

Spotkanie warsztatowe
z cyklu
O CZYM SPÓŁKA WIEDZIEĆ POWINNA

OBOWIĄZKI INFORMACYJNE

Warszawa, 11 kwietnia 2006 roku.
(stenogram)

Beata Stelmach, prezes zarządu Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych:

- Witam państwa na spotkaniu warsztatowym zorganizowanym przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, do którego państwo zapewne wkrótce przystąpiacie. Stowarzyszenie jest nie tylko miejscem, gdzie można przedyskutować problemy ważne dla spółek, które już są notowane na Giełdzie, ale też staramy się tworzyć miejsce spotkań dla spółek zamierzających dołączyć do giełdowego grona, tworząc okazję do dyskusji i wymiany poglądów na temat kwestii wątpliwych i próbować uczyć się rozwiązywać problemy, z którymi spółki spotykają się każdego dnia.

Chciałabym podziękować Giełdzie Papierów Wartościowych, że umożliwiła nam spotkanie w swoim gmachu. Chcę też przedstawić osoby, z którymi będziecie państwo spędzać cały dzisiejszy dzień. Zacznę, od pani Ewy Gajewskiej - Markiewicz, kierującej działem emitentów Giełdy Papierów Wartościowych, obok pan Michał Urbanowicz, z tego samego zespołu, następnie pani Agnieszka Burak i pan Jarosław Ostrowski reprezentujący Komisję Papierów Wartościowych i Giełd, czyli ten urząd, z którym państwo spotkają się w pierwszej kolejności.

Zachęcam do aktywności, zadawania pytań, formułowania wątpliwości, słowem jak najlepszego wykorzystania wiedzy i doświadczenia pracowników Giełdy i Komisji, którzy są do państwa dyspozycji.

OBOWIĄZKI PROSPEKTOWE

Jarosław Ostrowski, dyrektor Departamentu Instrumentów Finansowych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd:

- Państwo są przedstawicielami spółek, które dopiero mają zamiar złożyć prospekt do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, chcą wejść na rynek i skorzystać z tego rynku. W zamian, trzeba będzie trochę popracować z tym rynkiem i o tym dziś będziemy mówić.

Giełda ma swoje obowiązki i spółki będą się z nami kontaktować i spełniać wymogi Giełdy, podobnie Urząd Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, z którym państwo będą mieli do czynienia przy prospekcie emisyjnym i później, przy wykonywaniu tak zwanych obowiązków informacyjnych.

Ale tak naprawdę, będziemy dziś mówić o relacjach państwa z rynkiem, z inwestorami, a nie z instytucjami rynku kapitałowego, bo taki jest sens i idea obowiązków informacyjnych. One mają służyć państwu i inwestorom, a nie Giełdzie czy Komisji Papierów Wartościowych.

I to jest pierwsza teza, aby państwo podchodzili do tych obowiązków nie, jak do **obowiązków**, jak to się mówi potocznie, ale jak do czegoś, **co ma państwu służyć, pomagać w funkcjonowaniu, w życiu spółki giełdowej.**

Jeżeli takie będzie podejście, jeśli te obowiązki nie będą traktowane jak coś uciążliwego, tylko jako działania podnoszące prestiż spółki, służące jej relacjom z otoczeniem, pomoc w prowadzeniu biznesu i korzystaniu z rynku kapitałowego w postaci kolejnych emisji, to już będzie połowa sukcesu. Pozostaną kwestie techniczne, czyli zapoznanie się z przepisami, których, niestety, jest dosyć dużo. Wdrożenie ich w spółce i wykorzystywanie, to ta druga połowa.

Zatem na początek chciałbym zasugerować pozytywne nastawienie do tych regulacji. One czemuś służą. Nazwa potoczna, być może, nie jest szczęśliwa, ale taki jest rynek kapitałowy. Spółki chcą pozyskać kapitał, czy odnieść inne korzyści z faktu bycia na giełdzie. W zamian, trzeba dać inwestorom informacje, które będą stanowiły podstawę podjęcia decyzji inwestycyjnych.

Stąd prośba, aby przygotowując się do debiutu, przystępując do prac nad prospektem emisyjnym, czy pracując nad prospektem emisyjnym, nie marnować czasu, nie traktować pracy nad prospektem, jako jednorazowego wydarzenia, które ma na celu sporządzenie tego prospektu, przeprowadzenie oferty, a potem puszczenie go w niepamięć. Nic bardziej zgubnego. Już **pracując nad prospektem emisyjnym, należy pamiętać**, że część tej pracy będzie **kontynuowana w ramach obowiązków informacyjnych**.

Tak, więc, **sporządzając prospekt emisyjny, identyfikują państwo** najważniejsze miejsca w firmie. **Punkty, w których generowana jest informacja**. W tej chwili, na potrzeby prospektu emisyjnego, a w przyszłości, na potrzeby obowiązków informacyjnych.

Już teraz należy zastanowić się, jak zorganizować obieg informacji na potrzeby późniejszego wykonywania obowiązków informacyjnych. Pisząc prospekt, widać, które piony są szczególnie wrażliwe w firmie, z punktu widzenia wykonywania obowiązków informacyjnych. Z pewnością, są to służby księgowo, bo raporty okresowe czy sprawozdania finansowe do prospektu, zawsze istnieją. Natomiast pozostałe miejsca w firmie, zależą od specyfiki danej firmy, od rodzaju działalności, od branży.

W zależności od kultury organizacyjnej danej firmy, może to wyglądać zupełnie inaczej. Te same raporty w różnych firmach mogą powstawać w różnych miejscach. W jednych, będzie to pion prawny, w innych pion handlowy. Nie ma tu jednoznacznej odpowiedzi.

Natomiast ważne jest, aby na samym początku zidentyfikować te miejsca i zacząć pracować w firmie bardzo intensywnie nad obiegiem informacji, na potrzeby obowiązków informacyjnych.

O ile praca nad prospektem jest mocno statyczna, ponieważ jest jakiś harmonogram, trzeba określone informacje wygenerować, zebrać i w formie prospektu i wniosku o zatwierdzenie go złożyć do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, o tyle, później, dynamika zdarzeń będzie dużo większa.

Zgodnie z regulacjami, czas na zidentyfikowanie, czy powstaje w ogóle obowiązek informacyjny, będzie bardzo krótki. Tylko 24 godziny ma emitent na przekazanie informacji na rynek i to w formie ostatecznej.

Gdzieś po drodze musi dokonać się cały proces decyzyjny. Czy dana informacja jest wymagana przepisami z różnych poziomów, czy też nie. Później należy to odpowiednio zredagować, upewnić się, że informacja jest pełna i rzetelna, i wysłać ją na rynek. Później już, nie ma odwrotu. Kłamka zapada w momencie, kiedy państwo to wysyłają.

Tego nie da się zrobić z dnia na dzień. Jak obserwujemy pracę nad prospektami emisyjnymi w kontaktach z emitentami, widać, że działka obowiązków informacyjnych jest często całkowicie zaniechana i nie brana w ogóle pod uwagę.

Spółki koncentrują się na prospekcie emisyjnym i dopiero po zatwierdzeniu prospektu doradcy uświadamiają spółkom, że przed nimi stoi kolejne wyzwanie. Nie wiem, czy niewymagające jeszcze więcej pracy i wysiłku, niż samo sporządzenie prospektu emisyjnego.

Kolejną kwestią, z którą państwo muszą się zmierzyć, oprócz uświadomienia sobie, że owe obowiązki służą budowaniu dodanej wartości dla emitenta. Jest to zupełnie nowa sytuacja, w jakiej się znajdzie spółka, osoby reprezentujące firmę, czy pracownicy spółki, po wejściu na giełdę. A mianowicie, chodzi o kwestię **poufności informacji**.

Nie starczy nam czasu, aby straszyć sankcjami za naruszenie owej poufności, ale zwracamy szczególną uwagę, i zachęcamy do zapoznania się z tym problemem bardzo szczegółowo.

Przede wszystkim, należy się zapoznać z nowymi regulacjami, z tym, co to jest informacja poufna, jakie osoby w firmie będą miały dostęp do tej informacji, jak te informacje zabezpieczyć i jakie są w związku z tym obowiązki.

Zasygnalizuję tylko konieczność tworzenia list osób, które mają dostęp do tej informacji. Jest to powiązane z okresami zamkniętymi, więc obowiązuje zakaz inwestowania w papiery wartościowe w tych okresach, kiedy ta informacja jeszcze nie trafi na rynek i wiele innych elementów, na które należy zwrócić uwagę. To bardzo istotne także z punktu widzenia prawidłowego funkcjonowania na rynku. Wykorzystanie, przez kogoś ze spółki, informacji poufnej, rodzi określone sankcje.

Nie tylko sankcje karne. Należy pamiętać o reputacji firmy, jako firmy giełdowej, ponieważ taka sytuacja wytwarza nierównowagę. Zaburza podstawową zasadę, która towarzyszy obowiązkom informacyjnym, czyli **zasadę równego dostępu inwestorów do informacji**.

Spółka musi zapewnić przestrzeganie tej zasady. Wszyscy inwestorzy na rynku kapitałowym powinni mieć w tym samym czasie jednakowy, równy dostęp do informacji, aby mieć takie same szanse na podjęcie decyzji inwestycyjnych. I z tego faktu powinni państwo zdawać sobie sprawę.

Oznacza to, że spółka musi uświadomić swoich pracowników, swoich szefów, członków rad nadzorczych, którzy przecież będą się zmieniali, o tym, że taka zasada obowiązuje i należy się do niej stosować. Praktyka pokazuje, że pojawiają się, na przykład, nowi akcjonariusze, nowi członkowie rad nadzorczych, którzy nie mają pojęcia o tym, że takie regulacje w ogóle istnieją. Nawet nie przyjdzie im do głowy, że inwestując w papiery danej firmy czy przekazując jakieś informacje na temat danej firmy, mogą łamać przepisy ustawy.

Ta nowa świadomość wśród pracowników, wśród władz firmy, będzie konieczna, żeby właściwie wszystko funkcjonowało. Są to również nowe relacje z kontrahentami, z którymi spółka w tej chwili współpracuje, ma określone relacje handlowe.

Jest tajemnica handlowa, zawodowa, do tego dochodzi informacja poufna, to nowa kategoria. Na przykład, negocjując jakieś kontrakty, spółka musi uświadomić drugą stronę, że jest, czy też za chwilę będzie, spółką giełdową, i w związku z tym, osoby uczestniczące w negocjacjach wchodzi w posiadanie informacji, które są dosyć szczególne.

W spółce nie giełdowej, wykorzystanie można np. sprzedać informację konkurencji. To jednak zupełnie inny wymiar, niż w sytuacji, gdy spółka jest na GPW.

Gdy spółka jest notowana, taką informację można natychmiast, poprzez zlecenie giełdowe, wykorzystać, inwestując. A to jest, oczywiście, przestępstwem. Spółki, które będą notowane na giełdzie, muszą dochować wszelkiej staranności, żeby ograniczyć tego typu sytuacje.

Można bardzo dużo mówić na ten temat, ale sądzę, że ograniczę się tylko do tego, co dotyczy samej idei wykonywania obowiązków informacyjnych i posiadania świadomości, po co to jest.

Spółka musi się dobrze zastanowić, ponieważ to ona będzie realizować określoną politykę informacyjną w przyszłości. Czy skupi się tylko na przepisach, czy też będzie prowadzić bardziej otwartą politykę. O tym zapewne więcej będzie w wystąpieniu przedstawiciela giełdy, bo chodzi w tym również o zasady *Corporate Governance*.

Dlatego apeluje, aby państwo już teraz, wcześniej, zaczęli się nad tym wszystkim zastanawiać, zaczęli pracować. Żeby nie było tak, że składając wniosek na Giełdę, nagle państwo uświadamiają sobie, jako spółka prawie giełdowa, że wchodzi w zakres pewnych obowiązków informacyjnych. Wtedy jest zdecydowanie za mało czasu, żeby to wszystko zaczęło funkcjonować.

To, co mówię, naprawdę wynika z faktów. Często obserwujemy, że spółki, dopiero w momencie, kiedy wchodzi w obowiązki informacyjne wynikające z ustawy, zaczynają telefonować i pytać, o co właściwie chodzi. Jakie są regulacje, jakie przepisy, jakie rozporządzenia je obowiązują, skąd wynikają zapytania Komisji czy inwestorów, itd. Nie należy dopuścić do takiej sytuacji.

Na zakończenie naszej prezentacji powiem jeszcze parę słów o prospektach i o kwestii aneksowania prospektów emisyjnych. Wiemy, że emitenci mają bardzo duże problemy w tej mierze. Ponadto, problemy te zazębiają się z obowiązkami informacyjnymi.

Spółka **rozpoczyna obowiązki informacyjne** w momencie, kiedy składa wniosek na Giełdę, o dopuszczenie papierów do obrotu giełdowego. Można powiedzieć, że jest to moment zero, w którym spółka, już bez żadnej taryfy ulgowej, wchodzi we wszystkie obowiązki ustawowe i te wynikające z aktów wykonawczych do ustawy.

Do tego momentu obowiązuje ją **aktualizacja prospektu**, która kiedyś wyglądała zupełnie inaczej, a w tej chwili odbywa się za pomocą tak zwanych aneksów, co oznacza, że spółka, składając wniosek do Komisji, uzyskując jego zatwierdzenie, nie może zapomnieć o tym dokumencie, tylko cały czas musi monitorować, czy prospekt spełnia wymogi przepisów, a więc, aby był – cały czas pełny, rzetelny i prawidłowy, i - przede wszystkim - aktualny.

Oznacza to także, że jeżeli pojawi się jakaś nowa informacja w życiu firmy, państwo mają bezwzględny nakaz, w ciągu 24 godzin złożyć wniosek o zatwierdzenie aneksu do prospektu emisyjnego. Zwracam uwagę: w ciągu 24 godzin.

Podkreślam, to nie jest tak, że zatwierdzamy prospekt i zapominamy o nim. Cały czas, do momentu, kiedy nie wygaśnie obowiązek aneksowania, jest to żywy twór, który nieustannie podlega zmianom. Do momentu rozpoczęcia obowiązków informacyjnych, wszystko jest po stronie spółek, bo to państwo oceniają, czy dana informacja jest ważna, jest istotna i należy złożyć aneks. Zwracam uwagę, że jeżeli spółka go nie złoży, może się narazić na zarzut, że prospekt jest nieprawdziwy i nierzetelny.

Należy od razu zapomnieć o pomysłach, o których wiem, że powstają w głowach przedstawicieli niektórych spółek, żeby nie przekazywać aneksu w ogóle, bo nikt się nie dowie. Wcześniej czy później, ktoś się dowiaduje. Taka droga na skróty, to nie jest droga właściwa. Spółka cały czas powinna monitorować, co się dzieje w firmie, w zestawieniu z prospektem emisyjnym i składać te nieszczęsne **aneksy**.

Mówię „nieszczęsne”, dlatego, że terminy są krótkie, a konsekwencje mogą być poważne. Otóż, pojawienie się aneksu, daje inwestorowi **prawo do odstąpienia od zapisu**, niezależnie od tego, czy jest to dobra informacja, pozytywna, czy negatywna. Sam fakt ukazania się aneksu stwarza możliwość odstąpienia od zapisów. Stąd, co większość doradców zaleca, najlepiej na czas przyjmowania zapisów i subskrypcji, byłoby wygasić działalność. Tyle, że w wielu branżach jest to po prostu niemożliwe.

Zwracam też uwagę na przepis, który mówi, że nie można aneksować prospektu, to znaczy, nie można złożyć wniosku o zatwierdzenie aneksu, który dotyczy informacji, o których spółka dowiedziała się przed zatwierdzeniem.

Oznacza to, że w aneksach mogą znajdować się informacje o zdarzeniach, które wystąpią w firmie, albo państwo się o nich dowiedzą, po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego. Jeżeli dziś spółka podpisze umowę, to również dziś powinna ona być, w formie aktualizacji prospektu, składana do Komisji.

Spółka nie czeka z aktualizacją tydzień czy dwa, ponieważ, tak naprawdę, spółka nie wie, kiedy Komisja zatwierdzi prospekt. Są określone terminy i składając prospekt i wniosek,

spółka może się spodziewać, że w każdej chwili może być zatwierdzony. Dlatego należy natychmiast po zajściu jakiegoś ważnego wydarzenia złożyć aneks do prospektu, albo przynajmniej poinformować Urząd Komisji, że taka aktualizacja nastąpi, żeby nie zatwierdzać wcześniej prospektu.

Po zatwierdzeniu prospektu, spółka nie może złożyć aneksu dotyczącego takiej informacji. Ponieważ formalnie nie mamy możliwości zatwierdzenia takiego prospektu. Mówiąc wprost, oznaczałoby to, że prospekt, który Komisja zatwierdziła, był nieprawdziwy i nierzetelny. A to oznacza sankcje prokuratorskie i zakaz oferty.

Jak widać, są to bardzo istotne kwestie, bardzo proszę podchodzić do tego niezwykle poważnie. Być może, trochę straszę, ale to po to, żeby uniknąć w przyszłości problemów.

Inne problemy pojawiają się w sytuacji, kiedy spółka wejdzie w dodatkowe problemy związane z aneksami, a mianowicie, kiedy spółka wejdzie w obowiązki informacyjne, ponieważ regulacje ustawowe i rozporządzenie o raportach bieżących i okresowych wymuszają wręcz na spółkach przekazanie pewnych informacji w określonych terminach.

Przykładowo, można podać raporty okresowe. Spółka ma zatwierdzony prospekt emisyjny, składa wniosek na Giełdę, a za trzy dni przypada termin składania raportu okresowego. I spółka musi ten raport okresowy przekazać do publicznej wiadomości, zgodnie z przepisami. A to oznacza również, że automatycznie spółka musi złożyć wniosek o zatwierdzenie aneksu.

Raporty bieżące. Mamy kilka przykładów sytuacji, kiedy firmy przekazywały raporty na rynek publiczny, natomiast zapominały automatycznie w terminie ważności prospektu, składać wniosek o zatwierdzenie aneksu. Są to dwa odrębne tryby postępowania z informacją.

Jeżeli w ciągu 24 godzin spółka nie zgłosi wniosku o zatwierdzenie aneksu, to konsekwencje są takie, jak mówiłem poprzednio. Nie mamy możliwości zatwierdzenia takiego aneksu, co do zasady, nie będą wchodził w szczegóły, bo zawsze gdzieś są jakieś wyjątki.

W takiej sytuacji wszyscy mają problem. Urząd Komisji ma problem, ponieważ ma prospekt nierzetelny i niekompletny, spółka ma problem, ponieważ cała oferta staje pod znakiem zapytania. Kwestie te reguluje art. 51. Jeden mały artykuł w całej ustawie o ofercie publicznej. Sygnalizuję to państwu dziś szczególnie, ponieważ na razie, mamy mało ofert a bardzo dużo problemów. Obawiam się, że jeżeli będziemy mieli więcej ofert, także dzięki państwu, liczba problemów związanych z aneksowaniem prospektów może gwałtownie wzrosnąć. Chcielibyśmy tego uniknąć. Bardzo proszę, apeluję o zwrócenie na to uwagi. Pytanie się doradców, biur maklerskich oferujących pomoc czy też doradcy prawnego, aby monitorowali działalność, doradzali i pomagali w odpowiednich momentach. Aby pomogli uniknąć w przyszłości przykrych sytuacji.

Teraz przeszlibyśmy do naszej prezentacji, którą państwo mają w materiałach. Oczywiście, nie jesteśmy w stanie wszystkich slajdów przerobić. To jest, można powiedzieć, wyciąg, w którym są poruszone wszystkie najważniejsze rzeczy.

Głos z sali:

- Mam pytanie dotyczące aktualizacji prospektu, który jeszcze nie jest zatwierdzony. Mówił pan o 24 godzinach powołując się na art., 51 ustawy o ofercie publicznej, ale on wyraźnie mówi o prospekcie zatwierdzonym.

Jarosław Ostrowski

- Rzeczywiście, posługuję się uproszczeniami, aby państwo mogli to łatwiej zrozumieć. System jest taki, że spółka składa wniosek o zatwierdzenie prospektu emisyjnego i Komisja ma na to, założmy w przypadku spółki giełdowej, 10 dni. Nie oznacza to, że

zatwierdza prospekt dziesiątego dnia, ale wtedy, gdy stwierdzi, że te dokumenty są pełne i kompletne.

Należy przyjąć, że składając wniosek, (który nie jest projektem, jak było przez całe lata, a Komisja pisała projekt właściwy, który sprawdzała i dawała spółce gęjt, że wszystko jest w porządku), mamy przekonanie, że zarówno wniosek jak i prospekt, są rzetelne, a prospekt pełny i kompletny.

Ponieważ jednak spółka nie wie, kiedy nastąpi zatwierdzenie prospektu przez Komisję, (w prospekcie nie ma daty sporządzenia prospektu emisyjnego), prospekt ma być, zgodnie z klauzulą generalną zawartą w art. 22, pełny, kompletny i rzetelny. W każdym momencie.

