 1. Powiązanie kauzalne między upublicznieniem fałszywej informacji a decyzją inwestycyjną (test warunku koniecznego)

#### 1.1. Uwagi ogólne

W ramach testu warunku koniecznego należy ustalić, czy błędna decyzja inwestora w ogóle należy do następstw upublicznienia fałszywej informacji. Dokonuje się tego, badając, czy gdyby inwestor znał prawdę (nie został wprowadzony w błąd fałszywą informacją), to nie podjąłby błędnej decyzji. Jeżeli w przypadku nieupublicznienia przez spółkę fałszywej informacji i prawidłowego zrealizowania przez spółkę obowiązku informacyjnego inwestor podjąłby prawidłową decyzję, a więc w ogóle nie kupiłby przedmiotowych akcji lub kupiłby je po niższej, prawidłowej cenie, należy przyjąć, że pomiędzy fałszywą informacją a błędną decyzją inwestycyjną zachodzi związek przyczynowy<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> Ibidem.

<sup>12</sup> Pojęcie szkody „odnosi się do wszelkich uszczerbków w dobrach lub interesach prawnie chronionych, których poszkodowany doznał wbrew swojej woli” – Z. Radwański, A. Olejniczak, op. cit., s. 89 wraz z podaną tam literaturą. Por. jednak ujęcie negujące zasadność ograniczenia pojęcia szkody do uszczerbków poniesionych wbrew woli poszkodowanego – T. Dybowski, op. cit., s. 214 i n.

<sup>13</sup> Por. M. B. Fox, *Demystifying Causation in Fraud on the Market Actions*, Columbia Law School – The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 261, 4 stycznia 2005 r., [www.ssrn.com/abstract=625361](http://www.ssrn.com/abstract=625361), s. 4 i n.; idem, *Understanding Dura*, Columbia Law School – The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 279 and European Corporate Governance

Ustalenie powiązania kauzalnego między upublicznieniem przez spółkę fałszywej informacji a podjęciem wadliwej decyzji inwestycyjnej jest zawsze kwestią okoliczności konkretnego przypadku<sup>14</sup>. Jednakże analiza hipotetycznej sytuacji, w której eliminuje się fakt upublicznienia fałszywej informacji celem ustalenia jego powiązania z błędną decyzją inwestycyjną, siłą rzeczy musi posługiwać się także „pewnymi generalizacjami, wykorzystując doświadczenie oraz wiedzę o faktach i zależnościach danego rodzaju”<sup>15</sup>.

Mając na uwadze wiedzę o typowych zależnościach między upublicznianymi na rynku informacjami a decyzjami inwestycyjnymi podejmowanymi przez inwestorów, a także orzecznictwo i doktrynę amerykańską oraz niemiecką, można wskazać na pewne generalizacje, które w konkretnym przypadku mogą okazać się przydatne przy przeprowadzaniu testu warunku koniecznego.

## 1.2. Kolejność zdarzeń

Aby można było przyjąć, że kupno akcji przez inwestora było następstwem upublicznienia fałszywej informacji, zlecenie kupna tych akcji albo zapis dotyczący ich objęcia winien zostać złożony po upublicznieniu fałszywej informacji. Złożenie tego zlecenia albo zapisu przed upublicznieniem tej informacji przekreśla istnienie jakiegokolwiek związku przyczynowego, gdyż inwestor nie mógł brać jej pod uwagę w czasie podejmowania decyzji inwestycyjnej, ani w żaden inny sposób nie mogła ona wpływać na jego decyzję.

## 1.3. Fałszywa informacja w świadomości inwestora

### 1.3.1. Konieczność poznania treści fałszywej informacji przez inwestora

Aby można było stwierdzić, że określona fałszywa informacja zawarta w prospekcie emisyjnym była przyczyną kupna (objęcia) akcji albo powstrzymania się od zawarcia tej umowy, poszkodowany inwestor winien wykazać, iż zapoznał się z tą informacją. Powstaje jednak pytanie, czy inwestor musi udowodnić, że zapoznał się z fałszywą informacją bezpośrednio, czytając pierwotne źródło fałszywej informacji – np. prospekt emisyjny, raport kwartalny – czy też wystarczy, iż informacja ta dotarła do niego pośrednio. Należy przyjąć, że wystarczy, jeśli inwestor zapoznał się z fałszywą informacją pośrednio.

Określona informacja staje się podstawą decyzji inwestora, jeśli treść tej informacji zaistnieje w jego świadomości – niezależnie od sposobu, w jaki do niego dotarła<sup>16</sup>. Wymóg bezpośredniego zapoznania się z tą informacją, a więc

Institute (ECGI) Law Working Paper No. 62/2006, listopad 2005, [www.ssrn.com/abstract=764432](http://www.ssrn.com/abstract=764432), s. 9 i n.; R. Watter, *Investorenschaden wegen falscher Rechnungslegung*, w: *Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts*, (red. H. C. Crone, P. Forstmoser, R. H. Weber, R. Zäch), Zürich 2004, s. 429 i n.

<sup>14</sup> A. Koch, op. cit., s. 75.

<sup>15</sup> Ibidem, s. 77.

<sup>16</sup> Stanowisko takie konsekwentnie zajmuje doktryna niemiecka (die Anlagestimmung): O. Gerber, *Die Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz*, Baden-Baden 2001, s. 135; J. Ellenberger, *Prospekthaftung im Wertpapierhandel*, Berlin-New York 2001, s. 39; T. Baums, *Haftung wegen Falschinformationen des Sekundärmarktes*, „Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht” 167, 2003, s. 180; K. J. Hopt, H. Voigt, op. cit., s. 97.

po prostu przeczytania pierwotnego źródła informacji, byłby bezpodstawny. Zaczynając od trywialnego przykładu, ograniczałaby on możliwość dochodzenia roszczeń odszkodowawczych przez osoby, które nie przeczytały informacji samodzielnie, lecz została im ona przeczytana lub zreferowana. Z praktycznego punktu widzenia o wiele istotniejsze jest jednak to, że wymóg bezpośredniego zapoznania się z treścią fałszywej informacji nie uwzględniałby realiów nowoczesnego rynku kapitałowego. Do istotnych elementów infrastruktury rynku kapitałowego należą różne formy „pośrednictwa informacyjnego” – świadczonego np. przez analityków rynkowych czy doradców inwestycyjnych. Na bieżąco analizują oni informacje upubliczniane przez spółki i na tej podstawie – bezpośrednio lub za pośrednictwem środków masowego przekazu – udzielają inwestorom rekomendacji i ocen dotyczących określonych papierów wartościowych<sup>17</sup>.