Zgodnie z brzmieniem art. 51 ustawy o ofercie, spółka nie może złożyć po zatwierdzeniu prospektu aneksu dotyczącego informacji, o której spółka wiedziała przed zatwierdzeniem prospektu. Zatem łącząc przepisy, dochodzimy do wniosku, że nie należy, tak jak kiedyś, czekać z aktualizacją prospektu, aż zbierze się więcej informacji.

Głos z sali:

- Zastanówmy się jednak nad taką sytuacją, Komisja ma posiedzenie o 12.00, zatwierdza prospekt, a o 11.30 jakaś informacja dociera do spółki. I nawet, gdyby spółka dołożyła najwyższej staranności, nie jest w stanie powiadomić Komisji w odpowiedniej formie, chyba, że wykona telefon, prosząc: panowie, poczekajcie.

Jarosław Ostrowski:

- Złożenie aneksu nie oznacza jego automatycznego zatwierdzenia. Komisja ma na to siedem dni.

Głos z sali:

- Ale to nie jest aneks, ponieważ to dzieje się jeszcze przed zatwierdzeniem prospektu.

Jarosław Ostrowski:

- To wtedy zastanawiamy się, co robić.

Głos z sali:

- Interesuje mnie wspomniany art. 51. To nie jest aneks. Jest to informacja stanowiąca uzupełnienie brzmienia prospektu niezatwierdzonego.

Jarosław Ostrowski:

- Z reguły jest tak, że spółka wie, kiedy jest posiedzenie Komisji. Staramy się też wcześniej sygnalizować, ale życie niesie niespodzianki. Nie da się wszystkiego przewidzieć i przepisami unormować.

Zawsze mogą wystąpić sytuacje, kiedy będą jakieś problemy, ale, w zależności od sytuacji, staramy się jakoś te kwestie rozwiązywać. Nie ma jednej recepty, co należy w takiej sytuacji zrobić.

Agnieszka Burak, naczelnik wydziału spółek publicznych Departamentu Informacji i Analiz Komisji Papierów Wartościowych i Giełd:

- Pan doskonale wie, że jak jest posiedzenie zatwierdzające prospekt, to w tym czasie spółka nie przyjmie żadnej wiadomości. Mówię to specjalnie, bo to nie jest moja działka, natomiast to, o czym będę mówić, czyli wykonywanie obowiązków informacyjnych, wiąże się z taką zasadą, że trzeba sobie ustalić, czym jest powzięcie informacji przez spółkę i kiedy najlepiej jest zamknąć biuro i nie przyjmować informacji.

OBOWIĄZKI INFORMACYJNE

Mówimy o tym, co jest prawnie dozwolone, o tym, jak wykonywać przepisy. Pani dyrektor apelowała, żeby zwrócić uwagę na sankcje. To jest niewdzięczny temat, ale ja bardzo szybko opowiem, jakie są sankcje za nie wykonywanie obowiązków, abyście państwo nabrali motywacji do studiowania przepisów.

Przepisy są bardzo rozbudowane i wykonywanie obowiązków informacyjnych jest trudne. Proponuję skupić się na tym, co jest najważniejsze.

Spółka, która złożyła wniosek o notowanie na rynku regulowanym, a potem jest notowana, podlega obowiązkom informacyjnym pełnym. **Od momentu złożenia przez zarząd wniosku o notowanie na Giełdzie, spółka ma pełne obowiązki informacyjne.**

Oznacza to, że spółka ma obowiązek informowania o wszystkim, co jest ważne. Kiedy państwo przeczytacie przepisy – w materiałach jest ściągawka doskonała i postaram się przybliżyć państwu, którą część aktów prawnych należy poznać dokładnie, - okaże się, że spółka publiczna, czyli spółka giełdowa ma obowiązek ujawniania i przekazywania do wiadomości publicznej informacje poufne.

Wszystkie **informacje poufne** podlegają bezwzględnemu obowiązkowi publikacji. **Sankcja za niewykonywanie obowiązków jest administracyjna, do miliona złotych grzywny**, ewentualnie połączona z **inną sankcją, wykluczenia papierów z obrotu giełdowego**, ale jest to rzadko stosowana kara i mam nadzieję, że nadal będzie ona istniała tylko w przepisach.

Oprócz tego, są sankcje za **niewłaściwe wykonywanie obowiązków** informacyjnych, czyli nie przekazywanie w terminie informacji poufnych. **Dodatkowo** może być nałożona **kara na członków zarządu**, którzy dopuścili do nieprawidłowości, do wysokości trzech pensji, czyli trzech ostatnich pensji każdego z członków osobno.

Ponadto, za nie przekazywanie pełnej prawdy w raportach, bądź pomijanie prawdy lub też podawanie nieprawdy w raportach, są jeszcze **sankcje karne**, czyli w odniesieniu do określonej osoby. Słowo karne oznacza, że delikwent staje przed prokuraturą, a następnie przed sądem. Ponadto, jest **odpowiedzialność cywilna**. Jeśli z powodu państwa błędu raport zostanie źle sformułowany, narażając na szkodę kogokolwiek, to ta osoba może wystąpić z pozwem z kodeksu cywilnego.

Mówię to, aby państwo mieli tego świadomość i wcale nie zamierzam straszyć. Inne sankcje wynikają z przepisów, które regulują obowiązki osób. Są to sankcje i obowiązki nałożone na emitenta, czyli ciało anonimowe.

Natomiast osoby wchodzące w skład organów zarządzających i nadzorujących a także państwo, jako pracownicy, mają obowiązki związane z przekazywaniem do Komisji i do spółki **informacji o transakcjach**. Obowiązują też zakazy dokonywania transakcji na akcjach swojego emitenta.

Złamanie tych zakazów też jest obłożone sankcjami administracyjnymi. Kara za nie przekazanie informacji o transakcjach – do 100 tys. zł., zawieranie transakcji pomimo zakazu

„kosztować” może nawet dwa razy więcej – 200 tys. zł. Na tym zakończę ten przykry temat i przejdę do tego, na czym powinnam się skupić, czyli do obowiązków informacyjnych emitenta.

Emitent ma przekazywać **informacje poufne**. I tu zaczyna się dramat. Co to są informacje poufne. Każdy ma swoje potoczne rozumienie informacji poufnej. Proszę się wczytać w przepisy **art. 154 ustawy o obrocie**, wtedy wszystko stanie się jasne. Informacja poufna to jest taka informacja, która po przekazaniu do publicznej wiadomości mogłaby spowodować wzrost czy spadek wartości akcji emitenta.

Nie jest to jednakże każda informacja, która mogłaby wpłynąć na cenę lub wartość papierów, tylko taka, która jest sformułowana precyzyjnie i na podstawie, której inwestor, w dodatku racjonalnie myślący inwestor, mógłby podjąć decyzje inwestycyjne. Inwestor widzi informację, może ją przeanalizować i dojść do wniosku, że kupi lub sprzeda akcje. Jest to definicja z dyrektywy unijnej. O co chodzi, czym jest informacja poufna postaram się pokazać na przykładzie.

Ktoś z racji swoich zadań w spółce, np. pracuje w księgowości i wie, w jakiej kondycji jest firma, i nie musi widzieć sporządzonego raportu okresowego, żeby tę wiedzę mieć. Powstaje pytanie, czy ta osoba ma dostęp do informacji poufnej? Kiedyś można było powiedzieć, że, oczywiście, ma dostęp do informacji poufnej, bo informacja poufna jest to wszystko, co jest ważne dla sytuacji firmy. Ale jest definicja, która określa, co to jest informacja poufna i mówi, że musi to być informacja precyzyjna.

Czy gdybym miała dostęp do informacji poufnej, ponieważ podsłuchałabym w tramwaju, że spółka osiągnęła za trzeci kwartał zysk netto w wysokości 50 mln zł? Czy posiadałabym w ten sposób informację poufną? Mogłabym zrobić z tego użytek, gdybym powzięła informację, że spółka taka i taka ma dosyć dobry wynik po trzech kwartałach. Ale, czy to jest informacja poufna?

Racjonalnie myślący inwestor, racjonalnie, czyli nie ten, który kieruje się emocjami w podejmowaniu decyzji, pomyśli, że 50 mln zysku, to niby dobrze, ale powstaje pytanie, z czego wzięło się to 50 mln zł zysku? A jak było przedtem, jak stoją inne spółki z branży? Co się złożyło na ten wynik? Jakie były koszty, itd. Precyzyjna informacja jest przekazywana przez spółkę w raporcie za trzeci kwartał.

Precyzyjna informacja obejmuje sprawozdanie skrócone, czyli bez not, wszystkie składniki sprawozdania, gdzie jest wszystko w tabelkach przedstawione dokładnie skąd się wzięło te 50 mln zł, sprawozdanie zarządu, czyli opis wszystkich zdarzeń, które miały miejsce w kwartale i które wpłynęły na ten wynik. Ponadto, jest tam opis zdarzeń, które mogą mieć miejsce w najbliższym okresie. Przedstawienie sytuacji spółki i akcjonariatu, stanu posiadania akcji przez zarząd i przez radę nadzorczą, oprócz tego wykaz największych dokonań oraz założenia także największych wpadek spółki w danym okresie, dane porównywalne za poprzednie okresy, dopiero na podstawie tego, racjonalnie myślący inwestor, podejmuje decyzje, bo ma dane, żeby dokonać analizy.

Analitik, po przeczytaniu takiego raportu kwartalnego, dopiero wtedy wie, jakie zadać pytanie dodatkowe. Proszę się nie zdziwić, kiedy po opublikowaniu raportu, będą telefony od analityków, a każda rozmowa z analitykiem będzie trwała po trzy godziny. To są reprezentanci inwestorów, którzy traktują dane, jako źródło analizy sytuacji spółki.

W omawianej sytuacji, podsłuchana informacja o 50 mln zł zysku, może być istotnie wykorzystana przeze mnie, bo wydaje się, że jest świetnie, ale racjonalnie myślący inwestor z założenia, z ustawy, powinien żądać pełnego zestawu danych, żeby móc dopiero wtedy dokonać analizy i podjąć decyzję.

Nie mówię, że taka informacja podsłuchana w tramwaju, nie jest informacją poufną. Bo nikt państwu nie powie, co jest tą informacją poufną. Zwracam tylko uwagę na pewne wątki.

Informacja poufna ma swoją definicję. Nie ma natomiast katalogu zdarzeń, ową informację tworzących. Nie ma takiego katalogu i nigdy nie będzie. Spółka musi podjąć decyzję, co ma obowiązek publikować i co powinna chronić w związku z tym.

Obowiązek jest taki, że informację poufną, jeżeli spółka ją poweźmie, coś wydarzy się w spółce, ma obowiązek przekazać tę informację do publicznej wiadomości w ciągu 24 godzin. A kiedy spółka, na przykład, ma wiadomość, że zysk wyniósł 50 mln zł za trzy kwartały, co kiedyś się stanie i ten wynik wyklaruje się ostatecznie, gdy prezes podpisze raport kwartalny za trzy kwartały, to będzie właśnie ten moment.

Inny przykład. Informacja podana przez prasę, że prawdopodobnie prezes zarządu siedzi. To jest informacja, która wywołuje emocje na rynku i to potężne. Większe, niż opublikowanie raportu kwartalnego. Ale, czy to jest informacja poufna i czy spółka powinna ją przekazać? Jeżeli prezes siedzi, dlatego, że bije żonę i został na tym przyłapany, czy to jest informacja ważna dla inwestora, podejmującego decyzje, o kupnie bądź sprzedaży akcji spółki? A jeśli to żona go bije, a on tylko po prostu raz jej oddał?

Natomiast, jeśli zostanie postawiony zarzut działania na szkodę spółki, to już informacja zupełnie innej kategorii. Ale jest to tylko zarzut, nie wyrok sądowy. Spółka musi sama decydować, na którym etapie powinna opublikować pewne informacje uznane za poufne.

Obowiązek informowania o informacji poufnej brzmi może trochę dziwnie. Nie jest to dobra nazwa dla tych informacji. My posługujemy się dla uproszczenia hasłem klauzula generalna. A polega to na tym, że to, co państwu powiedziałam, to jest tylko część prawdy.

Emitent nie zawsze sam decyduje o tym, którą informację przekazuje do publicznej wiadomości. Jest jeszcze rozporządzenie w sprawie **informacji bieżących i okresowych** przekazywanych, przez emitentów. Emitent, bez względu na to, czy chce, czy nie, czy uzna, że są to informacje ważne, czy nie, ma obowiązek publikowania pewnych określonych raportów bieżących oraz określonych raportów okresowych.

Zakładam, że może jeszcze ktoś z państwa nie wie, co to są raporty okresowe. Tu zawsze jest pewne zdziwienie na początek. Są to raporty kwartalne, półroczny za pierwsze półrocze oraz roczny. Dla spółek, które mają grupy, są to także raporty skonsolidowane.

W przypadku raportów półrocznych i kwartalnych można łączyć skonsolidowane z jednostkowymi, natomiast raport skonsolidowany, ze skróconym jednostkowym. Jest to o tyle ważne, że spółki przekazują te raporty w pewnym cyklu. Jak sporządzić raport powiedziane jest dokładnie we, wspomnianym rozporządzeniu. Trzeba po prostu wykonać wszystko, co tam jest powiedziane, punkt po punkcie.

Natomiast, każdy, kto ma dostęp do informacji finansowych, na podstawie, których tworzone są raporty okresowe, każdy pracownik w spółce, niezależnie od tego, czy jest na umowie o pracę czy na umowie zleceniu, czy też umowie o dzieło, nie mówiąc już o tych osobach, które wchodzi w skład organów zarządzających czy nadzorujących, wszystkie te osoby obowiązują tzw. okresy zamknięte, związane z publikacją raportów okresowych.

Okres zamknięty jest dosyć bolesny. Mówiąc w skrócie, nie wolno handlować akcjami własnej spółki na dwa tygodnie przed publikacją raportu kwartalnego, na miesiąc przed raportem półrocznym oraz na dwa miesiące przed raportem rocznym. Wokół okresów zamkniętych, wokół tego przepisu, jest wiele kontrowersji, ale to temat odrębny.

Oprócz **raportów okresowych**, których **terminy publikacji** spółka sama deklaruje, (jednym z pierwszych raportów wysyłanych przez nowe spółki do publicznej wiadomości jest właśnie raport bieżący, w którym spółka informuje, w jakich terminach będzie przekazywać **raporty** okresowe). Każdy raport ma swoje terminy graniczne i w ramach tych terminów granicznych spółka musi się zmieścić. Jeśli np. nie wie jeszcze, kiedy będzie publikowany raport roczny, to w raporcie zawierającym terminarz można napisać, na przykład, że raport roczny zostanie przekazany w terminie 15 dni przed walnym zgromadzeniem

zatwierdzającym i nie później, niż po otrzymaniu opinii biegłego, bo takie terminy wynikają z przepisów. Tyle, że taka precyzja rodzi problemy z okresami zamkniętymi.

Te kontrowersje i wątpliwości to początek góry lodowej. Sądzę, że pytania ze strony państwa i moje bardziej dokładne wyjaśnienia dotyczące tego tematu, to będzie późniejszy etap. Wtedy, kiedy państwo nabierzecie pierwszych doświadczeń i zetkniecie się z pierwszymi problemami.

Są jeszcze **raporty bieżące**. One też są przedstawione we wspomnianym rozporządzeniu o informacjach bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów, w sytuacjach, które rodzą obowiązki informacyjne. Jest tam wyszczególnione około 30 zdarzeń. Tak naprawdę, to kilka jest ważnych, reszta to zdarzenia porządkowe. W przypadku zaistnienia danego zdarzenia, spółka ma obowiązek **przekazać raport w ciągu 24 godzin**, raport do publicznej wiadomości.

A jak sporządzić raport? To również jest opisane w przepisach. Jest tam powiedziane, że raport ma zawierać minimum to, to i to. Trzeba wypełnić przynajmniej zakres minimalny, ale dobrze jest też dodać coś od siebie. Wszyscy do tego zachęcamy, przepisy również. W sposób rzetelny, bez pomijania gorszych wątków danego zdarzenia.

Co rodzi taki obowiązek? Przede wszystkim, wszystkie umowy znaczące. Umowa znacząca, to taka umowa, której wartość przekracza 10% kapitałów własnych emitenta lub przychodu ze sprzedaży. Po pewnym czasie można także z tego kryterium korzystać. Umową znaczącą jest także nabycie aktywów znaczących, jak również utrata aktywów znaczących, rozwiązanie znaczącej umowy. Wszystko się kręci wokół takich wydarzeń.

Także wszcęcie przed sądem bądź organem administracji postępowań o wartości przedmiotu sporu powyżej 10% kapitałów własnych, nabywanie akcji własnych przez emitenta i inne tego typu zdarzenia.

W rozporządzeniu znajdziecie państwo cały harmonogram przesyłania raportów do publicznej wiadomości. Harmonogram związany z wprowadzaniem akcji na rynek, a także z przeprowadzaniem i zorganizowaniem walnych zgromadzeń.

To wszystko jest trochę rozbite. Proszę się nie skupiać na czytaniu pierwszej części rozporządzenia i potem trzeciej. W pierwszej są opisane raporty bieżące, w trzeciej – raporty okresowe, natomiast druga część jest niezauważana, bo jest nudna. Natomiast, są tam przepisy dotyczące walnych zgromadzeń i to należy wyłuskać, bo jest to dosyć ważne. Były już kary za to, że przepisy te nie zostały przeczytane przez spółkę.

Jeśli chodzi o 24 godziny na przekazanie informacji, jest to dosyć krótki termin. Teraz już nie jest to jeden dzień na przekazanie informacji do publicznej wiadomości, tylko 24 godziny. Jest to dosyć istotne, bo jeżeli, na przykład, walne zgromadzenie zakończy się w piątek wieczorem, to spółka może wysłać raport najpóźniej w poniedziałek, bo można te terminy wyliczyć w sposób prawny i rozciągnąć ten jeden dzień, czasami nawet, na trzy i więcej dni.

Jest to dosyć istotne. Jeżeli spółka podpisuje kontrakt w sobotę, to ktoś musi mieć dyżur w pracy, żeby napisać o tym raport, przypilnować prezesa, żeby podpisał i wysłać do publicznej wiadomości. Być może, to nader rygorystyczne podejście, wysyłanie raportu w sobotę, kiedy nie ma notowań, ale to jest zgodne z przepisem, a sankcje są takie, jak wspomniałam na wstępie. Zatem, warto się temu podporządkować.

Termin 24 godzin realizuje się w sposób dosyć prosty. Obowiązki wypełnia się przez wysyłanie raportów w wersji elektronicznej, wyłącznie pocztą internetową. Nie jest to jednak zwykły e-mail. To jest przesyłka w **systemie ESPI**, do którego prawo nakazuje państwu przystąpić. System ESPI służy do tego, aby wszystkie podmioty, które wypełniają obowiązki informacyjne i publikacyjne na rynku kapitałowym, mogły przekazywać informacje w sposób szybki i formie określonej przepisami.

A zatem, będziecie państwo nadawać raporty systemem ESPI na jedną skrzynkę, która załatwia państwu wykonanie obowiązków, czyli wysłanie danego raportu jednocześnie do

Komisji i do Giełdy, a po 20 minutach, do agencji, w tym przypadku do Polskiej Agencji Prasowej, która została wskazana przez Komisję.

Państwo po prostu wysyłają mail zawierający raport na określoną skrzynkę. Do agencji raport dotrze dopiero po 20 minutach, bo wcześniej musi dotrzeć jednocześnie do wspomnianych dwóch instytucji.

Jarosław Ostrowski:

- Tylko uzupełnię, że tylko w taki sposób spółka wypełnia obowiązek zgodnie z prawem. Tylko takie postępowanie jest wypełnieniem wszystkich wymogów. Jest to formalna droga, której spółka nie może pominąć. Chciałem to podkreślić z całą mocą.,

Czasami spółkom wydaje się, że skoro wszyscy wiedzą, cały rynek wie, ponieważ informacja o podpisaniu kontraktu jest we wszystkich wiadomościach, we wszystkich dziennikach, na Internecie, umowa była podpisana w obecności przedstawicieli rządu, premiera, prezydenta itd., to wszyscy wiedzą o niej. Ale to nie oznacza, że spółka wykonała obowiązek informacyjny.

Proszę na to zwrócić uwagę, ponieważ wiele firm, lekceważąc ten obowiązek, naruszyło przepisy. To, że informacja jest publiczna, nie oznacza, że spółka wykonała obowiązek informacyjny. Tylko droga, o której mówiła koleżanka, jest właściwym sposobem wypełnienia przepisów.

Agnieszka Burak:

- Czy macie państwo pytania, do tej części prezentacji? Jeśli nie, będę państwa wtajemniczać jeszcze w inne obowiązki związane z faktem bycia spółką publiczną. To, o czym mówiłam, to była bardzo pobieżna informacja na temat obowiązków emitenta.

Prawo reguluje także **nabywanie znacznych pakietów akcji**. Jeśli mówimy znaczny pakiet, myślimy o pakietach, które dają ponad 5% głosów w spółce, bez względu na to, czy można głosować czy nie. Jeżeli spółka kupi akcje własne, taki pakiet, który przekracza 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, to spółka staje się własnym akcjonariuszem, mimo, że nie może w praktyce z tych akcji głosować.

To, co powinno państwa interesować, to, że akcje spółki publicznej może mieć każdy. Nie ma tu żadnych ograniczeń, żadnych zezwoleń wydawanych przez Komisję. Kto jest inwestorem, kto korzysta w pełni z praw publicznych, może spółkę kupić, choć nie zawsze jest to przyjaciel. Prawo zostało w ten sposób zmienione, szybkie kupowanie dużych pakietów możliwe jest teraz tylko w wezwaniach, od listopada 2005 r. Zatem, nie można zrobić tego po cichu, nie można dać zlecenia, na przykład, na kupienie 20% akcji spółki, tylko trzeba to ogłosić publicznie i poprosić akcjonariuszy, aby zgodzili się te akcje sprzedać.

Akcjonariusze mają swoje obowiązki informacyjne i w związku z tym, mają także swoje sankcje, w przypadku naruszenia przepisów. Sankcje te sięgają miliona złotych. Kłopoty, a właściwie obowiązki akcjonariusza pojawiają się od momentu, gdy przekroczy 5% głosów w stosunku do ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Od tego progu 5%, akcjonariusz musi informować spółkę o swoim stanie posiadania oraz Komisję Papierów Wartościowych i Giełd, a spółka wykonuje obowiązek przekazania tejże informacji do publicznej wiadomości, tym samym trybem.

Podobnie jak poprzednio, wysyła mail na określoną skrzynkę, która to skrzynka rozprowdzi informację do Komisji i do Giełdy, a następnie do agencji informacyjnej. Proszę przeczytać rozdział o znacznych pakietach akcji, gdzie podane są progi, zamieszczony w ustawie o ofercie publicznej. Te przepisy powinny, w jakiś sposób pozwolić spółce chronić się przed wrogim przejęciem. Ale nie ma i nie będzie przepisów doskonałych w tym względzie. Wrogie przejęcia były i będą, bez względu na przepisy prawa.

Można ewentualnie kontrolować i wykorzystywać informacje, które otrzymuje się od akcjonariuszy. Mówimy o akcjonariuszu typu osoba fizyczna i osoba prawna. Akcjonariusz, przekraczając kolejne progi, o których mowa w ustawie, czyli 5%, 10%, 15%, 25%, 36%, 50%, 75%, powinien sam informować o przekroczeniu kolejnych progów. Musi informować także o większych transakcjach, czyli, jeżeli jednorazowo zmieni stan posiadania o 2 punkty procentowe, to też musi informować. Tyle o samym akcjonariuszu.

Natomiast **akcjonariusz**, który jest **osobą fizyczną**, może mieć żonę i może mieć jeszcze inną osobę na boku. Proszę sobie wyobrazić, że oprócz tego, że on sam musi informować, to musi także informować o stanie posiadania razem z żoną, osobami wspólnie pozostającymi z nim w gospodarstwie, a nawet w dwóch, jeśli taka sytuacja ma miejsce.

Jeśli chodzi o osoby prawne, to osoba prawna też musi informować i to osobno za siebie, ale także za całą grupę. Za wszystkie spółki zależne, ponieważ stan posiadania spółek zależnych wlicza się na konto spółki matki.

Często zdarzało się, że spółki donosiły mając listy pełne osób, które zgłosiły się do udziału w walnym zgromadzeniu. Spółki informowały nas, że mają podejrzenie, że pewne podmioty działają w grupie, bo zarejestrowały się na walne i podały ten sam adres i tę samą siedzibę. Mimo, że nazwy nie są zbliżone, ale fakt, że mają jedną siedzibę może świadczyć o tym, że jest to rozbity pakiet akcji pomiędzy podmioty, które działają w porozumieniu. Przy przygotowywaniu listy osób uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu warto to dokładnie przeanalizować.

Reasumując. To, co państwa najbardziej interesuje, jeżeli spółka otrzymuje informację od akcjonariusza o wykonaniu obowiązku z art. 69 ustawy o ofercie publicznej, spółka ma obowiązek przekazać ją w ciągu 24 godzin do publicznej wiadomości, czyli sporządzić kolejny raport.

Są także **akcjonariusze specyficzni**, którzy są bez przerwy „na widelcu”. Są to osoby z **zarządu i z rady nadzorczej**. Jeżeli taki akcjonariusz nabędzie lub zbędzie, chociaż jedną akcję spółki ciąży na nim obowiązek poinformowania Komisji oraz spółki, a spółka powinna to przekazać do publicznej wiadomości w formie kolejnego raportu.

Prawo mówi także o innych osobach, ale jest o tyle łaskawe, że pozwoliło grupować transakcje nabycia i zbycia, sumować i przekazywać informację bezwzględnie po przekroczeniu sumy transakcji 5 tys. euro. Chodziło o to, żeby nie informować o każdej akcji na bieżąco, można sobie grupować i co 5 tysięcy euro, taki członek zarządu lub rady nadzorczej ma dopiero obowiązek ściśle poinformowania o tym, niejako hurtem.

A o całej „drobnicy”, jeżeli poinformował dwa razy o przekroczeniu progu 5 tys. Euro w ciągu roku, bo sumuje się w ciągu roku kalendarzowego i nie poinformował na koniec o jeszcze jednej akcji dokupionej w grudniu lub w lipcu, ma obowiązek przekazać informacje o wszystkich tych resztkach, o których jeszcze nie powiedział i nie podał do publicznej wiadomości, do końca stycznia następnego roku.

Spółka, otrzymując zawiadomienie od takiej osoby, ma obowiązek przekazać dalej taką informację do publicznej wiadomości na tę jedną skrzynkę w systemie ESPI, która prześle informację do Komisji i na Giełdę, a następnie do agencji prasowej.

O tyle jest to skomplikowane, że jeśli członek zarządu ma żonę i ma panią na boku, pomijam kwestię dzieci, które mieszkają w tym samym domu i teściowej, na użytek tego przepisu sumuje stan swego posiadania, bo musi informować także o nabywaniu akcji przez osoby bliskie równie dokładnie, jak o swoim nabywaniu czy zbywaniu. To właśnie na członku organów spółki spoczywa obowiązek poinformowania o transakcjach osób bliskich.

To trochę skomplikowane, tym bardziej, że dochodzi do sytuacji jeszcze innych, na przykład, członek zarządu jest członkiem rady nadzorczej w innej spółce. I ta spółka nabywa i zbywa akcje emitenta. W tej sytuacji, ten członek zarządu także ma obowiązek informowania o transakcjach tej spółki, w której radzie nadzorczej członkiem jest, jak o swoich.

Trzeba się bardzo dobrze zorganizować i zapewnić sobie uzyskiwanie takich informacji. To trudny przepis, egzekwowany przez Komisję bez litości. Chcę podkreślić wagę tego zagadnienia, aby państwo w swoich spółkach już zaczęli akcję informacyjną, wskazującą na istnienie art. 168 ustawy o obrocie (...).

Okresy zamknięte. Jak jest okres zamknięty, przed publikacją raportów okresowych, członkowie władz spółki nie może ani nabywać, ani zbywać akcji spółki, ale jego żona lub pani z którą mieszka, już może to robić. Tu jest pewna ulga.

Czy są do tej części jakieś pytania? Sądzę, że pierwszy raz w życiu udało mi się rzeczywiście wszystko powiedzieć. Na zakończenie dodam, że spółka musi funkcjonować. **Spółka publiczna ma zapewnić**, i jest nawet przepis prawa, który o tym mówi, **wszystkim akcjonariuszom równy dostęp do ważnych informacji, w tym samym czasie.** Wszystkim. Jest to bardzo trudne do zrobienia, bardzo trudno byłoby funkcjonować, ponieważ zarząd nie będzie podejmował decyzji dotyczącej zarządzania spółką na bieżąco, korzystając wyłącznie z wiedzy pozyskanej z raportów bieżących przekazywanych przez spółkę.

Tak samo, członkowie Rady Nadzorczej mają prawo żądać informacji, ponieważ inaczej nie mogliby wykonywać swoich obowiązków i swoich funkcji nadzorczych. Akcjonariusz, który ma więcej głosów w spółce, może wykorzystać swoją większość w głosach, bo po to kupował akcje, żeby móc trochę porządzić. W związku z tym, na pewno ma większe szanse na wstawienie kogoś swojego do organów zarządzających i nadzorujących spółki niż ten, kto ma jedną akcję. Ten akcjonariusz, który ma kogoś w zarządzie czy w radzie nadzorczej, ma lepszy dostęp do informacji, niż przysłowiowy Jan Kowalski, który ma jedną akcję kupioną na Giełdzie.

Zasada ogólna jest taka, że wszyscy mają prawo mieć równy dostęp do tej samej informacji. Chodzi o informacje ważne, na przykład, przychody ze sprzedaży, jakie spółka osiągnęła w danym kwartale. Proszę też zwrócić uwagę na przepis **art. 66 ustawy o ofercie** (...). Przepis ten mówi, że przed wykonaniem obowiązku informacyjnego, można jednak ważne dane przekazywać innym podmiotom. Pozwala on więc, na pewne uprzywilejowanie, w dostępie do informacji poufnych, a więc podlegających publikacji, informacji ważnych. Jednocześnie ten przepis pozwala funkcjonować, na przykład, pozwala iść do banku i poprosić o kredyt, pozwala przekazać do GUS wymagane dane, pozwala wziąć udział w przetargu.

Dobrze jest, jeśli państwo macie świadomość, że taki przepis istnieje. W sytuacji, kiedy jest już sporządzony przez spółkę raport za trzeci kwartał. Spółka chce zaciągnąć kredyt bankowy. Bank się zgadza, ale mówi, że potrzebuje przedtem od spółki aktualne sprawozdania finansowe, a więc, za trzy kwartały. Spółka w zasadzie powinna odpowiedzieć, że nie może dać bankowi tych informacji, ponieważ raport nie został jeszcze przekazany do publicznej wiadomości. Przepis został skonstruowany tak, że pozwala pewnym podmiotom, określonym w tym przepisie, oraz określonych w innych przepisach prawa, udostępniać pewne informacje jeszcze przed przekazaniem ich do publicznej wiadomości.

Jeszcze jedna kwestia. To, co podlega obowiązkowi publikacji, a więc raporty bieżące, okresowe i ogólnie mówiąc, informacje poufne, jak trzeba przekazać, to trzeba przekazać. Tu nie ma możliwości takiej, że spółka poprosi Komisję, żeby nie musiała podawać takich i takich informacji, ponieważ kontrahent o to prosił, albo nie chcieliby się odkrywać przed konkurencją, itd. Komisja nie może zwolnić z tego obowiązku. Jeżeli coś jest informacją poufną, a przypominam, że to spółka uznaje, co jest informacją poufną, a co nie, albo, jeżeli coś trzeba przekazać, bo wynika to z przepisów, raport bieżący powinien być w takiej sytuacji przekazany. Spółka nie ma możliwości wymigania się od tego obowiązku.

W przypadku pewnych informacji, w ściągowce na drugim slajdzie, znajdziecie państwo rozporządzenie o informacjach, w przypadku, których, **wykonanie obowiązku informacyjnego można opóźnić.** Spółka może, w przypadku pewnych informacji poufnych, które zostały przez prawodawcę uznane, jako informacje poufne, których ujawnienie może

naruszyć słuszny interes emitenta. Emitent może, na własną odpowiedzialność, opóźnić wykonanie obowiązku. Ale nie jest to dożywotnie opóźnienie.

I jeszcze jedna uwaga. Jeśli spółka uznaje coś za informację poufną, to musi mieć świadomość, że nie uda się ominąć wykonania obowiązku informacyjnego.

Jeżeli spółka nie uznała czegoś za informację poufną, to spółka podejmuje decyzję, co jest informacją poufną, a co nie, i wówczas nie musi opóźniać wykonania obowiązku informacyjnego. Kiedyś państwo zrozumiecie, co ja mam na myśli, gdy już przejdziecie do praktyki. Sądzę, że spółki, które są już naszymi gośćmi i mogą opowiedzieć o swoich doświadczeniach, doskonale moje przesłanie zrozumiały.

Głos z sali:

- Mam pytanie, jeśli jest taka sytuacja hipotetyczna. Jesteśmy na Gieldzie, podpisujemy umowę, która oczywiście, przekracza 10% kapitału zakładowego. Ale działamy w konsorcjum i jesteśmy liderem tego konsorcjum. Założmy, że mając jakiś udział procentowy, de facto, nie przekraczamy 10% kapitału zakładowego. Czy podajemy taką informację z racji przepisów, które nas obowiązują?

Druza sprawa. Jeżeli członkowie konsorcjum powiedzą, że oni nie chcą podawać swoich udziałów, bo na przykład, oczywiście, jesteśmy zobowiązani, ale z jakichś własnych powodów nie chcą, żeby było powiedziane, że oni mają 20% udziału, to, co nas obowiązuje w takiej sytuacji? Co musimy podać? Czy możemy uwzględnić zastrzeżenia partnerów?

Agnieszka Burak:

- W przypadku, jeżeli wartość przedmiotu umowy, która przypada na państwa, nie spełnia kryteriów umowy znaczącej, nie ma obowiązku przekazania raportu. Bardzo często spotykamy na rynku informacje o tym, że spółki wchodzi w skład konsorcjum i informują o zawarciu umowy.

Oczywiście, dobrze jest poinformować o umowie, bo to jest sygnał dla akcjonariuszy, że w spółce jednak coś się dzieje i jakaś działalność jest. Ale w przypadku, gdyby spółka podjęła decyzję, że jest to informacja ważna, i należy ją przekazać, wtedy tę informację należy przekazać tak, aby była ona rzetelna.

Żaden przepis nie wymaga bezwzględnie podania nazw partnerów będących w konsorcjum. Jednakże, zależy, kto jest partnerem. Jeżeli spółka wchodzi w konsorcjum, i 10% przypada na nią a 90% na giganta najważniejszego na rynku budowlanym, to, co stanowi istotę tej informacji? Jest oczywiste, że właśnie jego udział i jego nazwa. Wówczas jest to informacja poufna. Podanie dobrowolnie informacji okrojonej do tego, że spółka wchodząc w skład konsorcjum, podpisała umowę wartą ogromną kwotę, jest tylko wprowadzaniem w błąd i nie jest informacją rzetelną.

Nie udzielę pani dokładnej odpowiedzi, bo nie znam sytuacji. Zresztą nigdy nie będę znała sytuacji 300 spółek i każdej umowy i nie mogę dać gotowego rozwiązania.

Jarosław Ostrowski:

- Jest na to tylko jeden sposób. Czasami trzeba na wycucie, ale przede wszystkim zgodnie ze zdrowym rozsądkiem. To jest bardzo dobre pytanie, ponieważ takie teoretyczne sytuacje można mnożyć, bo one występują codziennie w życiu wielu spółek giełdowych.

Pani pytanie pokazuje, jak bardzo jest to skomplikowana materia oraz, że nie jest do końca uregulowana, bo nie da się tego uregulować. Nawet nie ma uzasadnienia do regulacji takich szczegółowych kwestii. Często muszą się państwo opierać, podejmując decyzje, na tak

zwanym zdrowym rozsądkiem przy wyborze, czy dana informacja koniecznie powinna być przekazana do publicznej wiadomości, czy nie.

Głos z sali:

- *Jeszcze jedno pytanie. Załóżmy, że przekazanie tej informacji jest konieczne z różnych względów, bo obowiązuje nas przepis mówiący o wielkości podpisanego kontraktu. Poza tym, jest to dla spółki sprawa prestiżowa, na przykład, bo dana inwestycja spółce bardzo się to opłaca, i nie ma się, czego wstydzić.*

Wróć jednak jeszcze do tej drugiej części tematu. Są, oczywiście, partnerzy, którzy biorą udział i my ich ujawniamy, ale oni nie chcą mówić o procentowym udziale. Co wtedy? Czy to będzie informacja niepełna, czy możemy tej informacji nie podać, czy nie?

Agnieszka Burak:

- Możecie państwo. Na przykład, mówimy o sytuacji podpisania znaczącej umowy, natomiast, jak ma wyglądać znacząca umowa, jest opisane w rozporządzeniu. Jest tam ogólnikowo stwierdzone, że muszą być strony umowy, coś o przedmiocie umowy, o warunkach finansowych i data. I tylko tyle.

Nie jest w tym przepisie napisane, że bezwzględnie, w przypadku konsorcjum, musi być nazwa i procentowy udział każdego z partnerów. W związku z tym, spółka ma przekazać informacje w taki sposób, żeby inwestor wiedział, o co chodzi. Żeby nie był wprowadzony w błąd.

Fakt, że ciężko podpisuje się umowy ze spółką giełdową, ponieważ spółka giełdowa ma obowiązek być przejrzysta. W związku z tym, pewne prośby, żeby nie ujawniać tego lub owego, nie będą mogły już być zrealizowane.

Proszę przeczytać raporty dotyczące umów. Można doskonale przekazać sedno informacji nie zdradzając niepotrzebnie tajemnic. Bo nie wszystkie tajemnice muszą być akcjonariuszowi przedstawione.

Natomiast, odnośnie udziałów, można z tego wybrnąć. Przede wszystkim, w informacji trzeba podać to, co jest istotne dla oceny tej umowy. Rozkładając na elementy pierwsze taką sytuację, ważne jest, co spółka, co dany emitent będzie z tego miał. Jeżeli spółka ma powyżej 60% w konsorcjum, to albo informuje, albo też ukrywa taką informację. Bo 50% to jest właśnie to, co spółka chce powiedzieć akcjonariuszom. A z tego wynika, że inne podmioty mają 40%. Inna jest sytuacja, kiedy emitent ma 10%, drugi podmiot ma również 10%, a trzeci resztę. Tego już akcjonariusz może się nie domyśleć, że w zasadzie umowa jest świetna, ale zdecydowanie więcej korzyści odniesie z niej jakiś podmiot, który w dodatku nie chce podać swojej nazwy.

Jarosław Ostrowski:

- Podanie samej informacji, że spółka podpisała kontrakt na 100 mln zł z jakimś partnerem, jeżeli nie określimy, ile korzyści się z tego spodziewamy, rodzi się pytanie od inwestora, czy te 100 mln zł jest dla emitenta, czy też są inne proporcje i on dostaje 90% czy może tylko 10%? Informacja ma być pełna i rzetelna. Na jej podstawie inwestor musi wyciągnąć jakieś wnioski, podjąć jakieś decyzje, więc wszystko zależy od sytuacji.

Głos z sali:

- *Myślałam o takiej sytuacji, kiedy spółka jest liderem konsorcjum, czyli rzeczywiście ma większość i może podać, że na przykład nasze udziały stanowią 70% a pozostałe 30%*

należą do partnerów. Chciałabym jednak, żeby ta informacja była rzetelna, żeby nikt nie podejrzewał spółki o to, że czegoś się nie dopowiedział z tej informacji. Z drugiej strony, chodzi także o to, żeby partnerzy nie mieli pretensji o to, bo być może, mają swoje ukryte cele, żeby nie mówić do końca, jaki jest ich udział w danej inwestycji.

Agnieszka Burak:

- To bardzo dobre pytanie. Z takimi sytuacjami spotyka się wiele spółek, a jeśli nie dokładnie z taką, to z podobnymi dylematami. Co trzeba koniecznie podać, a co niekoniecznie, jak ująć informację, jak nie narazić się, jak nie stracić pozycji konkurencyjnej na rynku, jak nie odkrywać tajemnic handlowych, itd.

To jest wszystko to, czym państwo będziecie się zajmować. Trzeba umieć zidentyfikować samą istotę zagadnienia, a więc, co naprawdę jest informacją poufną. Do tego zmierzamy i do tego prowadzą wszystkie pytania, które będziecie państwo zadawać, co w danej informacji jest informacją poufną. Czy w tym przypadku informacją poufną jest udział poszczególnych członków konsorcjum? Czy ich nazwy?, Czy wartość samej umowy? Czy świadczenia wynikające z tej umowy dla którejś ze stron? To wszystko jest do rozważenia indywidualnego.

Podam państwu klasyczny przykład źle podanego raportu, który wcale nie jest raportem. Jest to przykład hipotetyczny, bo to nie jest raport spółki, wygenerowany z ESPI, ale klasyczny przykład dezinformacji. Za to dostaje się karę, jeśli jest się spółką giełdową. To sytuacja z życia wzięta, ale nie jest to raport bieżący. Zaraz państwo zobaczą, o czym mówię.

Otóż, premier odwołuje na wniosek ministra jednego z wiceministrów. I co dalej? Tego właśnie zabrakło. Jest to najgorzej przekazana informacja, jeśli chodzi o przekazywanie informacji do publicznej wiadomości.

Spółka zawarła kontrakt. Tutaj występuje pełna analogia, bo też nie wiadomo, co dalej. Spółka weszła w konsorcjum, zawarła kontrakt. Co z tego wynika?