Wydaje się, że rekomendacje i analizy „pośredników informacyjnych” nie muszą w sposób konkretny wskazywać fałszywej informacji jako podstawy swoich wniosków. Wystarczy, jeśli z charakteru wypowiedzi komentatorów ekonomicznych, analityków czy doradców inwestycyjnych wynika, że nie znają oni prawdziwej sytuacji ekonomicznej emitenta, gdyż działają pod wpływem fałszywej informacji. Innymi słowy wystarczy, że wskazują oni na opłacalność kupna (objęcia) przedmiotowych akcji, biorąc pod uwagę fałszywą informację pozytywną<sup>18</sup>.

Oczywiście z teoretycznego punktu widzenia można się zastanawiać, czy w tym przypadku inwestor w dalszym ciągu przyjmuje do wiadomości treść fałszywej informacji, czy też raczej zapoznaje się z rekomendacją powstałą pod jej wpływem. Rozróżnienie to nie ma jednak praktycznego znaczenia dla ustalenia powiązania kauzalnego między upublicznieniem fałszywej informacji a decyzją inwestycyjną. Nieistotne jest, czy fałszywa informacja wpływa na decyzje inwestycyjne bezpośrednio, współkształtując rachunek ekonomiczny dokonywany przez inwestora, czy też współkształtuje ona rachunek ekonomiczny dokonywany przez analityków i doradców, którzy na tej podstawie wydają rekomendacje wpływające na decyzje inwestorów.

Powstaje wreszcie pytanie, czy inwestor, który kupił akcje na skutek rekomendacji sporządzonych pod wpływem fałszywej informacji pozytywnej, musi udowodnić, że w taki lub inny sposób zapoznał się z jakąś konkretną rekomendacją. Wydaje się, że w typowych przypadkach akcje będące przedmiotem oferty publicznej lub obrotu na rynku regulowanym są bacznie analizowane i komentowane przez środki masowego przekazu, przeciętny inwestor, zamierzający zaryzykować swój kapitał, kupując (obejmując) te akcje, z reguły wyczulony jest na przekazywane przez nie opinie na ich temat. Co do zasady wydaje się więc, że w przypadku dużych, znanych spółek akcyjnych, będących w centrum zainteresowania rynku, wymóg wskazania konkretnego artykułu w prasie czy też audycji radiowej lub telewizyjnej, które skłoniły inwestora do podjęcia decyzji o kupnie (objęciu) ich akcji, byłby nadmiernie rygorystyczny.

<sup>17</sup> K. J. Hopt, H. Voigt, op. cit., s. 97.

<sup>18</sup> Por. T. Baums, op. cit., s. 180 i n.

Nieco inaczej sytuacja przedstawia się w przypadku błędnej decyzji inwestycyjnej polegającej na powstrzymaniu się od planowanego kupna akcji. Trudno przyjąć, że każdy człowiek niekupujący akcji na rynku kapitałowym jest zainteresowany publikowanymi w mediach informacjami na temat określonego emitenta i jego akcji. Z reguły osoby nieangażujące się w obrót akcjami raczej nie interesują się informacjami na temat rynku kapitałowego. Dlatego też w celu wykazania związku przyczynowego pomiędzy upublicznieniem fałszywej informacji negatywnej a rezygnacją z kupna akcji inwestor musi precyzyjnie określić, w jaki sposób zapoznał się z fałszywą informacją negatywną, która skłoniła go do powstrzymania się od zakupu oferowanych akcji.

### 1.3.2. Rynek informacyjnie efektywny

Jeśli po upublicznieniu fałszywej informacji inwestor kupił akcje w obrocie wtórnym, charakteryzującym się znaczną płynnością, dla wykazania związku przyczynowego między tą informacją a błędną decyzją inwestycyjną nie musi udowadniać, że się z nią zapoznał. W świetle współczesnej wiedzy tego rodzaju rynek akcji jest informacyjnie efektywny, co oznacza, że aktualny kurs akcji uwzględnia wszystkie publicznie znane informacje na temat ich emitenta. Jeżeli zatem spółka upubliczniła fałszywą informację, a następnie inwestor kupił jej akcje po kursie rynkowym, to z pewnością cena kupna ukształtowana została pod wpływem tej informacji<sup>19</sup>.

W przypadku fałszywej informacji pozytywnej cena akcji na rynku uległa sztucznemu zawyżeniu w stosunku do rzeczywistej wartości akcji. Ta nieuzasadniona „nadpłata” poniesiona przez inwestora jest konsekwencją upublicznienia fałszywej informacji. Nie jest zatem ważne, czy to właśnie fałszywa informacja pozytywna skłoniła inwestora do kupna akcji, nie jest nawet istotne, czy zapoznał się z jej treścią (choć z reguły przynajmniej pośrednio informacja ta dochodzi do jego świadomości). Istotne jest natomiast to, że fałszywa informacja współkształtowała cenę, którą inwestor zapłacił za akcje<sup>20</sup>. Jeśli emitent nie upubliczniłby fałszywej informacji, inwestorzy z pewnością kupiliby te akcje – o ile w ogóle – po niższej cenie, uwzględniającej prawdziwą sytuację emitenta<sup>21</sup>.

### 1.4. Wpływ fałszywej informacji na proces decyzyjny inwestora

Jak wynika z powyższych rozważań, zapoznanie się inwestora z treścią fałszywej informacji jest konieczne w przypadku szkód powstałych w wyniku kupna akcji w ofercie publicznej, względnie na rynku wtórnym o znikomej płynności, który nie jest informacyjnie efektywny. Jednakże nawet w tych

<sup>19</sup> W doktrynie prawa Stanów Zjednoczonych teza ta określana jest mianem *Fraud on the Market Theory*. Zob. szerzej: *Basic Incorporated v. Levinson*, US Supreme Court 1988, 485 U.S. 224, 108 S.Ct. 978, 99 L.Ed.2d 194, a także R. W. Jennings, H. Marsh, J. C. Coffee, J. Seligman, *Securities Regulation. Cases and Materials*, New York 1998, s. 1163; M. B. Fox, *Demystifying causation...*, s. 4 i n.; idem, *Understanding Dura*, s. 9 i n.