Proszę pamiętać, że państwo nie piszecie raportów dla analityków, którzy mają dostęp do waszych informacji, nie dla Komisji i nie dla Giełdy. Raporty są dla akcjonariuszy i inwestorów, którzy muszą mieć tak podaną informację, aby na jej podstawie, mogli wiedzieć, jaką podjąć decyzję inwestycyjną.

To jest właśnie ta informacja poufna, którą spółki będą przekazywać do publicznej wiadomości. Telefonów z pytaniami, czy mam przekazać daną informację, czy już przekazać i jak przekazać, nasz wydział odbiera dziennie około 30. To oznacza około 30 dylematów dziennie. I to obrazuje trudność państwa pracy w przyszłości.

Kiedy państwo będziecie przygotowywać się już poważnie do wykonywania obowiązków informacyjnych, a potem, już w pracy, nad obowiązkami, zapraszamy do konsultacji telefonicznych. W przypadku, kiedy nie wiecie państwo, co robić, jak się zachować, lepiej jest czasami omówić to z urzędnikiem i posłuchać rad.

Reprezentuję w tej chwili Departament Informacji i Analiz Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, Wydział Spółek Publicznych. Na naszej stronie internetowej są wszystkie informacje i telefony, także do mnie.

Bardzo prosimy o telefony. Czasami pozwoli to państwu nie popełnić błędu, przynajmniej na początku, kiedy jest najtrudniej.

Jarosław Ostrowski:

- Nie widzę entuzjazmu na państwa twarzach. Proszę się nie przerażać, nie ma, czym. Mamy tylko apel, żeby państwo szczegółowo zapoznali się z tymi regulacjami, bo Agnieszka zachęca do telefonów, ale proszę mi wierzyć, że najbardziej irytujące telefony to te, kiedy druga strona pyta o rzeczy oczywiste, które bez trudu można wyczytać z regulacji prawnych.

To zabieranie czasu innym, którzy tej pomocy bardziej potrzebują, ponieważ wykonali pracę domową, ale mają konkretny problem. Najbardziej irytuje zdziwienie, że jest jakieś rozporządzenie, itp.

Gorąco namawiamy do korzystania z tej ściągawki, którą dla państwa przygotowaliśmy. To tylko na początku jest takie przerażające. Na Giełdzie są 254 spółki, które w zdecydowanej większości dają sobie doskonale radę. W roku ubiegłym było 22 tysiące raportów bieżących i okresowych. Proszę to porównać z zestawieniem, ile było postępowań w Komisji i kar. Wygląda na to, że wcale nie jest tak źle, że można sobie z tym dać radę.

Oczywiście, należy mieć na uwadze, że te statystyki nie są do końca pełne. Występowanie uchybień nie zawsze prowadzi do wszczynania postępowania, nie zawsze też na bieżąco musi być ujawnione. Ale zwykle to się zbiera, sumuje, a najczęściej wychodzi na jaw, kiedy spółka składa kolejny prospekt, przy okazji kolejnej emisji.

Wtedy, nagle, jest zdziwienie, że gdzieś, coś jest nie tak, że są jakieś braki w raportach bieżących i okresowych. Nie jesteśmy w stanie fizycznie tego wyłowić. Jak jest koniunktura, to liczba donosów i niezadowolonych inwestorów znacznie spada. Wtedy nie zależy im specjalnie na tym, aby wszystko było właściwe. Ważne jest, że rośnie portfel. Proporcje się radykalnie zmieniają, gdy portfele chudną, gdy mamy bessę. Wtedy raporty są czytane, analizowane, nawet te przeszłe, w poszukiwaniu winnego niepowodzeń inwestycyjnych. Wtedy jest gotowy materiał do wszczęcia jakichś postępowań.

Koleżanka mówiła jeszcze, żeby patrzeć na inne raporty, bo można się na nich wzorować. Oczywiście, można tak też się uczyć, ale prosiłbym podchodzić do tego ostrożnie. Jak mówiłem, to, że raport nie wywołuje negatywnej reakcji Komisji nie zawsze oznacza, że wszystko jest w porządku. Komisja musiałaby mieć około 200 osób, aby mogła wszystkie raporty dokładnie sprawdzić i zrecenzować, ale przecież nie o to chodzi. Często, jakieś nieprawidłowości wynikają z tego, że my po prostu nie mamy kompetencji, jako Urząd Komisji, do podejmowania pewnych działań.

Można sobie wyobrazić, na przykład, sytuację, kiedy rada nadzorcza jest niekompletna. Nie mamy takich środków ani kompetencji, żeby powiedzieć spółce, że działa niezgodnie z kodeksem spółek handlowych. Od tego są, w zasadzie, akcjonariusze, żeby tego pilnowali. Przynajmniej powinni tego pilnować.

Sądzę, że także Giełda mogłaby coś powiedzieć, a już na pewno, jeżeli spółka złoży prospekt emisyjny, nie ma możliwości, abyśmy go zatwierdzili, jeżeli spółka działa z naruszeniem przepisów prawa.

To bardzo pojemny temat, ale sądzę, że tyle spółek dało sobie radę, że państwo również dadzą sobie radę. Naszą rolą było trochę postraszyć.

Joanna Billewicz-Fotowicz:

- Skoro nie ma pytań, proponuję przejść do giełdowej części prezentacji, po której zrobimy krótka przerwę zanim oddamy głos pani Anecie Kielbasie i panu Oktawianowi Jaworkowi, reprezentującym spółki giełdowe, (PGNiG i Polmos Białystok), którzy opowiedzą o swoich doświadczeniach. Opinie praktyków są zawsze bardzo przydatne. A zatem głos ma giełda.

WYMAGANIA GPW, DOBRE PRAKTYKI SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Michał Urbanowicz, Dział Emitentów Giełdy Papierów Wartościowych.:

- Dział Emitentów będzie dla państwa działem pierwszego kontaktu. Na końcu prezentacji przekażę państwu telefony, które, mam nadzieję, przydadzą się w przyszłości.

Chciałbym narzucić trochę luźniejszą atmosferę, między innymi, dlatego, że sam mam tremę i w atmosferze nieformalnej będzie mi łatwiej przeprowadzić prezentację, ale również, dlatego, że w samym procesie obecności spółki na rynku pełnimy trochę inną funkcję niż Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

W pewnych aspektach spojrzenia na obowiązki informacyjne różnimy się, chociaż nie tak bardzo, jak mogłoby się wydawać. Niektórzy twierdzą, że w ogóle nas nie powinny obchodzić obowiązki informacyjne emitentów, dlatego, że jesteśmy platformą transakcyjną, a funkcje nadzorcy pełni Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

To nieprawda. Proszę pamiętać, że Giełda po części, zawsze świeci blaskiem swoich emitentów. Jeżeli jacyś emitenci nie wypełniają obowiązków informacyjnych, część tego odium spada zawsze na Giełdę, a my, nie nadążamy w dziale emitentów, z odbiorem kolejnych telefonów zawiedzionych inwestorów.

Chciałbym, abyśmy nie stracili z naszej optyki przyczyn, które wywołały spotkanie z państwem. Tak naprawdę, jest to dobry moment, aby zastanowić się, czemu warto być spółką giełdową. Dlaczego warto wypełniać obowiązki informacyjne, sporządzić prospekt emisyjny, podłączyć się pod system ESPI. Czemu warto przechodzić całą procedurę związaną z dopuszczeniem akcji do obrotu giełdowego wraz z wcześniejszym zatwierdzeniem prospektu emisyjnego.

Przyjrzyjmy się, bez nadmiernej dydaktyki, opierając się na naszym codziennym doświadczeniu z emitentami, korzyściom, jakie daje spółce nabycie statusu spółki giełdowej. Giełda, przynajmniej tak się uważa, to promocja, obecność w mediach.

Proszę zwrócić uwagę, że bezpośrednio przy sali notowań, piętro niżej, zorganizowane zostało studio telewizyjne TVN 24. Kilka pięter powyżej ma swoje studio telewizja Biznes. Pamiętajmy, że wszystkie wydarzenia, na gorąco są przekazywane właśnie w tych telewizjach.

Nie będę mówił o programach cyklicznych i innych, nie będę mówił o gazetach, bo państwo wiecie o tym z własnego doświadczenia, jak to się przekłada na kreowanie znaku firmowego.

Jeden z prezesów, który wprowadził spółkę na giełdę, powiedział tylko, że dla niego giełda, to możliwość wygrywania przetargów ze spółkami giełdowymi, z którymi dotychczas przegrywał, mimo że składał oferentom podobne propozycje, dotyczące wykonania kontraktów. Prestiż spółki giełdowej powoduje zmianę kontaktów z bankami, przeorientowanie tych kontaktów. Spółki giełdowe przestają być klientami banków, stają się ich autentycznymi klientami.

Pracowałem w banku, obsługiwałem zarówno spółki giełdowe, jak i nie giełdowe i mogę powiedzieć, że zawsze spółki giełdowe były traktowane inaczej, mimo, że nie było to zapisane w regulacjach banków, zawsze były inne procedury związane z przyznaniem kredytu. Szybsze procedury, łagodniejsze formy zabezpieczeń, niższe prowizje, inne warunki związane z samym kredytowaniem.

Jeden z prezesów spółki giełdowej, zapytany, czemu trafił na giełdę odpowiedział, że w sytuacji jego spółki, która wzięła kredyt, tym się różni od sytuacji spółki nie giełdowej, że jeżeli spółka nie giełdowa przedstawi plan rozwoju bankowi i te plany padną, to bank wypowie kredyt i firma może zbankrutować. Natomiast, jeżeli on przedstawi plany rozwoju rynkowi publicznemu i te plany upadną, to odbije się to wyłącznie na spadku ceny akcji. Oczywiście także na wizerunku, ale nie musi być to równoznaczne z upadkiem.

Spółki giełdowe mogą emitować akcje, mogą emitować obligacje, mogą emitować obligacje z prawem pierwszeństwa. Giełda, to możliwość budowy grupy kapitałowej. Każda spółka giełdowa za akcje innych spółek przejmowanych bądź notowanych na Giełdzie, bądź

też nienotowanych na Giełdzie, może zapłacić akcjami swojej własnej nowej emisji, opierając się na własnej wycenie giełdowej. Taka możliwość zawsze istnieje.

Warto zwrócić uwagę, że w związku z wejściem w życie nowych regulacji. Wszystkie spółki, które mają zatwierdzony prospekt emisyjny w Polsce przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd, na podstawie tego prospektu emisyjnego mogą emitować swoje akcje na terenie całej Unii Europejskiej. I mogą, na podstawie tego prospektu, aspirować do notowań na innych rynkach.

Czy te rynki stanowią istotnie zagrożenie dla GPW? Nie sędzę. Wspominany często AIM, to jednak inny segment, to rynek nieregulowany, a mimo to wcale nie tańszy. Doświadczenia ostatnich dwóch lat, jeżeli chodzi o koszty emisji, pierwszych ofert publicznych spółek giełdowych, wskazują, że wynoszą one mniej więcej 5% pozyskanych środków. Natomiast, na rynku AIM, te koszty sięgają 10% i więcej procent pozyskanych środków, jeżeli chodzi o koszty w relacji do pozyskanych kapitałów własnych. Jeśli chodzi o bezpośrednie przełożenie na tak zwaną brzęczącą monetę. Najtańsza oferta ostatnich dwóch lat, to były koszty poniesione przez spółkę PC Guard S.A., którą dopuszczenie kosztowało 150 tys. zł. Na rynku AIM, te koszty rozpoczynają się od 300 tys. funtów brytyjskich.

Warto również zwrócić uwagę, że, tak naprawdę, koszty funkcjonowania na rynku giełdowym, w zasadzie są nie istotne dla sprawozdań finansowych spółek polskich. I nie są one zagregowane w ogóle w sprawozdaniach finansowych, natomiast, w przypadku spółek, które są notowane na AIM, bardzo często są to koszty na tyle znaczące, że są wykazywane w oddzielnej pozycji w sprawozdaniach finansowych i rozpoczynają się od 50 tys. funtów brytyjskich rocznie.

Związane jest to z inną architekturą rynku. Spółki notowane na AIM muszą zatrudniać doradców bezpośrednio współpracujących w każdym momencie obecności tych spółek na tamtym rynku. W Polsce nie ma takiego obowiązku.

Giełda, to promocja i efekt marketingowy. Bardzo wiele spółek, łącząc emisję w formie pierwszej oferty publicznej, do tej pierwszej oferty publicznej dołączało swoje strategie marketingowe, dotyczące reklam swoich produktów.

Przypominam spółkę „Śnieżka”, która, oprócz tego, że zachęcała do kupna akcji, zachęcała także do kupna swoich produktów, czyli farb. Także w środowisku swoich przyszłych inwestorów, przyszłych akcjonariuszy, usiłowała wykreować produkty, które miała zamiar sprzedawać.

Przypominam sobie również kilka programów motywacyjnych, na przykład, spółki KRUK, która zajmowała się sprzedażą luksusowej odzieży i biżuterii, wszystkim akcjonariuszom, którzy nabyli akcje w ofercie publicznej, przekazała karty rabatowe, albo spółka TERAZ TYCHY S.A., producent okien, wszystkim akcjonariuszom, którzy nabyli z kolei akcje tej spółki, przekazała rabaty na produkowane przez siebie okna.

Giełda, to także możliwość **realizacji strategii wyjścia z inwestycji w wybranym przez siebie momencie**. To jest coś, co powoduje, że na giełdę wchodzi spółki, które mają akcjonariuszy większościowych. Ci akcjonariusze większościowi mają możliwość sprzedaży swoich akcji na giełdzie.

Wreszcie, giełda, to możliwość pozyskania inwestora strategicznego na korzystnych warunkach. My, od kilku lat, kręcimy się wokół magicznej liczby ponad 250 spółek na Giełdzie, i to, pomimo, że jesteśmy liderem, jeśli chodzi o dopuszczenia innych spółek w ostatnich latach.

Dzieje się tak, dlatego, że wiele spółek właśnie opuszcza giełdę, nie, dlatego, że te spółki są likwidowane, tylko, dlatego, że na giełdzie znajdują inwestorów, którzy wycofują spółki z obrotu giełdowego. Dobrym przykładem jest rok bieżący, W I kwartale był tylko jeden debiut, za to dwa wycofania z obrotu. I niestety, to nie koniec. Niedługo, dwie kolejne również będą wycofane. Chodzi tu o Polfę i Wartę.

Giełda, to korzyści dla zarządu i dla pracowników. Daje możliwość emisji akcji dla pracowników. Bardzo często jest to jedna z tych sił, która powoduje, że akcje są wprowadzane do notowań. Pamiętajmy o tym, że te akcje są emitowane po cenach odbiegających od cen oferty publicznej i nierzadko, one doprowadzają do realizacji zysków w wysokości kilkudziesięciu, kilkuset t, a w skrajnych przypadkach nawet kilku tysięcy procent. Łatwo, więc wyobrazić sobie, co się dzieje w spółkach, kiedy wybrani pracownicy mają możliwość realizacji tego rodzaju zysków. Wydaje się, że do opisu takiego zjawiska raczej lepszy jest język socjologii niż ekonomii.

Kto pomoże opracować prospekt emisyjny i kto pomoże przeprowadzić ofertę? Biuro maklerskie, które nie sposób pominąć, organizuje akcje w publicznym obrocie i pomaga, przede wszystkim, ustalić podstawowe parametry oferty, takie jak cena, sposób jej określenia itp.

Biegły rewident bada i doprowadza do porównywalności sprawozdania finansowe. Doradcy prawni i finansowi nie są konieczni, jakkolwiek mogą być przez spółkę wybrani. Dbają o formalno-prawny przebieg procesu upublicznienia.

W zeszłym roku, GPW wprowadziła tzw. **giełdowy program firm partnerskich**. Wszyscy potencjalni emitenci na stronie giełdowej mają możliwość zapoznania się z ofertą teleadresową ponad 60 firm partnerskich, które świadczą usługi doradztwa na rynku publicznym, we wszystkich aspektach związanych z tego rodzaju doradztwem.

Bardzo krótko i w pigułce powiem państwu o kwestiach związanych z **segmentacją rynków giełdowych**. W tej chwili, na rynku giełdowym mamy dwa rynki giełdowe. Rynek podstawowy i rynek równoległy. Na tych dwóch rynkach zostały utworzone dwa segmenty jakościowe. Segment Plus na rynku podstawowym i segment Prim na rynku równoległym. Czym są te segmenty, jaka idea przyświecała ich utworzeniu, zaraz powiem. Przedtem jednak, warto przyjrzeć się w ogóle warunkom dopuszczeniowym.

Co spółka powinna zrobić, żeby dostać się na giełdę, jakie są **warunki, związane z dopuszczeniem akcji do obrotu giełdowego?**

Przede wszystkim warunki są opisane w rozporządzeniu ministra finansów i w Regulaminie Giełdy. Zwracam uwagę na to, że rozporządzenie ministra finansów jest aktem zewnętrznym w stosunku do giełdy, jest aktem, w którym określono warunki minimalne związane z dopuszczeniem akcji do obrotu na tak zwany rynek regulowany, na rynku będącym rynkiem podstawowym w sytuacji GPW.

Natomiast, GPW miała możliwość zaostżenia tych kryteriów, jako że kryteria określone w rozporządzeniu są jednolite dla całej Unii Europejskiej. Giełda nie skorzystała z tej możliwości, to znaczy, pozostawiła te warunki na poziomie minimum. W sensie technicznym, regulamin Giełdy odwołuje się, jeśli chodzi o warunki dopuszczeniowe, właśnie do rozporządzenia.

Giełda zrobiła to, żeby umożliwić małym i średnim spółkom w miarę bezbolesną możliwość wprowadzenia akcji na rynek regulowany. Warto przyjrzeć się tym warunkom.

Spółka, która chce być notowana, **musi sporządzić prospekt emisyjny**. Jest to warunek wynikający z architektury rynku. Jeżeli spółka chce oferować akcje nieoznaczonemu adresatowi, czyli więcej niż 100 potencjalnym akcjonariuszom, musi sporządzić prospekt emisyjny. Wobec **spółki nie może się toczyć postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne**. Spółka nie może mieć ograniczonej zbywalności akcji. Jest to warunek zdroworozsądkowy. Nie możemy handlować czymś, czym, z jakichś powodów, handlować nie można. Najczęściej brano tutaj pod uwagę kwestie ograniczonej zbywalności. Dotyczy to, spółek prywatyzowanych, bowiem spółki, których akcjonariusze i pracownicy otrzymali akcje za darmo, w świetle ustawy o prywatyzacji i komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych, nie mogą handlować tymi akcjami przez okres 2-3 lat.

Aby dopuścić akcje do obrotu giełdowego, ich wartość musi wynosić **równowartość, co najmniej 1 mln euro**. W sytuacji, kiedy spółka nie przygotowuje oferty sprzedaży bądź

oferty subskrypcji, nie możemy wycenić akcji spółki, bo nie ma jej prognozowanej ceny. Wówczas brana jest pod uwagę równowartość kapitałów własnych odczytywana z bilansu.

Spółka, która chce wprowadzić swoje akcje do obrotu giełdowego, musi zapewnić **odpowiednie rozproszenie** tych akcji, przynajmniej **25%** wszystkich **akcji** spółki musi być **w posiadaniu drobnych akcjonariuszy** spółki, czyli tych akcjonariuszy spółki, którzy mają poniżej 5% wszystkich akcji.

Jest też warunek alternatywny, a mianowicie, co najmniej 500 tys. akcji musi mieć wartość 17 mln euro. Wtedy nie musi to być 25% wszystkich akcji. Poza tym, spółka musi opublikować **sprawozdania finansowe za ostatnie trzy lata obrotowe**.

Warto zwrócić uwagę, że spółka giełdowa nie musi przynosić zysku, nie musi być jeszcze w tej fazie rozwoju, który gwarantuje przynoszenie zysku. Warunek zysku był kiedyś związany z dopuszczeniem obrotu giełdowego, ale tak było kiedyś. Teraz już spółka nie musi przynosić zysku.

Te warunki, są mało restrykcyjne. Warunkiem, podstawowym, ale nigdzie niezapisanym, jest, tak naprawdę, wola zarządu. Wola zarządu unaocznia się przy wyborze strategii rozwoju emitenta. Trudno sobie wyobrazić spółkę, która napisze prospekt emisyjny, przeprowadzi ofertę i nie dostanie się do obrotu giełdowego, przynajmniej, jeżeli chodzi o spełnienie warunków mierzalnych, jako że spełnienie tych warunków jest wpisane w całą architekturę rynku i w całą logikę tej architektury.

Gdyby jednak te mierzalne warunki, o których mówiłem, spowodowały, że spółka nie może być dopuszczona do obrotu giełdowego, czyli jest spółką mniejszą, może być notowana na **ryнку równoległym**. Proszę zwrócić uwagę, że **tu nie ma już w ogóle żadnych, nawet minimalnych wymogów wartościowych**. Spółka musi sporządzić prospekt emisyjny, wobec spółki nie może się toczyć postępowanie likwidacyjne i, co oczywiste, akcje nie mogą być przedmiotem ograniczonej zbywalności. Nie ma słowa o rozproszeniu, nie ma konieczności sporządzenia sprawozdań finansowych za ostatnie 3 lata obrotowe.