<sup>20</sup> M. B. Fox, *Demystifying Causation...*, s. 11 i n.; idem, *Understanding Dura*, s. 3 i n.

<sup>21</sup> T. Baums, op. cit., s. 180 i n.

dwóch przypadkach samo zaistnienie fałszywej informacji w świadomości inwestora jest niewystarczające dla ustalenia związku przyczynowego między tą informacją a błędną decyzją inwestycyjną. Fałszywa informacja musi ponadto stać się warunkiem koniecznym podjęcia przez inwestora decyzji o kupnie akcji.

Należy zatem ustalić, czy fałszywa informacja pozytywna po zaistnieniu w świadomości inwestora wpłynęła na jego proces decyzyjny w ten sposób, że bez niej nie podjąłby decyzji o kupnie (objęciu) akcji. Ustalenia tego typu nie sposób dokonać w oparciu o dowody bezpośrednie, gdyż dotyczy to ściśle wewnętrznej sfery motywacyjnej człowieka. W istocie rzeczy zewnętrzny obserwator – np. sąd – zawsze skazany jest na dowody pośrednie i musi oceniać czynniki motywujące inwestora na podstawie jego zewnętrznych zachowań.

Gdy fałszywa informacja pozytywna miała charakter cenotwórczy – o czym najczęściej świadczyć będzie *post factum* negatywna reakcja kursowa na informację korygującą – a inwestor kupił (objął) akcje po upublicznieniu tej fałszywej informacji, a przed pojawieniem się informacji korygującej, to z dużą dozą prawdopodobieństwa można przyjąć, że fałszywa informacja była warunkiem koniecznym kupna (objęcia) akcji po tej cenie<sup>22</sup>.

Sformułowane wyżej uogólnienie nie jest uprawnione w przypadku, gdy błędna decyzja inwestora polega na powstrzymaniu się od kupna akcji pod wpływem fałszywej informacji negatywnej. Doświadczenie życiowe wskazuje, że nawet jeśli określona osoba uzyskała informację stawiającą w negatywnym świetle kupno określonej rzeczy i następnie jej nie kupiła, to nie przesądza to jeszcze, że właśnie ta negatywna informacja jest przyczyną rezygnacji z kupna. Wydaje się, że inwestor zamierzający udowodnić związek przyczynowy między fałszywą informacją negatywną a rezygnacją z kupna określonych akcji, oprócz faktu, że dotarła do niego ta informacja, musi ponadto wykazać, iż – po pierwsze – rozważał kupno przedmiotowych akcji, a po drugie – fałszywa informacja negatywna skłoniła go do rezygnacji z tej transakcji. Udowodnienie tych okoliczności wydaje się bardzo trudne, gdyż inwestor musiałby wskazać na jakies uzewnętrznione przejawy zamiaru zarówno kupna akcji, jak i rezygnacji z kupna pod wpływem fałszywej informacji negatywnej – a więc na jakies odpowiednio utrwalone analizy, obliczenia, czy też dyskusje z innymi osobami. Można zatem mniemać, że przeprowadzenie tego typu dowodu będzie możliwe tylko w przypadku inwestorów instytucjonalnych (np. funduszy inwestycyjnych), dysponujących sformalizowanymi procedurami podejmowania decyzji.

Dużo prościej przedstawia się zagadnienie kupna akcji w obrocie wtórnym, charakteryzującym się znaczną płynnością. Rynek ten można określić jako informacyjnie efektywny, a zatem cena akcji uwzględnia każdą upublicznią informację na temat emitenta. W tym przypadku poszkodowany nie musi udowodniać, że wobec braku fałszywej informacji pozytywnej nie kupiłby przedmiotowych akcji. Wystarczy, jeśli wykaże, że fałszywa informacja miała charakter cenotwórczy, a zatem sztucznie zawyżyła kurs akcji, na skutek czego inwestor kupił akcje po cenie wyższej niż ta, która ukształtowałaby się, gdyby uczestnicy rynku znali prawdę.

<sup>22</sup> Por. M. B. Fox, *Demystifying Causation...*, s. 11 i n.



Zarówno w przypadku kupna akcji pod wpływem fałszywej informacji pozytywnej, jak i rezygnacji z kupna pod wpływem fałszywej informacji negatywnej, związek przyczynowy między fałszywą informacją a błędną decyzją inwestycyjną jest wyłączony, jeśli w momencie podejmowania i realizacji decyzji inwestor lub pozostali uczestnicy rynku znali prawdę – tj. wiedzieli o fałszywości informacji<sup>23</sup>.

## 2. Adekwatność związku przyczynowego

### 2.1. Uwagi wprowadzające

Jeżeli pomiędzy upublicznieniem fałszywej informacji a błędną decyzją inwestycyjną istnieje związek przyczynowy, należy ustalić, czy błędna decyzja należy do normalnych następstw upublicznienia fałszywej informacji. Innymi słowy, chodzi o stwierdzenie, czy podjęcie przez inwestora błędnej decyzji inwestycyjnej było normalnym skutkiem upublicznienia fałszywej informacji, czy też na przykład reakcja inwestora była wynikiem jakiegoś wyjątkowego zbiegu okoliczności<sup>24</sup>.

Zgodnie z utrwalonym poglądem doktryny, test adekwatności badanego związku przyczynowego przeprowadza się poprzez „porównanie jednostkowej relacji kauzalnej z jej modelem ogólnym”, a więc poprzez „badanie następstw przyczyny przedstawionej w pewnej idealnej sytuacji modelowej” (tzw. założenie generalizacji)<sup>25</sup>. Przy czym „następstwami normalnymi są takie skutki, których prawdopodobieństwo zwiększa się każdorazowo przez wystąpienie przyczyny badanej”<sup>26</sup>. Wskazuje się na dwa czynniki<sup>27</sup> decydujące o wyznaczeniu zakresu następstw normalnych: po pierwsze – badana przyczyna musi zwiększać prawdopodobieństwo wystąpienia danego skutku<sup>28</sup>, po drugie – owo zwiększenie prawdopodobieństwa wystąpienia danego skutku w przypadku danej przyczyny musi przejawiać cechę stałości, a więc prawdopodobieństwo zaistnienia danych następstw musi wzrastać zawsze, „ilekroć pojawia się przyczyna badanego typu”<sup>29</sup>.

W doktrynie wskazuje się ponadto, że regularność występowania w przeszłości tego rodzaju powiązań kauzalnych jest istotną, choć nie jedyną

<sup>23</sup> Ibidem.

<sup>24</sup> „W teorii adekwatności chodzi o wskazanie kryteriów selekcji, które pozwalają ustalić, jakie powiązania między faktami powinny być w tym rachunku uwzględniane” – T. Dybowski, op. cit., s. 259. Por. M. Nestorowicz, *Adekwatny związek przyczynowy jako przesłanka odpowiedzialności cywilnej w świetle orzecznictwa*, w: *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi S. Sołtysińskiemu*, red. A. Nowicka, Poznań 2005, s. 189 i n.

<sup>25</sup> A. Koch, op. cit., s. 146.

<sup>26</sup> Ibidem.

<sup>27</sup> Ibidem, s. 137.

<sup>28</sup> Ibidem, s. 137 i n.

<sup>29</sup> Ibidem, s. 141. Por. także: T. Dybowski, op. cit., s. 257: „Za normalne następstwa badanego zdarzenia należy uznać te spośród nich, których możliwość (prawdopodobieństwo) pojawienia się została zwiększona przez zdarzenie rozpatrywane jako przyczyna, przy czym zwiększenie prawdopodobieństwa powstania danego skutku w następstwie rozpatrywanego zdarzenia daje się również stwierdzić w sytuacjach zbliżonych pod istotnymi względami do sytuacji rozpatrywanej”. Autor ten wskazuje przy tym, że chodzi tu o „czynnik zwiększający każdorazowo możliwość pojawienia się rozpatrywanych następstw” (ibidem).

wskazówką, że mamy do czynienia z adekwatnym związkiem przyczynowym<sup>30</sup>. Gdy brak danych historycznych, wystarczy „prognoza, że w sytuacjach pod istotnymi względami podobnych powiązanie to powtórzy się w przyszłości; przy czym chodzi tu o prognozę dokonywaną *ex post* – po zaistnieniu zdarzenia sprawczego oraz badanego skutku”<sup>31</sup>.

Poniżej przedstawię okoliczności, które w świetle wskazań nauk ekonomicznych oraz orzecznictwa sądów zagranicznych (głównie amerykańskich i niemieckich) składają się na modelowy rodzaj powiązania kauzalnego pomiędzy upublicznieniem fałszywej informacji a błędną decyzją inwestora. Zbieżność badanej w konkretnym przypadku relacji kauzalnej z przedstawionym modelem z reguły wskazuje na jej normalny charakter.

## 2.2. Cenotwórczy charakter fałszywej informacji

W typowej sytuacji tylko upublicznienie fałszywej informacji o cenotwórczym charakterze może być przyczyną błędnej decyzji inwestora. Ocena cenotwórczego charakteru informacji – jako pewnej obiektywnej okoliczności – winna być dokonywana w oparciu o wiedzę i doświadczenie życiowe. Reakcja kursowa na rozpowszechnienie informacji korygującej jest ważnym, choć nie jedynym argumentem za cenotwórczym charakterem upublicznionej wcześniej fałszywej informacji. Dlatego też w razie braku reakcji kursowej na informację korygującą należy badać, czy według wskazań nauk ekonomicznych w konkretnym przypadku dana informacja mogła mieć charakter cenotwórczy. W tym zakresie konieczna może okazać się pomoc biegłego z dziedziny finansów lub wyceny przedsiębiorstw.

Wydaje się, że informacją cenotwórczą jest taka informacja o emitencie lub wyemitowanych przez niego akcjach, która mogłaby być wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora. Można przypuszczać, że racjonalnie działający inwestor bierze pod uwagę przede wszystkim takie okoliczności, które mogą wpływać na cenę lub wartość akcji<sup>32</sup>. Przykładem są wiadomości dotyczące zdarzeń istotnie wpływających na zdolność spółki do przynoszenia zysku – związanych z wielkością sprzedaży produktów spółki lub wysokością kosztów ponoszonych przez emitenta.

W świetle powyższych uwag należy przyjąć, że drobne przekłamania w informacjach o charakterze technicznym lub zupełnie marginalnym, oczywiście omyłki pisarskie lub rachunkowe z reguły nie stanowią przyczyny błędnych decyzji inwestycyjnych. Trudno bowiem założyć, by istotną przesłanką decyzji racjonalnego inwestora było np. przeinaczenie nazwiska członka rady nadzorczej emitenta względnie błędne podanie nazwy banku, w którym emitent zaciągnął kredyt.

<sup>30</sup> Ibidem, s. 257.

<sup>31</sup> Ibidem, s. 258.

<sup>32</sup> Por. definicję informacji poufnej zawartą w art. 154 ustawy o obrocie, a w szczególności pkt 1 tego przepisu, który wskazuje, że informacja taka „mogłaby po przekazaniu do publicznej wiadomości w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych, wtedy gdy mogłaby ona zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora”.

### 2.3. Okres oddziaływania fałszywej informacji na decyzje inwestycyjne

Czas oddziaływania fałszywej informacji na decyzje inwestycyjne jest ograniczony. Wynika to choćby z trywialnej okoliczności, że niektóre fałszywe i cenotwórcze informacje dezaktualizują się – w tym sensie, że gospodarcze konsekwencje zdarzeń, których dotyczą, są krótkotrwałe. Przykładowo informacja o zawarciu przez emitenta jednostkowej i incydentalnej umowy sprzedaży dużej ilości produktów może wpływać na wysokość zysków tej spółki jedynie w ściśle określonym terminie – zależnie od warunków płatności ustalonych z kupującym. W późniejszym okresie żaden racjonalny inwestor nie będzie brał tej informacji pod uwagę.