Teraz tylko zaakcentuję, że segmentacja rynków giełdowych jest związana z zróżnicowaniem w kwestii obowiązków informacyjnych. Obowiązki informacyjne są trochę inne na rynku równoległym, w stosunku do obowiązków na rynku podstawowym. W momencie, kiedy dokonywaliśmy podziału na rynek podstawowy i na rynek równoległy, kilka spółek giełdowych, pomimo że spełniało wymogi rynku podstawowego, zdecydowało się na złożenie wniosku o dopuszczenie do obrotu na rynku równoległym, właśnie ze względu na inne wymogi informacyjne panujące na tym rynku.

Poza tzw. warunkami mierzalnymi, analizowane są również wymogi niemierzalne, takie jak sytuacja rozwojowa emitenta, perspektywy, doświadczenie, kwalifikacje członków zarządu, warunki emisji, interes i bezpieczeństwo uczestników obrotu giełdowego.

Proszę zwrócić uwagę, że są to pojęcia nieostre i wymagające indywidualnego podejścia do spółek. W przypadku każdej ze spółek inaczej rozumiemy te parametry. Zamiast próbować dookreślać owe wymagania, opowiem o dopuszczeniu jednej ze spółek, które było dosyć specyficzne.

Mam na myśli spółkę Atlanta, pierwszy ubiegłoroczny debiut giełdowy. Czytając prospekt emisyjny tej spółki, byliśmy, trudno powiedzieć czy bardziej zdziwieni czy przerażeni tym, co przeczytaliśmy w tym prospekcie. Podobne wrażenie, odniosła Komisja i zapewne także biuro maklerskie, które zdecydowało się przeprowadzić emisję tej spółki. Na długo przed dopuszczeniem akcji spółki do obrotu giełdowego, miały w niej miejsce nieprawidłowości, by rzecz ogólnie. Otóż, zgodnie z kodeksem spółek handlowych, członków zarządu powołuje rada nadzorcza, chyba, że statut spółki stanowi inaczej. Statut tej spółki żadnych innych zapisów nie zawierał, zachodziło, więc domniemanie, że członków zarządu musi powołać rada nadzorcza.

Tak się jednak nie stało, a członków zarządu powołało walne zgromadzenie akcjonariuszy. *De facto*, zarząd był niewłaściwie umocowany. Zgodnie z prawem, istnieje

zakaz łączenia stanowisk; zasiadania w radzie nadzorczej i obsługi prawnej. W naszej spółce członek rady nadzorczej był jednocześnie jej radcą prawnym spółki. Zatem, był osobą prawnie nieuprawnioną do zasiadania w radzie nadzorczej.

Mało tego, przez ponad rok w spółce w ogóle nie było rady nadzorczej. Nie mówiąc już o tym, że zgodnie z ustawą o rachunkowości, badanie sprawozdania finansowego, żeby było przeprowadzone w sposób właściwy, musi być wykonane przez osobę, która spełnia warunki do wyrażenia bezstronnej i niezależnej opinii o tym sprawozdaniu. W tym przypadku, osoba, która dokonała badania, była ...członkiem Rady Nadzorczej. Ustawa o rachunkowości wyraźnie stwierdza, że niezależność, o której mówiłem, nie jest zachowana, jeżeli biegły był w ciągu ostatnich 3 lat poprzedzających badanie, zatrudniony w organach nadzorczych spółki.

Podobnych kwestii było wiele. Jak powiedziałem, trzy grupy podmiotów, czyli najpierw biuro maklerskie, potem Komisja, a potem GPW, jako platforma transakcyjna, musiały odpowiedzieć na pytanie, co zrobić z taką spółką? Czy można się nią chwalić, że wchodzi na Giełdę, czy w ogóle pominąć milczeniem kwestie związane z jej dopuszczeniem do obrotu giełdowego?

Jednak spojrzeliśmy na tę spółkę tak, jak chyba naprawdę, powinniśmy na nią spojrzeć. Wszystko, o czym mówiłem, działo się w spółce kilka lat przed dopuszczeniem jej papierów do obrotu giełdowego. Były to wszystko zaszłości, między innymi związane z tym, że spółka bardzo koncentrowała się na bieżącym wyniku finansowym. Tak bardzo, że zapominała o swoich zagadnieniach korporacyjnych, co w spółce niepublicznej było w jakimś sensie możliwe. Było jednak nie do pomyślenia w spółce giełdowej.

Warto zwrócić uwagę, że wymienione nieprawidłowości wychwyciła nie Komisja i nie Giełda, tylko sama spółka, jak zaprosiła do współpracy doradców. Mówiąc ściślej, to właśnie owi doradcy wychwycili te nieprawidłowości. Sytuacja byłaby zupełnie inna, gdyby się okazało, że na trop tych nieprawidłowości wpadła Komisja albo Giełda.

Jeszcze jedna kwestia. Spółka opisała te wszystkie nieprawidłowości w prospekcie emisyjnym. Mówimy dzisiaj o wypełnianiu obowiązków informacyjnych. Duża część prospektu emisyjnego, duża część czynników ryzyka, to był opis dotyczący sanacji w spółce. Sanacji, w wyniku, której, okazało się, że tak naprawdę, osoby trzecie nie doznały jakiegokolwiek szkody. Żadnemu podmiotowi nie przysługiwały roszczenia, czynności naprawcze, które przeprowadzono w spółce za radą doradców, doprowadziły do usunięcia nieprawidłowości. Tak, więc, pointą tej opowieści jest to, że jeżeli nieprawidłowości mają w spółce miejsce, to ich ukrywanie nie jest celowe. Tą wiedzą trzeba podzielić się z rynkiem.

Rynek wybaczył spółce nieprawidłowości tym bardziej, że Giełda nie bardzo się odnosi do przeszłości. Zarówno rynek jak i Giełda patrzą raczej na teraźniejszość i na przyszłość.

W ramach rynku podstawowego został utworzony **segment Plus**. Jest to segment jakościowy. Od razu też powiem, że nie jest to segment przeznaczony dla małych i średnich spółek. To segment dla spółek co najmniej średnich, a nawet dużych, bo żeby znaleźć się w tym segmencie, minimalna wartość akcji w rękach akcjonariuszy musi wynosić nie mniej niż 12 mln zł.

Spółka, z racji swojej wielkości, bo to zawsze jest pochodną, musi mieć, co najmniej 300 akcjonariuszy, chociaż to nie dotyczy spółek notowanych, a ponadto, spółka musi zobowiązać się do wykonywania dodatkowych obowiązków informacyjnych w stosunku do tych, których minimum określa rozporządzenie, o którym mówili przedstawiciele Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

I tak, spółka, która chce być notowana w segmencie Plus, musi sporządzać raporty bieżące i okresowe nie tylko w języku polskim, ale również w języku angielskim. To jest ukłon w stronę przejrzystości i transparentności spółki adresowany nie tylko do polskich, ale również do zagranicznych akcjonariuszy.

Spółka musi zorganizować co najmniej dwa spotkania z inwestorami i z analitykami w ciągu roku. Wydaje się, że ten wymóg nie jest szczególnie uciążliwy. Jeżeli się wybiera drogę rozwoju poprzez publiczny rynek kapitałowy, to dwa spotkania z analitykami i inwestorami, czyli osobami, które wyposażyły nas w kapitał, nie wydaje się wymogiem szczególnie bulwersującym.

Spółka musi publikować kalendarz wydarzeń korporacyjnych. *De facto*, do publikacji tego rodzaju kalendarza jest i tak zmuszona przez rozporządzenie, bo spółka musi publikować daty dotyczące walnego zgromadzenia akcjonariuszy, czy projektów uchwał, czy sporządzania raportów bieżących i okresowych.

Dosyć ważne jest też, że spółka notowana w segmencie Plus, musi sporządzić oświadczenie dotyczące ładu korporacyjnego. Nie tylko musi je sporządzić, ale musi wszystkie zasady ładu korporacyjnego spełniać. O ładzie korporacyjnym postaram się jeszcze powiedzieć za chwilę.

Ponadto, spółka, która ma być notowana w segmencie Plus, musi zawrzeć umowę z animatorem, czyli, z osobą, która podtrzymuje płynność akcji na parkiecie. Dotyczy to wszystkich spółek, poza 20 największymi spółkami, które wchodzi w skład indeksu WIG 20.

Tak, jak na rynku podstawowym jest segment Plus, na rynku równoległym mamy **segment Prim**. Nie będę omawiał wszystkich warunków związanych z wprowadzeniem do tego segmentu. Spółka, aby znaleźć się w tym segmencie, nie musi spełniać wszystkich wymogów dotyczących ładu korporacyjnego, aczkolwiek musi sporządzić i przekazać Giełdzie oświadczenie dotyczące przestrzegania zasad tego ładu. Ale to obowiązek wszystkich spółek.

Spółka nie musi przekazywać raportu w języku angielskim i spółka nie musi angażować animatora. Jeszcze w tej chwili jest to obowiązek, który faktycznie funkcjonuje, ale za chwilę będzie to zaszczyt, a mianowicie, publikacja skonsolidowanych raportów kwartalnych. Do tego tematu wrócę jeszcze za chwilę. Na razie, proszę to zachować w pamięci.

Jak funkcjonuje **system obrotu na giełdzie**. Mamy dwa fixingi, które odbywają się od godziny 11.15 i o 15.00. Mamy rynek kasowy, notowań ciągłych, który startuje o godzinie 9.30 i kończy swoją pracę o godzinie 16.30. Mamy też rynek instrumentów pochodnych, czy kontraktów terminowych. Rynek, który startuje trochę wcześniej niż rynek kasowy, bo o godzinie 9.00, a kończy się o 16.30.

Mówię o tym, ponieważ godziny operacji giełdowych, tak naprawdę, determinują godziny, w których poszczególni emitenci giełdowi mogą przekazywać na Giełdzie swoje raporty bieżące i okresowe. Do tego także za chwilę wrócę.

Ponieważ rozmawiamy o zasadach klasyfikacji do systemu notowań, chciałem zwrócić uwagę, na akcje, które są notowane w segmentach jakościowych, które przed chwilą omówiłem, czyli w segmencie Plus i Prim.

Z automatu wchodzi do notowań ciągłych, tak samo jak akcje, które są notowane w WIG 20, w TechWIG, w MIDWIG czy w segmencie SITech. Natomiast, pozostałe akcje klasyfikowane są bądź do systemu podwójnego fixingu bądź notowań ciągłych na podstawie przewidywanej płynności.

Prawa do akcji notowane są w tym samym systemie, co akcje emitenta. Warto też zwrócić uwagę na to, że każda spółka giełdowa zaczyna swoje notowania na Giełdzie, każda, która rozpoczyna debiut giełdowy, zaczyna od notowań w systemie notowań ciągłych.

Dopiero po trzech miesiącach następuje kwartalna ocena na podstawie wolumenu obrotów oraz liczby transakcji. Jeżeli spółka nie mieści się w kryteriach utrzymania w tym systemie notowań, może być przeniesiona do systemu podwójnego fixingu, ale, tak naprawdę, Giełda zawsze daje spółce miesiąc na to, żeby ewentualnie podpisała umowę z animatorem, który umożliwia utrzymanie tej spółki w systemie notowań ciągłych.

Warto jeszcze porozmawiać o animatorach. Jest to osoba, która podtrzymuje płynność akcji na Giełdzie. Mamy dwa rodzaje animatorów. Jednym jest animator rynku. To sytuacja, w której członek Giełdy, czyli animator, podpisuje z Giełdą umowę o świadczenie usług animacji, czyli wystawiania zleceń. Jaka jest korzyść dla Giełdy z tego rodzaju podpisanej umowy? Otóż, taka, że Giełda zapewnia płynność na akcjach spółki, która bez animatora nie byłaby płynna.

Należy zauważyć, że animator nie płaci Giełdzie prowizji za operacje, które są prowadzone w ramach animowania, ewentualnie, płaci mniejszą prowizję. Animator emitenta, tak naprawdę, interesuje emitentów w dużo większym stopniu, niż by się wydawało.

To umowa zawierana pomiędzy członkiem Giełdy, animatorem i właśnie emitentem. Emitent płaci za tego rodzaju umowę i animowanie, przy czym warto zwrócić uwagę, że Giełda zachęca zawsze do tego, żeby ta umowa była zawierana na podstawie parametrów giełdowych. Na podstawie parametrów, które są przyjęte dla animatora rynku.

Parametry te dotyczą takich kwestii, jak różnica między zleceniem kupna i sprzedaży, które są wystawione przez animatora, jak również wielkość tej oferty i zaangażowanie środków wprowadzone przez animatora.

Wiemy, dlaczego warto zostać spółką giełdową, wiemy, jakie trzeba spełnić warunki, żeby znaleźć się na Giełdzie, wiemy, jaka jest segmentacja, co jest **konsekwencją segmentacji** rynków giełdowych.

Jedną z tych konsekwencji jest **zróżnicowanie obowiązków informacyjnych**. Spółki na rynku podstawowym, o czym była już mowa, sporządzają raporty kwartalne, półroczne i roczne, jednostkowe i skonsolidowane. Półroczne raporty są przeglądane przez biegłego rewidenta, raporty roczne są badane przez biegłego rewidenta.

Tu jedna uwaga. Przyjrzyjmy się rynkowi równoległemu, jeżeli chodzi o zakres obowiązków okresowych, spółki notowane na tym rynku nie muszą sporządzać raportów półrocznych i półrocznych skonsolidowanych. W chwili obecnej, i tu dochodzimy do informacji, którą mieliśmy zachować w pamięci, nie muszą również sporządzać raportów kwartalnych, skonsolidowanych. Jeżeli chodzi o tę kwestię, w najbliższym czasie będzie przygotowana nowelizacja regulaminu Giełdy, która zostanie zaakceptowana przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Spółki na rynku równoległym również będą musiały sporządzać raporty kwartalne skonsolidowane.

Jaka różnica pozostanie pomiędzy tymi raportami? Otóż, jest to różnica dotycząca raportów półrocznych, zarówno w wersji jednostkowej, jak i skonsolidowanej. Tyle, jeśli chodzi o raporty finansowe. Od spółek często otrzymujemy pytanie, co w kwestii raportów bieżących.

Jeżeli chodzi o raportowanie bieżące, spółki na rynku podstawowym i równoległym, jeszcze do niedawna miały takie same obowiązki informacyjne. Do czasu, kiedy powstał regulamin Giełdy, te obowiązki były różne. Przede wszystkim dlatego, że na dwóch rynkach była inna definicja dotycząca wartości znaczącej umowy, albo wartości znaczących aktywów. Inny był parametr na rynku podstawowym i równoległym. Na jednym dotyczył on 10% kapitałów własnych lub przychodów ze sprzedaży na rynku równoległym – 20%.

Ale, jak powiedziałem, to już jest przeszłość, ze względu na niemożność porównywania tych kwestii, Giełda zdecydowała się na to, żeby obowiązki informacyjne, w tym, oczywiście, kwestie dotyczące aktywów znacznej wartości i umów, były takie same na obydwu rynkach.

Warto jeszcze wspomnieć o **§ 29 regulaminu**. Stąd bierze początek źródło podstawy prawnej dla uchwały o **zasadach ładu korporacyjnego** dla emitentów akcji, obligacji zamiennych i z prawem pierwszeństwa.

Wymieniam te instrumenty, dlatego, bo warto zwrócić uwagę, że spółki, które emitują tylko obligacje nie muszą sporządzać, oświadczenia dotyczącego ładu korporacyjnego.

Historia powstania ładu korporacyjnego, zainteresowanych odsyłam do materiałów. Pod koniec 1998 roku, powołane zostało Forum Corporate Governance, które potem spowodowało ukonstytuowanie się Komitetu Dobrych Praktyk. Komitet Dobrych Praktyk, w 2002 roku wydał ostateczną wersję dokumentu „Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 roku” zawierający polskie standardy *corporate governance*. Ponadto, w 2004 roku doszło do lekkich i tak naprawę, kosmetycznych zmian w nowelizacji. Na Giełdzie obowiązują „Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005 r. ”

Jakie są obowiązki informacyjne związane z ładem korporacyjnym. Przede wszystkim, jeżeli chodzi o ład korporacyjny, jest to coś, co wypełnia lukę pomiędzy tym, co jest dopuszczalne, a tym, co jest przyzwoite.

Jeżeli spółka zadecyduje, że nie wypełnia jakiejś zasady, to, oczywiście, jej prawo, musi tylko, zgodnie z **zasadą „przestrzegaj albo wytłumacz dlaczego nie przestrzegasz”**, czyli z zasadą „comply or explain”, przekazać wyjaśnienie dotyczące przyczyn nie przestrzegania takiej zasady.

Mieliśmy spółki giełdowe, chociaż było ich niewiele, które przesyłały sprawozdania dotyczące zasad przestrzegania ładu korporacyjnego z jedną generalną informacją, że nie przestrzegają żadnych zasad. Po jakimś czasie, te spółki, dostrzegały plusy płynące z konieczności przestrzegania tego rodzaju zasad i zmieniały swoje oświadczenia w tym względzie.

Tak, jak powiedziałem, **wszyscy nowi emitenci mają obowiązek przekazania tego rodzaju oświadczeń, a emitenci notowani na Giełdzie, mają corocznie, do 1 lipca, obowiązek przekazania, wraz z raportem rocznym, aktualnego oświadczenia.**

Może krótko zatrzymam się nad kwestią związaną z naruszeniem zadeklarowanej zasady. W przypadku, gdy w spółce następuje **zdarzenie sprzeczne z zasadą**, której przestrzeganie deklarował emitent, jest on zobowiązany do **opublikowania wraz z raportem kwartalnym informacji, z jakich przyczyn** ta zasada została naruszona.

Ponieważ państwo jesteście potencjalnymi emitentami, więc, może w tym miejscu warto odnieść się do podstawowych błędów czy nieporozumień związanych z wypełnianiem zasad ładu korporacyjnego. Wiem, że państwo macie zasady w swojej dokumentacji.

Warto przyrzeć się **zasadzie 14**, która, w obecnym brzmieniu, stanowi, że zdjęcie z porządku obrad bądź zaniechanie rozpatrywania sprawy umieszczonej w jego porządku, wymaga podjęcia uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy, popartej 75% większością głosów oddanych na tymże walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

Giełda stoi na stanowisku, że **prawidłowa implementacja** tej zasady, **wymaga dokonania zmiany statutu** i wpisania do tego dokumentu właśnie treści dotyczącej wymogu 75% większości. Należy pamiętać, że bez tej ingerencji w statut, kodeksowo wymagana jest większość bezwzględna.

Jeszcze raz podkreślam, że Giełda stoi na stanowisku, że zasada 14 nie może być przestrzegana, nie można jej uznać za zaimplementowaną, bez ingerencji w statut spółki, w tym zakresie, o którym właśnie mówiłem.

Warto jeszcze zwrócić uwagę na powiązane ze sobą zasady, bo to jest też jeden z podstawowych błędów, jeśli chodzi o wypełnianie oświadczeń dotyczących zasad ładu korporacyjne, funkcjonalnie ze sobą powiązanych. Mianowicie zasady 20, która mówi o **niezależnych członkach rady nadzorczej**, zasady 28, która mówi o tym, że powołanie komitetu audytu musi opierać się właśnie na udziale niezależnych członków rady nadzorczej i zasady 43, która mówi o tym, że wybór biegłego rewidenta, powinien być dokonany na podstawie sugestii czy dokumentacji komitetu audytu, w skład którego powinni wchodzić niezależni członkowie.

Jeżeli w spółce nie ma niezależnych członków rady nadzorczej, nie można sobie wyobrazić, aby oni zasiedli w komitecie audytu. Jeżeli nie ma komitetu audytu nie może on rekomendować powołania biegłego rewidenta, bo jest to po prostu niewykonalne. Takie są

zasady sylogizmu czyli wynikania. Podkreślam zatem, że **zasada 20 i zasada 28 oraz 43 są ze sobą nierozzerwalnie związane.**

Mówiłem o systemach notowań i o tym, że to również jest nierozzerwalnie związane z przekazywaniem raportów bieżących. Papiery notowane w systemie notowań ciągłych, Spółki notowane w systemie notowań ciągłych mogą przekazywać swoje raporty bieżące i okresowe do godziny 9.00, a wznowienie następuje o godzinie 16.30. Natomiast spółki, których papiery notowane są w systemie kursu jednolitego, z dwukrotnym określeniem kursów czyli dwóch fixingów, tak naprawdę tych spółek jest tylko 13, więc, jest to margines rynku, mogą przekazywać raporty do godziny 10.30, a potem mają przerwę między 11.45 i 14.15. Od godziny 15.30 mogą znowu przekazywać raporty bieżące i okresowe.

Czemu tak ważne są **godziny przekazywania**? Proszę zwrócić uwagę, że jeżeli informacje zawarte w raporcie mogą mieć wpływ na notowania papierów wartościowych, to przekazanie ich w czasie sesji, może stanowić podstawę do zawieszenia dalszego obrotu tymi papierami w ciągu dnia.