„Żywotność” fałszywej informacji ogranicza także fakt, że prawda prędzej czy później wychodzi na jaw i inwestorzy orientują się, że opublikowany wcześniej prospekt emisyjny albo raport informacyjny nie zawierał wyczerpujących i prawdziwych danych na temat sytuacji emitenta. W niniejszym opracowaniu wiadomość o treści ujawniającej przekłamanie zawarte w opublikowanym wcześniej prospekcie emisyjnym lub raporcie informacyjnym określana jest mianem informacji korygującej. Może ona np. być upubliczniona w formie aneksu do prospektu emisyjnego (art. 51 ustawy o ofercie), raportu bieżącego lub raportu dotyczącego informacji poufnej; może także wynikać – pośrednio lub bezpośrednio – z kolejnych raportów okresowych emitenta.

Należy jednak przyjąć, że nie ma adekwatnego związku przyczynowego między upubliczniąną przez emitenta fałszywą informacją a decyzją inwestycyjną dotyczącą akcji, jeżeli emitent opublikował w jakiegokolwiek formie informację korygującą, zanim inwestor złożył zlecenie (zapis) kupna (objęcia) akcji. Nie ma przy tym znaczenia, czy konkretny inwestor zapoznał się z informacją korygującą, czy też nie; istotne bowiem jest, że typowy, racjonalny inwestor, kupujący (obejmujący) akcje interesuje się treścią publikowanych przez emitenta lub wprowadzającego informacji. Poszkodowany inwestor nie może zatem powoływać się na okoliczność, że wprawdzie fałszywa informacja doszła do jego wiadomości, jednakże informacja korygująca w jakiś sposób uszła jego uwagi.

Odrębnie należy przeanalizować sytuację, gdy fałszywa informacja została zawarta w prospekcie emisyjnym, a aneks do prospektu emisyjnego zawierający informację korygującą został upubliczniony po złożeniu zapisu przez inwestora. Należy przyjąć, że nawet wtedy między fałszywą informacją zawartą w prospekcie i decyzją inwestora o kupnie (objęciu) tych akcji nie ma adekwatnego związku przyczynowego. W tym przypadku bowiem inwestorowi – zgodnie z art. 51 ust. 5 ustawy o ofercie – przysługuje prawo do uchylenia się od skutków prawnych złożonego zapisu na akcje. Przeciętny, racjonalny inwestor, który uważa, że w nowych okolicznościach cena oferowanych akcji nie odzwierciedla rzeczywistej sytuacji emitenta, prawdopodobnie skorzysta z tego prawa i uchyli się od skutków złożonego zapisu.

Bardziej dyskusyjna jest sytuacja, gdy środki masowego przekazu donoszą, że określona informacja podana do publicznej wiadomości jest fałszywa, natomiast emitent lub wprowadzający obstaje przy prawdziwości informacji zawartej w prospekcie i nie widzi powodu dla ich korygowania. Powstaje

pytanie, czy zachodzi adekwatny związek przyczynowy między opublikowaniem w prospekcie fałszywej informacji a decyzją inwestora o kupnie (objęciu) akcji, pomimo doniesień środków masowego przekazu o jej fałszywości. Wydaje się, że problem ten należy rozstrzygać, analizując okoliczności konkretnego przypadku. Dużo zależy od treści zarzutów formułowanych przez środki masowego przekazu i sposobu tłumaczenia tych wątpliwości przez emitenta. Jeżeli formułowane publicznie zarzuty w świetle wyjaśnień emitenta lub wprowadzającego wydają się mało konkretne i znajdują nikłe oparcie w dowodach, należy opowiedzieć się za normalnością badanego powiązania kauzalnego. Jeżeli natomiast zarzuty te wydają się racjonalne i uzasadnione, należy stwierdzić, że błędna decyzja inwestycyjna podjęta w takich okolicznościach nie pozostaje w normalnym związku przyczynowym z opublikowaną fałszywą informacją.

Reasumując powyższe wywody, można przyjąć, że oddziaływanie fałszywej informacji na decyzje inwestycyjne ustaje co do zasady z chwilą dezaktualizacji tej informacji albo z chwilą publikacji informacji korygującej.

Ustalenie okresu oddziaływania fałszywej informacji na decyzje inwestorów jest nieco łatwiejsze w przypadku akcji, które są przedmiotem obrotu wtórnego, charakteryzującego się wysoką płynnością. Fałszywa informacja wpływa pośrednio na decyzje o kupnie tych akcji dopóty, dopóki ich kurs pozostaje przez nią sztucznie zawyżony. Wynika to z faktu, że rynek akcji charakteryzujący się wysoką płynnością posiada także cechę informacyjnej efektywności – cena akcji uwzględnia wszystkie publicznie znane cenotwórcze informacje na temat emitenta akcji<sup>33</sup>. Fałszywa informacja wpływa na dokonywane przez inwestorów decyzje inwestycyjne w ten sposób, że kupują oni akcje po sztucznie zawyżonym kursie, niezależnie od tego, czy zapoznali się z jej treścią, czy też nie<sup>34</sup>.

Dotyczy to nie tylko informacji zawartych w raportach informacyjnych, ale także fałszywej informacji zawartej w prospekcie emisyjnym dotyczącym pierwszej lub kolejnych ofert publicznych, gdyż mogą one mieć wpływ na kurs akcji tej spółki. Oddziałują one na decyzje dotyczące zapisywania się zarówno na subskrybowane akcje, jak i na akcje tego samego emitenta, które są lub po przeprowadzeniu oferty publicznej staną się przedmiotem płynnego obrotu wtórnego.

Kluczowym problemem zatem jest ustalenie, jak długo kurs akcji w obrocie wtórnym pozostawał sztucznie zawyżony przez fałszywą informację. W typowym przypadku graniczną datę wyznacza upublicznienie informacji korygującej, które powoduje spadek kursu do poziomu odpowiadającego rzeczywistej sytuacji emitenta<sup>35</sup>. Sprawa zaczyna się komplikować, gdy w rezultacie upublicznienia informacji korygującej nie nastąpiła żadna reakcja kursowa albo nie została upubliczniona żadna informacja korygująca.

Brak reakcji kursowej na informację korygującą można interpretować w różny sposób. Może on po prostu oznaczać, że przedmiotowa informacja nie

<sup>33</sup> W. L. Megginson, op. cit., s. 13 i n.

<sup>34</sup> M. B. Fox, *Demystifying Causation...*, s. 12.

<sup>35</sup> Ibidem, s. 7.

miała charakteru cenotwórczego. Jeżeli jednak mamy do czynienia z informacją, która w sposób ewidentny była cenotwórcza – gdyż wynika to ze wskazań nauki oraz doświadczenia życiowego – oznaczać to może, że albo informacja korygująca – przed jej formalnym upublicznieniem – powoli „wyciekała” do uczestników rynku, powodując stopniowe dostosowanie kursu do rzeczywistej sytuacji emitenta, albo fałszywa informacja dotyczyła zdarzeń, które już się zdezaktualizowały i nie wpływają dłużej na wycenę akcji<sup>36</sup>. Kwestia okresu, w którym kurs danych akcji pozostawał sztucznie zawyżony, w związku z brakiem jednoznacznej reakcji kursowej po upublicznieniu informacji korygującej, jest niezwykle skomplikowana i z reguły w postępowaniu sądowym wymagać będzie opinii biegłych. Problem ten należy zawsze rozstrzygać, mając na uwadze okoliczności konkretnego przypadku<sup>37</sup>.

### III. NEGATYWNE KONSEKWENCJE MAJĄTKOWE JAKO NORMALNE NASTĘPSTWA BŁĘDNYCH DECYZJI INWESTORÓW

Zgodnie z przyjętą w tym opracowaniu terminologią, błędna decyzja inwestycyjna polega na tym, że inwestor kupuje nie te akcje, które chciałby kupić, albo przynajmniej nie po takiej cenie, którą byłby skłonny zapłacić za te akcje, gdyby znał prawdę na temat sytuacji emitenta. Może to powodować dla niego wielorakie, negatywne konsekwencje majątkowe, z których najistotniejsze zostaną poniżej omówione. Należy jednocześnie rozstrzygnąć, czy pomiędzy tymi zdarzeniami w sferze majątkowej inwestora a nienależytym wykonaniem obowiązku informacyjnego przez emitenta zachodzi adekwatny związek przyczynowy.

#### 1. Zapłata ceny przewyższającej rzeczywistą wartość akcji

Podstawowym skutkiem podjęcia błędnej decyzji inwestycyjnej polegającej na kupnie akcji pod wpływem fałszywej informacji pozytywnej jest zapłacenie przez inwestora ceny wyższej niż ta, którą zgodziłby się zapłacić, znając prawdziwą sytuację emitenta. Inwestor ponosi stratę, której wysokość określa różnica pomiędzy ceną rzeczywiście zapłaconą a hipotetyczną, którą zgodziłby się zapłacić, gdyby nie została opublikowana fałszywa informacja. Relacja między upublicznieniem fałszywej informacji pozytywnej a skutkiem finansowym w postaci zapłacenia zawyżonej ceny kupna akcji spełnia wymogi testu *sine qua non*.

W przypadku akcji kupowanych (obejmowanych) w ofercie publicznej, owa strata wynika z faktu, że inwestor, znając prawdę, nie zgodziłby się na kupno akcji po cenie wyznaczonej przez emitenta lub wprowadzającego. Gdyby fałszywa informacja nie została opublikowana, a więc w prospekcie zostałyby

<sup>36</sup> Por. M. B. Fox, *Understanding Dura...*, s. 12 i n.

<sup>37</sup> Ibidem.

ujawniona prawda na temat sytuacji emitenta, inwestor nie przepłaciłby za oferowane akcje, gdyż: albo emitent lub wprowadzający dla zapewnienia powodzenia oferty publicznej musiałby obniżyć cenę akcji do poziomu uzasadnionego realną sytuacją emitenta i wtedy inwestor kupiłby akcje po „prawidłowej” cenie, albo – jeśli emitent lub wprowadzający nie obniżyłby ceny – inwestor nie kupiłby (nie objąłby) oferowanych akcji. W obu scenariuszach przebiegu wypadków inwestor nie poniósłby uszczerbku majątkowego w postaci kupna akcji po cenie zawyżonej na skutek opublikowania fałszywej informacji.

W przypadku kupowania akcji w obrocie wtórnym – przy założeniu płynności obrotów akcjami i efektywności informacyjnej tego rynku – sytuacja jest prostsza. Otóż w przypadku nieopublikowania fałszywej informacji – gdyby rynek znał prawdę o sytuacji emitenta – kurs akcji ustaliłby się na odpowiednio niższym poziomie. W konsekwencji inwestor kupiłby (o ile w ogóle) akcje po prawidłowej cenie, a więc nie poniósłby wspomnianej wyżej straty.

W świetle powyższych uwag należy przyjąć, że opisane dotąd powiązanie kauzalne między opublikowaniem fałszywej informacji a stratą w postaci zapłacenia nieuzasadnionej nadwyżki cenowej odpowiada kryterium normalności (adekwatności). Opublikowanie fałszywej informacji pozytywnej zawsze istotnie zwiększa prawdopodobieństwo, że inwestorzy zapłacą zbyt wysoką cenę za kupowane (obejmowane) akcje.

W praktyce wysokość straty inwestorów w postaci różnicy między ceną kupna akcji a rzeczywistą ich wartością często określa sam rynek kapitałowy. Dzieje się to w momencie rozpowszechniania na rynku informacji korygującej. Typową reakcją rynku na informację korygującą jest bowiem obniżenie kursu mniej więcej do poziomu uzasadnionego prawdziwą sytuacją emitenta. Skala spadku cen akcji pod wpływem informacji korygującej odzwierciedla w przybliżeniu skalę sztucznego zawyżenia kursu akcji pod wpływem fałszywej informacji.

## **2. Spadek wartości akcji wskutek paniki wywołanej przez informację korygującą**

Opisana wcześniej reakcja rynku na rozpowszechnienie informacji korygującej przedstawia jednak pewien model wyidealizowany. Jej opublikowanie może krótkoterminowo wywoływać reakcję rynku niewspółmierną do rzeczywistego znaczenia fałszywej informacji dla wyceny akcji danego emitenta – obniżenie kursu akcji może okazać się nieco większe, aniżeli byłoby to uzasadnione stopniem zawyżenia kursu akcji pod wpływem fałszywej informacji.