Giełda otrzymuje raporty bieżące i okresowe 20 minut wcześniej, niż PAP i te 20 minut, to jest czas na podjęcie ewentualnej decyzji o zawieszeniu. Decyzję dotyczącą zawieszenia podejmuje zawsze przewodniczący sesji. Jeżeli chodzi o statystykę, takie decyzje są podejmowane kilka razy w ciągu roku. **Typowe zawieszenie trwa pomiędzy 30 minut a godziną.** Jest to czas, który daje Giełda wszystkim uczestnikom rynku na kwestie dotyczące zapoznania się z nową sytuacją w spółce.

Jeżeli chcemy uniknąć takiej sytuacji, to powinniśmy przekazywać raporty bieżące i okresowe w godzinach określonych przez Giełdę. W sytuacji, gdy nie jest to możliwe, to znaczy, kiedy raport dotyczy zdarzeń nadzwyczajnych, niezależnych od emitenta i gdy nie jest możliwe zachowanie poufności informacji zawartych w tych raportach, kwestia dotycząca przekazania tych raportów powinna być poprzedzona telefonem do Giełdy.

Jak już powiedziałem, jesteśmy działem pierwszego kontaktu, a więc telefon powinien być wykonany do działu emitentów. Mamy wtedy czas na to, żeby wdrożyć procedury dotyczące ewentualnego zawieszenia papierów wartościowych na Giełdzie.

Przyjrzyjmy się **głównym przewinieniom emitentów** w zakresie obowiązków informacyjnych. Głównie przewinieniom **formalnym**, bo tak to wygląda z codziennej praktyki spółek giełdowych. Najczęstszym błędem jest błąd polegający na przekazaniu raportów w **godzinach sesji giełdowych.**

Są to najczęściej nieumyślne przekazania tych raportów, przez przypadek. Po prostu, ktoś przycisnął nie ten klawisz w systemie ESPI i raport natychmiast dotarł na Giełdę. To zawsze powoduje duże zamieszanie, dużo bałaganu, dlatego, że Giełda musi wdrożyć procedury związane z ewentualnym zawieszeniem.

Bardzo często jest tak, że tego zawieszenia nie ma, bo raporty są przekazywane nieumyślnie i najczęściej są to raporty bieżące i okresowe nie wpływające w sposób drastyczny na aktualną wycenę spółki.

Inną kwestią jest **przekazywanie raportów ze znacznym opóźnieniem** w stosunku do wymaganego przepisami terminu. Niestety, zdarza się tak, że spółki przekazują raporty po upływie terminu deklarowanego w raporcie bieżącym, który mówi o terminach przekazania raportów okresowych.

Należy pamiętać, że Giełda ma broń dotyczącą wyeliminowania tego rodzaju sytuacji. **Spółki, które nie przekazują raportów w terminie, mogą być oznaczone specjalnie** i wtedy okazuje się, że w cenie giełdowej, w biuletynie giełdowym, który idzie w świat, także na stronach internetowych Giełdy, które są dostępne dla wszystkich, takie spółki mogą być oznaczone, jako spółki, które nie wykonują obowiązków informacyjnych lub wykonują je nie należycie. Warto pamiętać o możliwości takiego oznaczenia spółki przez Giełdę.

Często, **lakoniczna forma** raportów bieżących uniemożliwia ich analizę, bo treść jest niejednoznaczna i nieczytelna. Najczęściej bywa tak, jeżeli chodzi o nieczytelność, że spółka powołuje się na raporty okresowe wcześniej wysłane na Giełdę, nie przytaczając ich treści

Rekordziści nawet są w stanie powołać się na raporty sprzed dwóch, trzech lat, przy czym, takie powołanie nie dotyczy jednego raportu, ale, na przykład, pięciu raportów. Oczywiście, bez powoływania się na ich treść. Konia z rządem temu, kto zrozumie taki raport bez sięgania do raportów za poprzednie lata, które dotyczyły właśnie tej.

Nie jestem prawnikiem, ale wiem, że w rozporządzeniu jest mowa, że **raporty powinny być sporządzone w sposób prawdziwy, rzetelny i kompetentny**. I z pewnością, ten postulat, do tego rodzaju raportów, nie może się odnosić. Chociaż, z drugiej strony, mam wrażenie, że jeżeli chodzi o czysto formalne wymogi, to te raporty spełniają te wymogi. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd nie nakłada kar na tego rodzaju raporty. Ale warto mieć na względzie, sporządzając taki raport, fakt, że spółka jest spółką publiczną i te raporty są czytane.

Innym **częstym błędem**, stanowiącym jedno z głównych przewinień emitentów, jest **przekazywanie na konferencji prasowej istotnych informacji**, które nie zostały przekazane albo w prospekcie emisyjnym, albo w raporcie bieżącym.

Pamiętam kilka takich sytuacji, kiedy w dniu debiutu, padło z sali pytanie merytoryczne, dotyczące pewnej istotnej kwestii w spółce i prezes zarządu nabierał oddechu, żeby odpowiedzieć na to pytanie, ale jego doradcy nie do końca wiedzieli, co prezes ma zamiar odpowiedzieć, więc szybko biegli do prezesa, żeby mu przypomnieć, że to jest rynek publiczny i wszyscy inwestorzy, nie tylko obecni na konferencji prasowej, powinni być poinformowani w tym samym czasie i w tym samym trybie.

To były główne przewinienia formalne, przyjrzyjmy się głównym **przewinieniom merytorycznym**. Nie będę mówił o zatajeniu istotnych informacji, bo to jest przestępstwo. Zapisany jest tu, oczywiście, ten przypadek, na pierwszym miejscu, ale jest przypadkiem najrzadszym.

Warto raczej zwrócić uwagę na fakt, że **nierzetelnie sporządzane raporty okresowe** powodują, że sumy bilansowe, sumy wykazane w rachunku wyników, przekazane w poszczególnych raportach okresowych, zwłaszcza w raportach kwartalnych, nie sumują się. To nie byłby jeszcze specjalny problem, ale znacząco różnią się od kwot wykazanych w sprawozdaniach, na przykład, w sprawozdaniu rocznym, zbadanym później przez biegłego rewidenta.

Warto też zwrócić uwagę, że spółki, które opublikowały swoje plany dotyczące prognoz sytuacji finansowej, na różnym poziomie rachunku wyników, zapominają o **aktualizacji tych prognoz**, mimo że w raporcie bieżącym, w którym ogłaszano tego rodzaju prognozy, były wskazane okresy, w których będzie prowadzony monitoring wykonania zamierzonych planów. Był to bardzo częsty błąd.

Jeżeli chodzi o praktykę dotyczącą ostatnich sprawozdań finansowych, duża część emitentów, którzy sporządzali sprawozdania finansowe według MSR-ów, w sprawozdaniu kwartalnym za ostatni kwartał zeszłego roku, publikowali wyłącznie dane narastająco, zapominając o tym, że powinny być również wyłuszczone dane dotyczące IV kwartału. To również był częsty błąd.

Mówiłem państwu, że Giełda, dopuszczając akcje do obrotu giełdowego, bierze również pod uwagę, przy analizie spółki, kwestie czynników niemierzalnych i podałem przykład Atlanty, jako przykład charakterystyczny. Efektem tego rodzaju podejścia Giełdy do analizy prospektów emisyjnych, są bardzo często dodatkowe obowiązki informacyjne, nakładane na emitentów. Dodatkowe, w stosunku do zapisów, które są w prospekcie emisyjnym.

Czego one najczęściej dotyczą, tak naprawdę, to ujęcie raczej historyczne niż bieżące, bo mówi o tym, czego one dotyczyły w przeszłości. Otóż, dotyczyły one przede wszystkim

transakcji z podmiotami powiązаныmi, w szczególności akcjonariuszami, osobami zarządzającymi i nadzorującymi.

Poprzedni standard prospektu emisyjnego umożliwił łagodniejsze podejście do tych kwestii. Dlatego, dokonując analizy spółek, bardzo często niektóre kwestie wyłuszczeni i próbowali nagłośnić. Teraz ma to mniejsze znaczenie. Nowy standard prospektu emisyjnego, a przede wszystkim badania sprawozdań finansowych według MSR, czy MSSF, kładą na to duży nacisk i wydaje mi się, że w ostatnim czasie, informacje zamieszczone w prospektach emisyjnych a dotyczące tych właśnie kwestii, są dla nas satysfakcjonujące.

Często prosiliśmy o wskazanie **przepływów pieniężnych**, wynikających z umów zawartych właśnie **z osobami powiązаныmi**. Wydaje się, że to również zaczyna odchodzić w przeszłość, bo spółki, a tak naprawdę, doradcy, przyjęli to do wiadomości i oni powodują, że tego rodzaju zapisy pojawiają się w prospektach emisyjnych, bez naszej ingerencji. Jeżeli nie ma, trzeba pamiętać, że Giełda może nałożyć obowiązek dotyczący przekazania raportu bieżącego właśnie w takiej kwestii.

Bardzo często prosiliśmy również o przekazanie informacji dotyczących **pożyczek dla podmiotów powiązanych**, szczególnie akcjonariuszy, osób zarządzających i nadzorujących oraz innych podmiotów, ze szczególnym zwróceniem uwagi na to, czy te transakcje, czy te pożyczki, były przekazywane na warunkach rynkowych. Z sytuacji bardziej drastycznych, pamiętam spółkę, która udzieliła pożyczek członkom zarządu w wysokości 10% swoich kapitałów własnych. Prosimy także o inne informacje wyjaśniające.

Zawsze trzeba pamiętać, że jeżeli Giełda prosi o przekazanie jakichś informacji, to informacje te są przekazywane nie tylko Giełdzie. Giełda nie zachowuje dla siebie żadnych informacji. Giełda prosi o to, żeby te informacje były przekazane na rynku publicznym w formie raportu bieżącego.

Gdybyście państwo mieli pytania związane z dopuszczeniem do obrotu giełdowego, proszę o kontakt, jesteśmy do państwa dyspozycji.

Joanna Billewicz-Fotowicz, dyrektor biura Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych:

- Rozpoczynamy drugą część spotkania. Przedtem była mowa o tym, jakie są wymagania w świetle prawa oraz wewnętrznych regulacji giełdowych, teraz będzie o tym, jak emitenci dają sobie z tym radę.

Jak mówił pan dyrektor Ostrowski, jest to wprawdzie trudne, ale można sobie z tym dać radę i sądzę, że praktycy przekonają państwa do tego, że chociaż wymagania są poważne, to można im sprostać. Oddaję głos emitentom i zachęcam do zadawania pytań.

DOŚWIADCZENIA EMITENTÓW

Aneta Kielbasa, PGNiG S.A.:

- Nie chciałabym powtarzać tego, co zostało już powiedziane, dlatego skrócę prezentację i chętnie odpowiem na państwa pytania.

Prezentację podzieliłam na trzy części, każdej przypisując odpowiedź na inne pytanie. Pierwsza część odpowiada na pytanie kto?, druga – co?, a trzecia – jak?

Kto, czyli jednostka organizacyjna w strukturze emitenta, która odpowiada za obowiązki informacyjne. W spółce, w której pracuję, a więc w Polskim Górnictwie Naftowym i Gazownictwie, została utworzona jednostka pod nazwą Biuro Relacji Inwestorskich, której celem jest dostarczanie wyczerpujących i rzetelnych informacji o spółce, o jej grupie, wszystkim uczestnikom rynku kapitałowego, a także bezpośredni kontakt ze wszystkimi interesariuszami.

Skuteczne wypełnianie obowiązków informacyjnych to przede wszystkim pełny i terminowy dostęp do informacji, zaufanie wewnętrzne i szeroko pojęta współpraca w ramach struktury organizacyjnej emitenta i jego grupy kapitałowej.

Biuro Relacji Inwestorskich zarządza informacją i dokonuje unifikacji zgodnie z przyjętymi standardami. Najistotniejszą kwestią jest zatem szybkość przekazu informacji do Biura Relacji Inwestorskich.

PGNiG od września 2005 jest notowane na giełdzie. Sądzę, że krótki staż powoduje jeszcze pewną, wyczuwalną nieufność przy przekazywaniu informacji w ramach spółki. A jeżeli taka informacja jest przekazywana, to bardzo późno. Na tyle późno, że choć jesteśmy w stanie przygotować informację do przekazania w terminie, nie zawsze jesteśmy w stanie przygotować się w odpowiedni sposób do komentowania tego zdarzenia, i wyjścia naprzeciw inwestorom.

Przepływ informacji odbywa się dwutorowo, to znaczy ze spółki na rynek i z rynku do spółki. Ze spółki na rynek to, oczywiście, informacje bieżące i okresowe. Jeżeli chodzi o informacje z rynku do spółki, to, oczywiście, najlepszym źródłem są inwestorzy z którymi spotykamy się na bieżąco, a także różnego rodzaju narzędzia typu *feedback*, czyli jakie jest myślenie i postrzeganie spółki. W naszym Biurze nie powstaje żadna informacja, żadna liczba. My nimi tylko zarządzamy.

Biuro Relacji Inwestorskich PGNiG, jego struktura. Biuro ma dwa pionierzy. Pierwszy pionier stanowi osoba, która odpowiada za kontakty z Giełdą Papierów Wartościowych, czyli osoba, która odpowiada za obowiązki informacyjne. Drugi pionier naszego biura są to osoby odpowiedzialne za kontakty z inwestorami. Ponieważ jesteśmy od niedawna na Giełdzie, Biuro ciągle jeszcze jest w budowie.

Do osoby odpowiedzialnej za wypełnianie obowiązków informacyjnych należy przede wszystkim przygotowywanie i przesyłanie raportów bieżących i okresowych, a także konsultacje i lobbing nowych rozwiązań prawnych, szkolenia dla kadry zarządzającej i dla pracowników, bo najważniejsza jest świadomość tego, że spółka jest spółką giełdową. To także przygotowywanie danych do okresowych raportów czy zbiorczej informacji o zdarzeniach, które miały miejsce w raportowanym okresie.

Drugi pionier, czyli kontakty z inwestorami, to są bieżące kontakty z inwestorami, z analitykami. Osoba taka przygotowuje materiały do spotkań zewnętrznych, przygotowuje analizy rynku, utrzymuje ciągły kontakt telefoniczny, mailowy, organizacja *roadshows*, organizacja spotkań zbiorowych, indywidualnych, przygotowywanie prezentacji na telekonferencje, konferencje, nie tylko te, po wynikach finansowych, ale także do konkretnych zdarzeń, innych niż wyniki finansowe.

Celem regulacji dotyczących obowiązków informacyjnych spółek publicznych jest zapewnienie inwestorom powszechnego, równego i jednoczesnego dostępu do informacji o spółce publicznej lub jej działalności gospodarczej. Do tego, co już powiedziano na ten temat dodam tylko, że w PGNiG obowiązuje akt wewnętrzny, który ma bardzo skomplikowaną nazwę: Regulamin sporządzania i przekazywania przez PGNiG informacji w wykonywaniu obowiązków informacyjnych spółki publicznej oraz ochrony informacji poufnych.

Jest to bardzo cenny akt. Uchylę rąbka tajemnicy, jak to mniej więcej wygląda, już na sam koniec wystąpienia.

Informacje, które są przekazywane przez spółki publiczne podzieliłam na trzy kategorie. Są więc, informacje bieżące, informacje okresowe, czyli kwartalne, półroczne i roczne oraz informacje poufne.

Informacje bieżące to informacje o zdarzeniach dotyczących spółki publicznej lub jej działalności gospodarczej, których wystąpienie rodzi obowiązek przekazywania odpowiedniej informacji.

Jak państwo już wie, jest katalog informacji, które są wymienione enumeratywnie w rozporządzeniu ministra finansów dotyczącego informacji bieżących i okresowych

przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych, informacje okresowe – kwartalne, półroczne i roczne i informacje poufne.

Jeśli chodzi o definicję informacji poufnej, jest to informacja określona w sposób precyzyjny, dotycząca spółki publicznej, która nie została przekazana do publicznej wiadomości i taka, która po przekazaniu do publicznej wiadomości, mogłaby w sposób istotny wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego.

W przypadku informacji poufnej, regulacje nie wskazują katalogu takich informacji, o czym także była już dziś mowa. Przyznam szczerze, że w całym swoim doświadczeniu, nie mamy większych problemów z zakwalifikowaniem informacji, czy jest ona informacją poufną czy nie. Jeżeli zna się dobrze biznes swojej spółki, to naprawdę nie jest to trudne. Należy sobie określić kryteria oceny. Wyznaczyć, w ramach własnej spółki, kryterium finansowe. Niech to będzie 10% kapitałów własnych emitenta, aby mieć jednolitą politykę informacyjną.

W poprzedniej spółce, dla której pracowałam, mieliśmy taki przypadek, że Komisja Papierów Wartościowych i Giełd zwróciła nam uwagę, że spółka publikuje tylko informacje pozytywne, nie informuje o informacjach negatywnych. Naszym zdaniem, nie miało to, oczywiście, żadnego uzasadnienia. Publikowane były informacje wszystkie, które powinny być opublikowane, a które, naszym zdaniem stanowiły właśnie informacje, które wtedy jeszcze, bo było to pod rządami starej ustawy, mogły wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego.

Oktawian Jaworek, pełnomocnik Zarządu ds. Rynku Publicznego Polmos Białystok S.A.:

- Pozwolisz, że wejdę w słowo? To, co mówi koleżanka, jest naprawdę bardzo ważne. Spółka musi opracować wewnętrzne kryteria, których będzie się trzymać. Jest to dla spółki także margines bezpieczeństwa w sytuacji, kiedy na przykład, będzie zapytanie z Komisji, dlaczego spółka nie przekazała danej informacji albo przekazała ją w ten, a nie w inny sposób.

Spółka powinna wtedy wykazać, że stosując te kryteria, przekazuje takie i takie informacje, i stosuje jednolitą politykę informacyjną. A polityka spółki musi być jednolita, bo inaczej będzie się tworzyć chaos informacyjny. Kryteria są więc, bardzo ważne.

Aneta Kielbasa:

- Nawiązując do wystąpienia przedstawiciela Komisji Papierów Wartościowych i Giełd podam następujący przykład. W spółce, w której pracowałam, a w której zdobyłam większe doświadczenie niż w PGNiG, prezes został zatrzymany przez UOP. Podaliśmy tę informację w trakcie sesji giełdowej. Uznaliśmy, że jest to informacja, która może wpłynąć na cenę lub wartość papierów wartościowych i, jak się okazało, wpłynęła. Raport ten zawierał tylko informację, że prezes zarządu został zatrzymany i że spółka będzie informować o tym zdarzeniu, jeżeli sytuacja będzie się dalej rozwijać.

Nie było tam żadnych spekulacji, co za tym się kryje i co za tym idzie. Organ statutowy ciągle był, funkcjonował, zarząd podejmował uchwały i nie było żadnego problemu. Natomiast uznaliśmy, że informacja jest cenotwórcza i rzeczywiście taką była.

Jeśli chodzi o PGNiG, na początku roku mieliśmy sytuację, że do spółki wpłynęła informacja o ograniczeniu dostawy gazu. Zapewne pamiętają państwo tę sytuację. Było to 1 stycznia ubiegłego roku i rzeczywiście były ograniczenia. Usiedliśmy wszyscy do stołu i zaczęliśmy analizować, czy jest to informacja poufna. Najpierw, czy jest precyzyjna? Jest. Nie mamy głównego surowca. Czy dotyczy spółki? Dotyczy. Nie została przekazana do publicznej wiadomości? Nie została przekazana. Czy może wpłynąć na cenę? Prawdopodobnie może wpłynąć.

To także jest dość kuriozalna sytuacja, ponieważ w momencie, kiedy dostawy gazu zostały ograniczone, PGNiG czerpało z zapasów. Państwo wiedzą, jak to wpływa na wynik finansowy spółki. Informacja ta była więc, naprawdę negatywna, ale jednocześnie pozytywna.

Bardzo ważne jest, że informacja ta była aktualizowana. Każda istotna zmiana informacji była podawana jako raport bieżący. Zachęcam do odwiedzenia naszej strony internetowej. Mam nadzieję, że było to naprawdę dobrze zrobione, podawaliśmy wszystkie informacje dotyczące ograniczenia dostaw gazu na rynek.

Przekazywanie informacji przez spółkę publiczną systemem ESPI. Jest to praktycznie jedyny sposób, ale powiem jeszcze o alternatywnym sposobie, gdyby na przykład ESPI nie działało, co się zdarza. Ponadto, ESPI nie działa od godziny 20.00 nie wiadomo do której, chociaż zgodnie z regulaminem ESPI, przerwa powinna trwać do godziny 23.00.

Joanna Billewicz-Fotowicz:

- Pozwolę sobie wtrącić dwa słowa. Próba ustalenia z Komisją Papierów Wartościowych bardziej precyzyjnych przerw technicznych, niestety nie powiodła się. Informatycy nie są w stanie przewidzieć ile, w danym dniu, konserwacja będzie trwała i właściwie cały czas tłumaczą, że nieprzewidywalność wyłączenia i czasu trwania przerwy technicznej, niestety, powinna być przez emitentów wliczona, jako element ryzyka, przy nadawaniu komunikatów. A zatem, lepiej nadać przed 20.00 niż liczyć na to, że będzie taka możliwość przed 24.00 danego dnia.