Tego rodzaju nieefektywność rynku może wynikać z całkiem racjonalnej obawy, że skoro jedna z upublicznionych wcześniej informacji okazała się fałszywa, to istnieje możliwość, że nie była ona jedyną nieprawidłowością przy realizacji obowiązków informacyjnych. Ryzyko pojawienia się kolejnych informacji korygujących powoduje więc dodatkowe obniżenie kursu. Niewspółmierna reakcja rynku może też być efektem zachowań czysto emocjonalnych. Tego typu zachowania inwestorów można było dostrzec w okresie skandali finansowych w Stanach Zjednoczonych, zapoczątkowanych

upadkiem koncernu Enron. Inwestorzy bardzo nerwowo reagowali wtedy na jakiegokolwiek informację o obniżeniu prognoz wyników finansowych na skutek nieprawidłowości w prowadzeniu księgowości. W praktyce jednak tego rodzaju paniczna reakcja rynku z biegiem czasu jest odpowiednio korygowana – gdy inwestorzy ochłoną, kurs akcji wzrasta do poziomu uzasadnionego rzeczywistą sytuacją emitenta<sup>38</sup>.

Pozostaje jednak pytanie, czy strata inwestora, który sprzedał w momencie największej paniki akcje po cenie nieuzasadnionej rzeczywistą sytuacją emitenta, pozostaje w normalnym związku przyczynowym z opublikowaniem fałszywej informacji.

Wydaje się, że tego rodzaju strata nie należy do normalnych następstw nienależytego wykonania obowiązku informacyjnego. Dyskusyjne jest, czy panikę na rynku można zaliczyć do normalnych następstw upublicznienia na rynku kapitałowym najpierw informacji fałszywej, a potem korygującej. Dla wywołania paniki konieczne są pewne szczególne okoliczności – inwestorzy muszą spodziewać się złych wiadomości ze spółki, a upublicznienie informacji korygującej jest tylko czynnikiem, który potwierdza te obawy i inicjuje falę wyprzedzący. Tej panice musi ponadto towarzyszyć wysoce ryzykowne zachowanie poszkodowanego inwestora, który decyduje się na sprzedaż akcji. Zachowanie takie wprawdzie zabezpiecza go przed ryzykiem pogłębiania się spadków, ale z drugiej strony uniemożliwia skorzystanie z prawdopodobnego „odbicia” kursu w górę, gdy rynek trochę „ochłonie”.

Jakkolwiek więc upublicznienie fałszywej informacji w niektórych okolicznościach może zwiększać ryzyko powstania paniki na rynku i sprzedaży akcji przez przestraszonego inwestora, to jednak nie dzieje się tak zawsze. Wydaje się, że w tym powiązaniu kauzalnym brak wymaganej cechy stałości zwiększania prawdopodobieństwa wystąpienia analizowanego skutku pod wpływem upublicznienia fałszywej informacji<sup>39</sup>.

### 3. Narażenie akcjonariusza na ogólne ryzyko kursowe

Gdy opublikowana fałszywa informacja pozytywna spowodowała nie tylko kupno akcji po zawyżonej cenie, ale fakt, że inwestor w ogóle zdecydował się na kupno (objęcie) tych akcji – co z reguły ma miejsce w przypadku kupowania (obejmowania) akcji w ofercie publicznej – pojawia się problem narażenia inwestora na ogólne ryzyko kursowe. Przyjmijmy, że inwestor pod wpływem fałszywej informacji zawartej w prospekcie kupił w ofercie publicznej jedną akcję za 10 zł, po czym kurs tej akcji utrzymywał się mniej więcej na tym samym

<sup>38</sup> W. C. Thomas, *The Rise and Fall of Enron*, „Journal of Accountancy”, Online Issues April 2002, s. 6, dostępny na: [www.aicpa.org/pubs/jofa/apr2002/thomas.htm](http://www.aicpa.org/pubs/jofa/apr2002/thomas.htm); L. M. Fairfax, *Form over substance? Officer Certification and the Promise of Enhanced Personal Accountability Under The Sarbanes-Oxley Act*, „Rutgers Law Review”, 55, 2002, „Fall” 1, s. 6 i n.; J. C. Coffee, *The Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ*, Working Paper No. 274, The Columbia Law School Working Paper Series, 2005, New York, Social Science Research Electronic Library [www.ssrn.com/abstract=69458](http://www.ssrn.com/abstract=69458), s. 12.

<sup>39</sup> A. Koch, op. cit., s. 141; T. Dybowski, op. cit., s. 257.

poziomie przez miesiąc, by następnie spaść pod wpływem informacji korygującej o 2 zł, a kilka dni później o kolejne 3 zł pod wpływem bessy na rynku kapitałowym (załóżmy, że wywołanej pogarszającą się sytuacją makroekonomiczną). Inwestor ten może więc argumentować, że gdyby w prospekcie emisyjnym nie została opublikowana fałszywa informacja, nadal posiadałby 10 zł, gdy tymczasem na skutek tej informacji wartość posiadanej przez niego akcji wynosi 5 zł.

Z powyższych rozważań wynika, że strata w wysokości 2 zł pozostaje w adekwatnym związku przyczynowym z opublikowaniem fałszywej informacji, gdyż odpowiada nadwyżce ceny kupna (objęcia) akcji ponad jej rzeczywistą wartość. Powstaje jednak pytanie, czy spadek wartości akcji o dalsze 3 zł pod wpływem czynników niezwiązanych z fałszywą informacją – będą one dalej nazywane czynnikami ogólnymi – także pozostaje w adekwatnym związku przyczynowym z opublikowaniem fałszywej informacji<sup>40</sup>.

Nie ulega wątpliwości, że analizowane powiązanie kauzalne realizuje test warunku koniecznego: gdyby fałszywa informacja nie została opublikowana, inwestor nie kupiłby tej akcji, a zatem nie zostałby narażony na późniejszy spadek jej kursu. Natomiast powstaje pytanie, czy odpowiada ono kryterium normalności (adekwatności).

Na to pytanie należy udzielić odpowiedzi negatywnej. Nie jest normalnym następstwem kupna akcji pod wpływem upublicznienia fałszywej informacji uszczerbek majątkowy doznany przez akcjonariusza w wyniku spadku kursu wywołanego przez czynniki ogólne – tj. zdarzenia inne aniżeli te, których dotyczy ta informacja.

Ogólne ryzyko kursowe związane jest z kupnem każdego rodzaju akcji na rynku kapitałowym; jest niejako immanentną cechą inwestowania w akcje jako instrumenty finansowe wysokiego ryzyka. Opublikowanie fałszywej informacji – np. w prospekcie emisyjnym – w typowych okolicznościach nie powoduje, że określona osoba rezygnuje z inwestowania swoich oszczędności w obligacje Skarbu Państwu i zaczyna inwestować w akcje. W typowym przypadku decyzja tego typu zapada, zanim inwestor zainteresuje się informacjami dotyczącymi określonych emitentów celem wyboru „atrakcyjnych” akcji. Ta fundamentalna decyzja co do rodzaju instrumentów finansowych, za pomocą których inwestor zamierza pomnażać swój kapitał, podejmowana jest pod wpływem ogólnej wiedzy o inwestowaniu na rynku kapitałowym czerpanej z fachowej prasy, książek, portali internetowych itp. Narażenie inwestora na ogólne ryzyko kursowe jest normalną konsekwencją tego zasadniczego wyboru dotyczącego polityki inwestycyjnej.

Natomiast upublicznienie fałszywej informacji w prospekcie emisyjnym lub raporcie informacyjnym wpływa dopiero na decyzję o wyborze akcji tego, a nie innego emitenta, gdyż współdeterminuje proces wyceny akcji. Normalnym następstwem upublicznienia fałszywej informacji jest błąd w wycenie praw udziałowych, skutkujący zapłaceniem zawyżonej ceny kupna, a nie ewentualny spadek kursu tych akcji pod wpływem zupełnie innych czynników.

<sup>40</sup> Por. T. Baums, op. cit., s. 185.



Z kupnem (objęciem) akcji wiąże się nie tylko ryzyko spadku ich kursu, ale także szansa na wzrost. Są to dwie strony tego samego medalu: im większe ryzyko, tym większa szansa na osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków. Jeśli pod wpływem fałszywej informacji inwestor nabył akcje, których kurs następnie wzrósł pod wpływem innych czynników, może on zyskać. Trudno więc przyznać inwestorowi prawo do odszkodowania, gdy z identycznych przyczyn kurs spadnie. Oznaczałoby to uczynienie z osób odpowiedzialnych za wykonywanie obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne swoistych „ubezpieczycieli” inwestorów od ryzyka kursowego<sup>41</sup>. Warto posłużyć się w tym miejscu przykładem: w rezultacie drobnego przekłamania dotyczącego wielkości sprzedaży produktów przez spółkę, powodującego nieznaczne zawyżenie kursu akcji, osoby odpowiedzialne mogłyby zostać zobowiązane do naprawienia zdecydowanie większych szkód inwestorów, wynikających z ogólnego załamania na giełdach regionu, np. pod wpływem wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie czy też kryzysu walutowego w Chinach.

Nabycie akcji pod wpływem upublicznienia fałszywej informacji oczywiście zwiększa prawdopodobieństwo poniesienia szkód pod wpływem innych czynników cenotwórczych, ale jednocześnie zwiększa prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku. W niektórych przypadkach pod wpływem tych czynników inwestor zyska, a w innych straci. W analizowanym powiązaniu kauzalnym brak więc cechy stałości zwiększania prawdopodobieństwa wystąpienia w rezultacie upublicznienia fałszywej informacji skutku w postaci strat wynikających ze spadku kursu akcji pod wpływem czynników ogólnych<sup>42</sup>.

#### IV. PODSUMOWANIE

1. Aby można było przyjąć, że określona fałszywa informacja zawarta w prospekcie emisyjnym była przyczyną kupna (objęcia) akcji, poszkodowany inwestor winien udowodnić, iż przynajmniej pośrednio zapoznał się z tą informacją.

2. W przypadku kupna akcji w obrocie wtórnym, charakteryzującym się znaczną płynnością, dla wykazania związku przyczynowego między tą informacją a błędną decyzją inwestycyjną nie ma konieczności udowadniania, że inwestor zapoznał się z tą informacją – wystarczy, iż miała ona charakter cenotwórczy i „sztucznie” podwyższyła kurs akcji w momencie transakcji.

3. Brak jest adekwatnego związku przyczynowego między upubliczniąną przez emitenta fałszywą informacją a decyzją inwestycyjną dotyczącą akcji, jeżeli emitent opublikował w jakiejkolwiek formie informację korygującą (ukazującą prawdę), zanim inwestor złożył zlecenie (zapis) dotyczące kupna (objęcia) tych akcji.

<sup>41</sup> K. J. Hopt, H. Voigt, op. cit. s. 98.

<sup>42</sup> Por. A. Koch, op. cit., s. 141; T. Dybowski, op. cit., s. 257.

4. Normalnym następstwem podjęcia błędnej decyzji inwestycyjnej polegającej na kupnie akcji pod wpływem fałszywej informacji – pozytywnej dla emitenta – jest zapłacenie przez inwestora ceny wyższej niż ta, którą zgodziłby się zapłacić, znając prawdę; inwestor ponosi stratę, której wysokość określa różnica pomiędzy ceną rzeczywiście zapłaconą a hipotetyczną ceną, którą zgodziłby się zapłacić, gdyby nie została opublikowana fałszywa informacja.

*Dr Tomasz Sójka jest adiunktem  
Uniwersytetu im. A. Mickiewicza w Poznaniu.  
tsojka@amu.edu.pl*

#### CAUSATION AS A LEGAL RESPONSIBILITY OF A PUBLIC CORPORATION FOR INFRINGEMENT OF DISCLOSURE OBLIGATIONS

##### Summary

The paper analyzes the problem of causation in cases for damages connected with false or misleading statements in the reports of public corporations – in this context causation is not only a condition for a responsibility but also a factor influencing the amount of damages. The scope of the paper is limited to the reporting requirements of issuers of shares in the part of capital market defined as “the regulated market”; the reporting requirements encapsulate here not only the continuous disclosure obligations of public corporations but also a duty to publish a prospectus in connection with an issuance of shares. The aim of the paper was to answer two questions: (1) under which conditions can the court establish “a normal causation relationship” between a false or misleading statement in the report and the mistaken investment decision of the market participant; (2) which losses incurred by an investor result from normal consequences of a mistaken investment decision made on the basis of a false or misleading statement.