Oktawian Jaworek:

- Dokładnie tak. A najgorzej, jak się spóźni o minutę. Spółka się zaloguje i w tym momencie następuje przerwa. Wtedy trzeba czekać do oporu.

Aneta Kielbasa:

- Jeszcze coś z życia PGNiG. Jesteśmy w trakcie wyboru nowego zarządu. Zostało powołanych już dwóch nowych wiceprezesów, o czym informowaliśmy. Pierwszy wiceprezes został powołany około godziny 20.00, w związku z tym, nie było możliwości podania tej informacji do publicznej wiadomości. Musieliśmy czekać, aż ESPI zacznie działać.

Proszę sobie wyobrazić, jaka jest sytuacja. Zarząd i Rada chcą koniecznie ogłosić tę informację, a my nie możemy. I jeżeli Rada nas spyta, dlaczego nie możemy, odpowiadamy, że ESPI nie działa.

Oczywiście, Radzie trudno to przyjąć do wiadomości, szukamy więc, alternatywnego sposobu dostarczenia raportu do Komisji. Alternatywnym sposobem jest przekazanie informacji na płycie CD i dostarczenie jej na pocztę. Zresztą, o godzinie 20.00 i tak nie jestem w stanie dostarczyć raportu bieżącego do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Ale obowiązek zostaje w ten sposób wypełniony.

Joanna Billewicz-Fotowicz:

- Dodałabym w tym momencie, że jednak, w takich sytuacjach należy pamiętać, że na przesłanie raportu jest 24 godziny i nerwowość władz trzeba trochę tonować.

Jeżeli rzeczywiście, spółka trafi z informacją w przerwę techniczną, to albo trzeba pracownika zatrzymać i kiedy przerwa się skończy, nadawać w nocy, co nie bardzo ma sens. Lepiej chyba, w takiej sytuacji, wstać trochę wcześniej i nadać raport przed rozpoczęciem sesji giełdowej. Efekt będzie ten sam, świat informację dostanie, do spółki nikt nie będzie miał pretensji a wieczorne zdenerwowanie okaże się zupełnie niepotrzebne.

Oktawian Jaworek:

- Zwłaszcza, jeżeli dzieje się to w sytuacji, kiedy nie ma sesji giełdowej. W nocy i tak nikt nie podejmuje decyzji, a w każdym razie nie wykonuje się jej.

Aneta Kielbasa:

- Drugi wiceprezes natomiast, został powołany przed godziną 20.00 i nie było żadnego problemu.

Joanna Billewicz-Fotowicz:

- Wypada zapytać, czy ta nerwowa sytuacja po wyborze pierwszego wiceprezesa wpłynęła na przyspieszenie wyboru drugiego wiceprezesa? Jeśli tak, to znaczy, że czegoś się nauczono.

Aneta Kielbasa:

- Sądzę, że tak i że to będzie funkcjonować w przyszłości, nie tylko jednorazowo. Przejdźmy teraz do charakterystyki tych trzech kategorii informacji, które należy przekazywać.

Otóż, raporty bieżące, czyli to, co jest enumeratywnie wyliczone w rozporządzeniu, wszelkie zdarzenia z tego katalogu, które, jeśli się pojawiają się w państwa spółkach, to, oczywiście, nie ma co dywagować, czy informację taką podać czy nie. Jest obowiązek, a zatem, taką informację podajemy.

Jeśli chodzi o termin przekazania czyli 24 godziny, poza szczególnymi przypadkami takimi jak, na przykład, kwestie raportowania walnych zgromadzeń. Raporty okresowe przekazywane są w formie treści i terminach, zgodnie z rozporządzeniem.

Obecnie należy również przekazać wykaz informacji, które były przekazywane do publicznej wiadomości w roku kalendarzowym, w ciągu 20 dni roboczych od dnia publikacji raportu rocznego. Warto o tym pamiętać.

Dozwolone przypadki wcześniejszego przekazania informacji. O tym także była mowa, że są to osoby lub podmioty świadczące usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego lub prawnego, a więc, po prostu doradcy, potencjalni kontrahenci czy kontrahenci oraz osoby lub podmioty uprawnione na podstawie przepisów szczególnych. W przypadku PGNiG jest to istotne, bo w stosunku do PGNiG może być ustanowiony obserwator na podstawie nowej ustawy.

Jeśli chodzi o szczegółowe zasady postępowania z informacjami poufnymi, to informacje poufne są przekazywane niezwłocznie, nie później jednak niż w ciągu 24 godzin od zajścia zdarzenia czy też od powzięcia informacji o tym zdarzeniu. Spółka może opóźnić przekazanie informacji poufnej na własną odpowiedzialność.

Informacje poufne, które mogą zostać opóźnione, to informacje, które zostały wymienione w rozporządzeniu (*MF z 13 kwietnia 2006 r., przyp. seg.*) dotyczącego właśnie opóźnienia informacji i trybu postępowania w takich sytuacjach. To rozporządzenie właśnie jest zmieniane i niedługo powinno wejść w życie.

Joanna Billewicz-Fotowicz:

- Rozporządzenie, które wchodzi w życie 25 kwietnia różni się nieco od starego, ale katalog informacji, które mogą ulec opóźnieniu, nie uległ zmianie. Zmiany dotyczą procedury postępowania, a właściwie rejestrowania osób mających dostęp do tych informacji.

Aneta Kielbasa:

- Emitent, podejmując decyzję o opóźnieniu terminu przekazania informacji do publicznej wiadomości, powinien przekazać Komisji Papierów Wartościowych i Giełd informację o tym opóźnieniu wraz z podaniem przyczyny tego opóźnienia oraz wskazać termin w którym informacja poufna zostanie przekazana do publicznej wiadomości.

Joanna Billewicz-Fotowicz:

- Dodam, że nie należy Komisji informować, jaką informację państwo opóźniają. Jeszcze często zdarza się tak, że nawet nie występując do Komisji, jak mówił pan dyrektor Ostrowski, o zwolnienie z publikacji jakiejś informacji, emitenci wysyłają do Komisji raport informujący, że taką i taką informację chcą opóźnić.

Spółka informuje, że opóźnia pewien fragment informacji, na przykład informację dotyczącą nazwy, zakresu, itd., natomiast nie konkretyzuje tej informacji. To jest wyłącznie sprawa spółki.

Mówię o tym dlatego, że kilkakrotnie, przedwczesne ujawnienie tego, co spółka chce opóźnić, spowodowało, że strony Komisji, działania, które w efekcie doprowadziły do opublikowania tej części, której emitent nie chciał opublikować, ponieważ Komisja, po analizie uznała, że chęć opóźnienia nie spełnia warunków i nie mieści się w tej kategorii informacji, które mogą być opóźnione.

Tak więc, należy być ostrożnym. Oczywiście, emitent zawsze ponosi ryzyko. Zwłaszcza, jeśli opóźni przekazanie informacji, a *post factum* Komisja powie, że niekoniecznie ta informacja powinna być opóźniana. Ale w tym momencie jest to i tak działanie po, a nie przed.

Aneta Kielbasa:

- Kolejna kwestia, to zakazy dotyczące informacji poufnych, czyli zakaz wykorzystywania i zakaz ujawniania informacji poufnej. O tym też była mowa. Ja tylko dodam – również na podstawie doświadczenia w PGNiG, że przekazanie informacji do biura relacji inwestorskich, do rzecznika prasowego, nie stanowi naruszenia tego zakazu.

Natomiast, jak powiedziałam na wstępie, w spółce panuje dziwne poczucie, że przekazanie informacji do mnie, spowoduje jej natychmiastowe ujawnienie. A to przecież nie stanowi złamania żadnego zakazu.

W przypadku informacji poufnych należy sporządzać listę osób posiadających dostęp do informacji poufnej. Z praktycznego punktu widzenia, jest to bardzo trudne, przynajmniej ja mam z tym bardzo dużo problemów. Występuje niesamowita niechęć do wpisywania się na taką listę. Pomimo że wiem, że dana osoba ma dostęp do tej informacji, zdecydowanie nie można tej osoby umieścić. Jest to dla mnie wyjątkowo trudne.

Mam nadzieję, że jak państwo będą mieć większe doświadczenie, to porozmawiamy o liście. Może kolega ma większe doświadczenie z listą niż ja. Na tej liście muszą być ujawnione dane osoby posiadającej dostęp do informacji poufnej. Oprócz imienia i nazwiska jest, na przykład, potrzebny adres. Osoby te niechętnie podają swoje adresy. Przeważnie, zamiast adresu zamieszkania, podają adres siedziby spółki. Nie mam na to wpływu. Sporządzam listę zgodnie z własnym sumieniem i na podstawie tych informacji, które

rzeczywiście mam. Nie wiem, jak by to było, gdyby Komisja zażyczyła sobie ową listę. To naprawdę jest problem.

O okresach zamkniętych też była mowa. W praktyce wygląda to tak, że prezes dzwoni do mnie i mówi: chcę sprzedać akcje i nie wiem czy mogę teraz to zrobić, czy nie mogę. A jak sprzedaje akcje, to pyta się, co ma zrobić. I to są także obowiązki informacyjne członków kierownictwa spółki.

Odsyłam państwa do prezentacji. Sądzę, że lepiej przejść do praktycznego aspektu jakim jest wypełnianie obowiązków informacyjnych. Jak już wspomniałam, w PGNiG obowiązuje bardzo obszerny **akt wewnętrzny, Regulamin**, który ma około 100 stron. Nie jest trudny. Zbieramy oświadczenia, że osoby na odpowiednim szczeblu zapoznały się z tym regulaminem. Czy mają świadomość, co on rzeczywiście zawiera nie mamy pewności, ale wiemy, że na pewno zapoznały się z Regulaminem. Staramy się też, przynajmniej raz na miesiąc, raz na dwa miesiące, robić szkolenie. Podczas szkolenia przedstawiamy i praktycznie przechodzimy całą procedurę, jak ma wyglądać kolejność obiegu informacji w spółce.

Aby nasz regulamin funkcjonował, a obieg informacji był skuteczny na tyle, żeby spółka mogła wypełniać obowiązki informacyjne, musi być niezwykle ścisła współpraca z Zarządem, Radą Nadzorczą i całą Grupą Kapitałową.

Dyrektor do spraw Relacji Inwestorskich uczestniczy we wszystkich posiedzeniach Zarządu. Jest fizycznie obecny od samego początku do końca. W ten sposób ma pogląd na to, co dzieje się w spółce, wie, jakie są podejmowane decyzje, wie, jakie mogą być podjęte decyzje za chwilę. To jest bardzo ważne, ponieważ dzięki temu, możemy się przygotować, co więcej, możemy przygotować departament, w którym powstanie ta informacja. Na przykład, ktoś przystępuje do negocjacji. My wiemy, że to powinno zakończyć się takim i takim kontraktem, jesteśmy więc w stanie przygotować raport bieżący wcześniej.

To samo dotyczy nabycia czy zbycia aktywów o znacznej wartości. Proces trwa. Raportujemy zbycie, nabycie i przeniesienie własności. Jesteśmy w stanie przygotować się do tego raportu, ponieważ szef relacji jest na posiedzeniu Zarządu. Tam, gdzie są podejmowane wszystkie decyzje dotyczące spółki. Jesteśmy w stanie wyjść naprzeciw temu, co się wydarzy.

Nasz Regulamin składa się z kilku części. Jest wzorowany na typowym akcie prawnym. Może dlatego odstrasza wiele osób spośród pracowników, którzy nie chcą go czytać. Aby im ułatwić zapoznanie się z Regulaminem robimy **szkolenia**.

Pierwsza część to postanowienia ogólne, tak jak w ustawach, a więc, najważniejsze definicje. Tutaj też mamy określone jednostki w strukturze PGNiG, które są odpowiedzialne za obowiązki informacyjne. Departamenty są źródłem informacji, które nam przekazują. Mamy określone jednostki odpowiedzialne za przekazanie informacji do Biura Relacji Inwestorskich. To wszystko dzieje się w ramach spółki jeszcze przed upublicznieniem raportu. Proszę zwrócić uwagę, że termin jest bardzo krótki. To są tylko 24 godziny. Wszystko dzieje się w ciągu 24 godzin.

W drugiej części są terminy przekazywania raportów. Zebrane są tu wszystkie terminy. Nie tylko owe 24 godziny, które mamy do przekazania informacji o jakimś zdarzeniu, ale także kwestia przekazania kalendarza finansowego, terminy dotyczące informowania o walnych zgromadzeniach. Tryb przekazywania przez spółkę raportów stanowi najważniejszą część Regulaminu. Tu jest opisany, krok po kroku, obieg informacji. Począwszy od źródeł, poprzez relacje inwestorskie, poprzez Zarząd, aż na rynek.

Dodatkowe zasady ujawniania informacji, czyli kwestia obchodzenia się z informacjami ujawnionymi przez spółkę, ale innymi niż raporty bieżące i raporty okresowe. Są to reklamy, materiały promocyjne, wywiady prasowe, konferencje prasowe, informacje. Sformułowany jest tu między innymi zakaz organizowania konferencji innych przedsięwzięć, których stanowisko oraz rozpowszechnianie informacji o zdarzeniach jest objętych raportem bieżącym i okresowym.

Kolejna część zawiera zakres informacji bieżących i okresowych. Tutaj została sporządzona tabela, w której zostały zebrane wszystkie zdarzenia, które rodzą obowiązek informacyjny. Nie powiem, że to zostało przypisane rozporządzeniem Ministerstwa Finansów, bo w pewnej części jest to katalog wszystkich informacji. Są tam informacje poufne, w tabeli ujęte są też aktualizacje wszystkich informacji. Jest zakres takiego raportu. Jeżeli jest to, na przykład, znacząca umowa, to mamy to przypisane w rozporządzeniach ministra finansów.

Termin przekazania tej informacji do Biura Relacji Inwestorskich, co do zasady, przyjęliśmy 21 godzin od zaistnienia zdarzenia. W ten sposób zostawiamy sobie 3 godziny na przygotowanie raportu, na przygotowanie się do komentarzy, ewentualnie szybkie zorganizowanie konferencji, itd.

Kolejny dział tej części to art. 160 ustawy o obrocie (...) i raporty okresowe. Raportom okresowym jest poświęcone najmniej miejsca. W sumie, jedyną kwestią jest, aby ten raport spłynął do nas w terminie i aby w terminie został przekazany do publicznej wiadomości.

Mogę powiedzieć, że te zapisy w ogóle nie są respektowane przez spółkę, Raporty okresowe są przekazywane w ostatniej chwili. My naprawdę pracujemy nad tym, aby te raporty dostawać dużo wcześniej, abyśmy mogli je przeanalizować. Niestety, wygląda to w ten sposób, że dostajemy je na ostatni moment i możemy tylko przycisnąć klawisz „wyślij”. Ale będziemy nad tym pracować nadal.

Zasady ochrony informacji poufnych, czyli także zasady ochrony informacji, które mogą naruszyć słuszne interesy emitenta. To także mieści się w tym dziale. Jeżeli organizujemy szkolenie dla naszych pracowników, to przede wszystkim, z uwagi na to, że spółka jest bardzo duża, jest to szkolenie dla kadry zarządzającej, ponieważ to oni podejmują decyzje.

Naszym pracownikom zwracamy uwagę na cztery elementy. Pierwsza kwestia, jest to zakwalifikowanie zdarzenia. Czy ono jest istotne, czy nie istotne. Dotyczy to przede wszystkim informacji poufnych. Oczywiście, efekt jest taki, że jesteśmy zalewani informacjami, ale to bardzo dobrze na samym początku funkcjonowania spółki jako spółki publicznej. W ten sposób wypracowujemy sobie też doświadczenie. W tym bardziej zaawansowanym stadium jednak ważne jest, aby nie być zalewanym informacjami nieistotnymi. W tym przypadku, powołujemy się na naszą tabelę z Regulaminu, która sporządzona w sposób bardzo przystępny. Nie trzeba szukać przepisów w jednej czy drugiej ustawie. Otwieramy tabelę, sprawdzamy zdarzenie i jeśli zdarzenie wymaga raportowania, przekazujemy do Biura Relacji Inwestorskich.

Kontaktujemy się z nimi, oczywiście, także zgodnie z odpowiednią procedurą przekazania do nas informacji, a następnie upubliczniamy to. To samo jest z informacjami poufnymi. Tutaj, oczywiście, jest nieco więcej kłopotu, musimy bardziej wnikliwie rozważać, czy informacja jest poufna czy nie.

Tak więc, pierwsza kwestia do ustalenia to, czy zdarzenie jest istotne czy nieistotne, a druga kwestia to terminowość. Zwracamy na to szczególną uwagę, aby nie przegapić, mówiąc kolokwialnie, terminu.

Jeśli coś podlega ewidentnie obowiązkowi informacyjnemu, to musi to spłynąć do nas w odpowiednim czasie. Jest na to uczulone przede wszystkim biuro Zarządu czy, jak u nas to się nazywa, Departament Obsługi Spółki. To oni mają najszybszy dostęp do wszystkich decyzji wszystkich organów spółki.

W naszej procedurze znajduje się kilka bardzo istotnych załączników. Opracowaliśmy sobie formularz na którym przekazywana jest do nas informacja. Formularz powinien zawierać takie dane, jak imię i nazwisko osoby sporządzającej, nie osoby akceptującej. Osoba akceptująca niejednokrotnie nie zna do końca zakresu informacji, która została nam ujawniona. Lepiej, żeby to była osoba, która bezpośrednio pracowała przy kontrakcie czy

przy innym ważnym zdarzeniu. Z tą osobą musimy mieć kontakt, bo niejednokrotnie informacja, która spływa do mnie, do Biura Relacji Inwestorskich, jest niepełna. Na przykład, ktoś nie chce podać wartości kontraktu, pomimo, że w tym względzie istnieje ewidentny obowiązek. Dlatego musi być podany kontakt do tej osoby.

Wypełniony formularz musi być zatwierdzony najpierw przez osobę, która szefuje danemu departamentowi, a następnie przez Zarząd. Potem trafia to do nas. A wszystko dzieje się bardzo szybko. My to przerabiamy, przygotowujemy raport bieżący, który podlega akceptacji Zarządu i następnie zostaje upubliczniony. Czasami dzieje się to w parę godzin, czasami w godzinę, a czasami nawet decydują o tym minuty.

Inna kwestia, to komentarze. Nie jesteśmy w stanie zgłębić wszystkich tajników działalności spółki, bardzo wskazane są komentarze przekazywane do nas, do biura, a wtedy jesteśmy w stanie lepiej przygotować się do komentowania danego zdarzenia na zewnątrz.

Podsumowując, najważniejsze kwestie to kwalifikacja informacji, czy jest istotna czy nieistotna, terminowość, formularz i komentarz. Mamy też taki załącznik, który państwu polecam, jak oświadczenie członków Zarządu i Rady Nadzorczej o przyjęciu informacji o konsekwencjach prawnych z tytułu nieuprawnionego ujawnienia i wykorzystania informacji. Podpisanie takiego oświadczenia wywołuje świadomość, a w każdym razie ją pogłębia, że nie można ujawniać informacji. Może nie do końca, ale z pewnością, jest to jakieś zabezpieczenie.

W końcu, pozostaje jeszcze odpowiedzialność z tytułu naruszenia przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych. O tym nie będę już mówić, bo sądzę, że zostali państwo już wyjątkowo nastraszeni i zaznajomieni ze wszystkimi konsekwencjami prawnymi nienależytego wypełnienia obowiązków informacyjnych.

Zachęcam państwa do kontaktu i jeśli będą pytania czy problemy, postaramy się odpowiedzieć. Na końcu prezentacji są podane moje dane.

Oktawian Jaworek:

- Zostali państwo zarzuceni olbrzymią ilością informacji. W tym, co powiem, część informacji będzie się powtarzać, ale to dobrze, ponieważ państwo naprawdę muszą sobie to wbić do głowy i to mocno.

Polecam samodzielne zgłębienie przepisów, przebicie się przez całą strukturę tego, jak to wygląda, gdzie są umiejscowione przepisy. Bez tego bowiem, tak naprawdę, nie można nawet zadawać pytań.

Większość osób, kiedy myśl o obowiązkach informacyjnych, przynajmniej na początku, zwłaszcza tych, mających się tym zajmować, to na pewno ma już dość. Kiedy widzi i słyszy te prezentacje, kiedy dowiaduje się, co musi przeczytać, że są to trzy ustawy i siedem rozporządzeń do tych ustaw, a ponadto Regulamin Giełdy, Regulamin Komisji, które także nie zawadzi przeczytać, dobre zasady praktyk ładu korporacyjnego, itd. Niestety, prawda jest taka, że musi to wszystko przeczytać, co więcej, musi to dobrze znać i rozumieć. Podkreślam, że potrzebna jest znajomość „na wrywki”. Na początku ciężko jest się przystosować.

Ci, którzy zajmują się tymi obowiązkami, czy to w dziale relacji inwestorskich czy będzie to osoba taka jak ja, która samodzielnie się zajmuje całością tych spraw, czy też w ramach PR, muszą po pierwsze uświadomić sobie, że jako osoba stojąca na straży bezpieczeństwa spółki, bezpieczeństwa prawnego członków zarządu i rady nadzorczej, niestety, będzie musiała cały czas o tym myśleć

Będzie musiała też bardzo często narażać się na to, żeby wchodzić do gabinetu prezesa bez czekania, bo nie ma na to czasu. A nie będzie łatwo przekonać zarząd, że tak musi być, że nie ma wyboru.

Moje dwa pierwsze slajdy wyglądają dość humorystycznie, ale tak niestety, jest na początku. Każdy ma taką myśl, że po co ja mam to podawać do wiadomości, przecież to jest

tajemnica. I rzeczywiście, kiedyś była to „wielka tajemnica”, ale teraz już nie może być. Skoro jesteśmy notowani na Giełdzie, mamy pewne obowiązki.

Jeśli chcemy pozyskać kapitał, musimy się otworzyć. Musimy pokazać te informacje, aby umożliwić akcjonariuszom obiektywną ocenę naszej spółki, aby mogli podjąć decyzję inwestycyjną. Po pewnym czasie, kiedy spółka zacznie funkcjonować, jako spółka publiczna, wszyscy zainteresowani będą mieli wiedzę o niej, wtedy okaże się, że to wcale nie jest takie straszne.

Na początku dzwoniłem cały czas do Komisji, starałem się przeczytać wszystko, co potrzeba, zrozumieć to, aby dzwoniąc do Komisji móc podać moje rozwiązanie danego problemu, aby nie denerwować pani Agnieszki Gontarek czy pani Agnieszki Burak, dzisiaj obecnej, moimi pytaniami.

Wiem jednak, że są spółki, które dzwonią do Komisji zupełnie nic nie rozumiejąc i po prostu, czekają na gotową odpowiedź. Komisja nie może dać przez telefon gotowej odpowiedzi, ponieważ byłoby to połączone ze zbyt dużym ryzykiem. Należy przygotować sobie pytanie, przygotować odpowiedź, zadzwonić, zapytać, czy to rzeczywiście jest tak, czy nie. I wtedy, Komisja odpowie przez telefon. Zasugeruje rozwiązanie. Naprawdę, warto dzwonić i przedstawiać swoje wątpliwości.

Jeśli chodzi o definicję obowiązków informacyjnych, w materiałach są moje luźne uwagi na ten temat. Jak ja to widzę, jak wydaje mi się, że zarząd to po pewnym czasie widzi. Proszę nie traktować tego, jako konkretną informację na ten temat, a zwłaszcza jako definicję *stricte*.

Przygotowanie do wykonywania obowiązków informacyjnych. Pierwszy punkt, to stworzenie komórki odpowiedzialnej za ten obszar, niezależnie od tego jaką ma postać formalną. Czy to jest jeszcze jedna komórka, czy to jest biuro zarządu, które często zajmuje się obowiązkami informacyjnymi. To decyzja spółki. Musi być też osoba, która jest za to odpowiedzialna, która ma to wszystko opanowane i która będzie osobą odpowiadającą za bezpieczeństwo informacji opóźnionych. Taka osoba musi być wyznaczona i ta osoba podlega bezpośrednio prezesowi zarządu.

Co do składu zespołu, jestem prawnikiem, wiem, że jest sporo specjalistów od PR, czasami są finansisci, każdy ma w tej pracy jakieś swoje zalety i jakieś swoje wady. Z pewnością jestem dobry, jeśli chodzi o prawo, ale już mniej, jeśli chodzi o PR, ale jeśli chodzi o podstawowy zakres, prawnicy w tej pracy się sprawdzają. Dotyczy to *stricte* obowiązków informacyjnych, tego, co jest w przepisach. Chodzi też o logikę wypowiedzi, o przestrzeganie kryteriów.

Podsumowując, spółka tworzy komórkę, później audyt, o czym już mówiła koleżanka, obiegu i ochrony informacji w spółce. Następną kwestią jest wykorzystanie tego audytu i przygotowanie się do wykonywania obowiązków informacyjnych. Bez tych zasad, bez audytu obiegu informacji w spółce, nie jest możliwe wykonanie obowiązków informacyjnych. Osoba, która będzie przygotowywać raporty, bez rzetelnej informacji z miejsc, w których informacje powstają, nie przygotowuje rzetelnej informacji.

Zadania komórki odpowiedzialnej za wykonywanie obowiązków informacyjnych, to zabrzmiało jak banał, ale to jest ciągle monitorowanie informacji i obiegu ich w spółce. Umiejętność wyłaniania informacji z szumu informacyjnego, jest bardzo potrzebna, a nie jest to łatwe. Przyznam, że w swojej spółce postraszyłem kadrę zarządzającą, przy czym mam dość mało skomplikowaną strukturę, nie mamy spółek zależnych, nie jesteśmy dużą firmą, cały biznes odbywa się w jednym miejscu i jest w ogóle prościej. W PGNiG jest inaczej.

Na początek zażyczyłem sobie praktycznie wszystko, każdą informację. W miarę postępu, doświadczenia, jak ludzie widzieli, jak następuje kwalifikacja informacji, zaczęliśmy ograniczać przepływ informacji tylko do tych informacji, które są później przekazywane dalej.

Uważam, że na początku powinno być więcej informacji po to, żeby można było utworzyć bazę i stworzyć jednoznaczne kryteria. Chodzi o to, żeby było widać, czy coś się powtarza, co jest istotne w tych informacjach. Czy rzeczywiście, co pewien czas, nie pojawiają się informacje, które, patrząc na nie z boku, nie są istotne, ale, jeżeli okaże się, że jest jakaś systematyka tych informacji i że one w rzeczywistości dają jakiś obraz, to może warto je wpisać w swoje kryteria i publikować je, jako informacje poufne.

Aneta Kielbasa:

- Może jeszcze dodam, jeśli chodzi o grupę kapitałową, proszę zwrócić uwagę, że raportujemy też wydarzenia jednostek zależnych emitenta. Przynajmniej w PGNiG, mamy to tak zorganizowane, że nasz Regulamin jest implementowany przez jednostki zależne.

To są oddzielne organizacje, oddzielne przedsiębiorstwa. One na poziomie zarządów spółek, wprowadzają w życie również swoje przepisy wewnętrzne, które regulują obieg informacji, ale obieg informacji między jednostką zależną a emitentem, a nie, tak jak nasz Regulamin, między emitentem a rynkiem.

Oktawian Jaworek:

- Trzeba pamiętać, że termin 24 godziny dotyczy momentu, w którym informacja powstanie w spółce zależnej. To dodatkowe, bardzo istotne ograniczenie czasowe. Ale dla mnie, tak naprawdę najtrudniejsze jest to śledzenie, podsłuchiwanie każdej rozmowy w korytarzu, ponieważ to nie jest tak, że wszyscy prześlą informację osobie odpowiedzialnej.

Trzeba mieć oczy i uszy szeroko otwarte, żeby wylapać fragment informacji i przygotować się na przykład, na to, że ktoś coś powie, że na przykład, jutro będzie podpisana umowa, bo trudno jest wytworzyć sytuację, aby wszystko było wiadome z góry, co daje udział w każdym posiedzeniu zarządu. Tylko w takim przypadku można wiedzieć, że za tydzień będzie podpisana umowa i aby odpowiednia komórka dostała projekt umowy po to, żeby można było przygotować raport i komentarz do tego.

Może być tak, że osoba odpowiedzialna za obowiązek informacyjny dowie się, że właśnie przyszła umowa podpisana tydzień temu. Na szczęście jednak przyszła i jeszcze nie została wpisana do dziennika podawczego. Może jutro zostanie wpisana.

Polecam opracowanie wewnętrznego terminarza raportów. Koleżanka z PGNiG ma to w regulaminie, ja nie wpisywałem tego do regulaminu, który ma kilkanaście stron, kilka załączników i w dużej mierze odsyła do regulacji prawnych.

Z tego względu nie chciałem wpisywać wszystkiego do regulaminu, ponieważ nie jestem w stanie tak często dokonywać zmian regulaminu, aby być na bieżąco z regulacjami prawnymi. Nie chciałbym natomiast, aby ktoś, jako podstawę działania czy podstawę przekazywania informacji traktował regulamin.

Regulamin jest kwestią wewnętrzną spółki. Podstawą prawną jest przepis prawa, a to może się zmieniać. I to, przede wszystkim, trzeba mieć na uwadze. Konieczny jest ciągły monitoring przepisów. Przepisy się zmieniają.

Na szczęście, nasze obowiązki informacyjne nie zmieniają się w dużej mierze, aczkolwiek było trochę zmian, które, jeżeli państwo o nich zapomną, to mogą narazić się na kilka uszczypliwych zdań.

Natomiast, trzeba się liczyć z tym, że w ciągu kilku lat, rozporządzenie o informacjach bieżących i okresowych, prawdopodobnie zniknie. Takie są tendencje w Unii Europejskiej i sądzę, że u nas także zostaną przyjęte.

Audyt obiegu i ochrony informacji w spółce. W momencie, kiedy część spółek rozpoczęła przygotowywanie prospektu, dokonano już także wstępnego audytu. Wiadomo, że

na przykład, informacje o umowach z dostawcami będą w tym dziale, a informacje o umowach z odbiorcami w innym dziale, kwestie prawne w tym a sprawy sporne w tamtym.

To są miejsca, w których powstają konkretne kategorie informacji. Przygotowałem sobie taką jakby macierz, w której wyróżniłem wszystkie działy, miejsca, wypisałem, jakie są możliwe informacje, które hipotetycznie mogą powstać w danym dziale, albo które w 99% powstają w tych działach.

Konsultowałem to, oczywiście, z przełożonymi z tych działów, prowadziłem rozmowy, a czasami negocjacje, bo niektórzy się nie przyznawali, że u nich może powstać jakaś informacja. Trzeba się temu dokładnie przyjrzeć i czasami w jakiś sposób, wyprostować pewne zaszczości, które wcześniej powstały, uprościć. Tak, aby była ona dostępna dla osób odpowiedzialnych za wykonywanie obowiązków informacyjnych w odpowiednim momencie.

Dobrze jest stworzyć mapę przepływów informacji, wyróżnić kluczowe osoby, punkty w których ta informacja powstaje i osoby, które przekazują te informacje.

Zaznaczyłem sobie jeszcze definicję informacji poufnej. Powiem szczerze, że dla mnie było to jedno z większych problemów – informacja poufna. Dziś być może nie było tego widać, ale są raporty bieżące, zgodne z definicją w rozporządzeniu o raportach bieżących i okresowych, które są informacjami poufnymi.

Proszę nie robić takiego prostego podziału na informacje poufne, informacje bieżące z rozporządzenia i do tych trzeba coś, a do tych nie trzeba. Tak naprawdę, te zbiory zazębiają się, ponieważ informacja, która jest w raporcie bieżącym z rozporządzenia o raportach bieżących i okresowych, może być informacją poufną w tym sensie, że może wpływać na cenę lub wartość akcji, może być precyzyjna, itd. Może spełniać warunki z klauzuli generalnej.

W takim przypadku spółka powinna tę informację zamieścić na stronie internetowej. Oczywiście, musi być wpisana do sprawozdania, które spółka publikuje co roku. Dla bezpieczeństwa, osobiście zamieszczam wszystkie raporty bieżące na stronie internetowej, jak również w rocznym sprawozdaniu.

Koleżanka mówiła już, że wszystko to, co osoby odpowiedzialne za wykonywanie obowiązków informacyjnych stwierdzą, zobaczą, jak przebiegają procesy w spółce, itd. będzie dla nich przydatne w praktyce. Muszą też przygotować sobie wzory dokumentów, wyznaczyć osoby odpowiedzialne za przekazanie informacji na każdym szczeblu oraz osoby odpowiedzialnej za całość.

Może to być ktoś z biura Zarządu, z osobnej komórki, jakaś konkretna osoba, która będzie odpowiedzialna za przygotowanie raportu i za wypełnianie obowiązków informacyjnych.

Aneta Kielbasa:

- Dodam jeszcze, że PGNiG jest dość specyficzną spółką. Tam pracuje się, mówiąc bardzo ogólnie, do godziny 15.00. Wiele informacji powstaje zdecydowanie później. Na przykład, prezes URE przysyła nam swoją decyzję o godzinie 15.15. Jeżeli nie ma danej osoby w tym departamencie, z którym prezes URE się kontaktuje, spółka naprawdę nie może powziąć tej wiadomości, ponieważ rzeczywiście, nikt nie odbierze tego faksu.

Jesteśmy teraz na etapie pokazania pracownikom spółki, jak istotny jest kontakt, na przykład, z prezesem URE, czyli w newralgicznych punktach. Jeżeli jest coś, co może rodzić obowiązek informacyjny, to znaczy, że nie mogę wyjść o godzinie 15.00 do domu, tylko czekam nawet do godziny 24.00, jeżeli jest to informacja bardzo istotna i jeżeli chcemy ją podać jeszcze tego samego dnia.

Czekamy więc, aż informacja wpłynie do spółki i my poweźmiemy wiadomość, a następnie podajemy raport bieżący. Aby dobrze spełniać te obowiązki, naprawdę trzeba być dyspozycyjnym przez 24 godziny na dobę.

Dodam jeszcze jedną rzecz, jeśli chodzi o osoby, które są odpowiedzialne za obowiązki informacyjne, tak jak ja jestem za nie odpowiedzialna w naszej spółce. Na przykład, wiedzieliśmy, że mogą wystąpić ograniczenia w dostawach gazu. Zresztą o tym dość głośno się mówiło. Byliśmy przygotowani na to, że coś może się zacząć dziać ważnego dla PGNiG. Nie mogłam, na przykład, wyjechać poza Warszawę w Sylwestra. Musiałam być na miejscu, pod telefonem i jak się zresztą później okazało, ta decyzja Zarządu była bardzo słuszna, bo 1 stycznia raportowaliśmy około południa.

Oktawian Jaworek:

- Niestety, dyspozycyjność jest cechą immanentną na tym stanowisku. Niejednokrotnie czekałem na fax z ministerstwa i jak już wspominałem, ostatnio czekałem do 23.45 a raport miałem nadać do godziny 24.00.

Miał to być raport zawierający wniosek aktualizujący prospekt. Niestety, jeżeli spodziewamy się informacji, która musi być opublikowana w tym dniu, to na tę informację trzeba czekać. Czeka na to osoba, która się tym zajmuje, a ponadto czeka zarząd, który musi podpisać raport przed wysłaniem.

Jeśli chodzi o wykonywanie obowiązków własnych, zaznaczę tylko krótko, że to, co na co dzień nas naprawdę dotyczy, to jest przekazywanie raportów bieżących. Drugi obowiązek to przekazywanie raportów okresowych, a trzeci obowiązek, to aneksowanie prospektów.

Ja to zaliczam do obowiązków, ale gdy dziś na to patrzę, biorąc pod uwagę układ ustawy, aneksowanie prospektu jest tylko aktualizacją prospektu. Na stronie internetowej zamieszczane są informacje zgodnie z obowiązkiem wynikającym z ustawy.

Dodałem tu jeszcze, tak na szybko, obowiązki informacyjne kierownictwa, czyli notyfikacja transakcji. To nie są obowiązki spółki, ale spółka dla własnego dobra, a zwłaszcza ci, którzy w spółce się tym zajmują, powinni pilnować zarządu, rady nadzorczej, a także osoby z kierownictwa, które spełniają wymagania z art. 160 ustawy o obrocie (...) i które mają wpływ na decyzje kierownicze.

Muszą to państwo uświadamiać zarządowi i w ogóle „kierownictwu”. Co pewien czas wałkować temat. Przypominać, że nie można ujawniać informacji, nie można wykorzystywać. Są okresy zamknięte. Jeśli nabędziesz akcje, musisz o tym poinformować. Masz pięć dni roboczych od transakcji, jeśli przekraczasz 5 000 euro. Jeśli nie przekraczasz, łącznie, sumarycznie, masz czas do stycznia następnego roku. Ale trzeba o tym przypominać co pewien czas.

Zapamiętałem jeszcze jedną rzecz. Obowiązki informacyjne akcjonariuszy. Tak naprawdę, obowiązki związane z pakietami naszych akcji, to jest regulacja z ustawy i spółki niby to nie interesuje. Ale, jeżeli w spółce prezes jest zarazem głównym akcjonariuszem, to nie wyobrażam sobie sytuacji, aby osoba, która zajmuje się tą działalnością, nie pilnowała też spraw głównego akcjonariusza.

Jeżeli w spółce, głównym akcjonariuszem jest na przykład, skarbu państwa, to na wszelki przypadek, po pięciu dniach od zbycia pakietu kontrolnego akcji naszej spółki dzwonię do Ministerstwa czy może zechcieliby, bo właśnie upływa termin, zawiadomić nas i Komisję o tym, że sprzedali akcje. Ministerstwo Skarbu Państwa nie pamięta o takich drobnych szczegółach. Radzę, aby spółki pamiętały o takich szczegółach, aby nie było później nieporozumień.

Rodzaje raportów okresowych. Ten temat był już poruszany, a jeśli chodzi o zakres, proponuję sięgnąć do rozporządzenia. Nie będziemy się tym zajmować, ponieważ jest to tylko kwestia wczytania się, a pytania i tak powstają w momencie, kiedy państwo zaczynają pisać. Na początek, poszczególne punkty, potem próbują państwo opisać. Ostatnio złapałem się na tym, że popełniłem dość istotny błąd, który na szczęście, wyłapał mój przełożony, pisząc

raport roczny, o transakcjach z podmiotami powiązanymi. Podobno taki punkt jest w raporcie kwartalnym, ale jest on tam ograniczony do opisu transakcji, które są transakcjami nietypowymi.

Natomiast, w przypadku raportu rocznego jest mowa ogólnie o transakcjach, czyli opisuje się wszystkie. Jakoś skojarzyłem ten warunek transakcji nietypowej i napisałem, że nie było takiej transakcji. A typowe były, jakieś 30% obrotu.

Ustalenie terminu przekazywania raportów okresowych w danym roku. Po przystąpieniu do systemu ESPI, przed przekazaniem pierwszego raportu okresowego, spółka musi podać raport bieżący, w którym znajdują się wszystkie raporty okresowe, jakie w danym roku będą publikowane. Zazwyczaj spółki piszą w tym przypadku więcej niż trzeba.

Jeśli chodzi o terminy raportów, zmiana terminu jest możliwa, trzeba tylko ją wcześniej opublikować raportem bieżącym. Taką informację o zmianie przekazania raportu okresowego, przy czym, ta zmiana nie może przekraczać terminu maksymalnego, który jest określony w ustawie, chyba, że jest na to zgoda Komisji i nie było jeszcze raportu sporządzanego za rok obrotowy.

Ustalenie podziału prac i koordynacja działań poszczególnych komórek. Przy sporządzaniu raportów okresowych jest dużo pracy. Jest wiele informacji, które wpływają z różnych działów. Z działu finansowego, z marketingu, jeśli chodzi o sprzedaż, kwestie opisowe i trochę strategii. Te prace trzeba nadzorować, pewne elementy muszą być dostarczone wcześniej, i z tej układanki należy przygotować całość.

Aneta Kielbasa:

- Jeżeli będą państwo tworzyć kalendarz finansowy czyli terminarz przekazywania raportów okresowych, warto jest spojrzeć na spółki z podobnej branży, czy nawet z tej samej branży, aby te terminy się nie nakładały na siebie.

W przypadku PGNiG zawsze po ogłoszeniu wyników organizujemy konferencję prasową dla dziennikarzy, a następnie telekonferencję dla analityków i inwestorów z całego świata.

Staramy się, aby konferencje nie nakładały się na siebie i żeby publikacje również nie nakładały się na siebie. Jeśli ktoś jest zainteresowany jednym i drugim, musi wybrać. Albo uczestniczy w telekonferencji PGNiG, albo uczestniczy w konferencji Orlenu, itd. Dlatego staramy się z tymi spółkami utrzymywać kontakt i ustalać harmonogramy, aby wszyscy mieli możliwość uczestniczenia we wszystkich konferencjach.

Oktawian Jaworek:

- Jednym z elementów wykonywania obowiązków informacyjnych jest sporządzanie i przekazywanie raportów bieżących. Już o tym trochę wcześniej mówiłem. Raportów bieżących jest sporo. Te raporty bieżące są opisane w rozporządzeniu o raportach bieżących i okresowych, w § 5, w następnych są szczególne przypadki. O tych szczególnych przypadkach nie każdy na początku pamięta. A tam znajduje się między innymi wiele raportów dotyczących przebiegu emisji, związanych z walnym zgromadzeniem.

Te raporty mają swoje terminy. Dlatego radzę zrobić na własny użytek taką „rozpiskę” raportów, to znaczy, gdzie one są, czy są inne raporty z klauzuli generalnej, czy są raporty bieżące czyli informacje poufne, itd.

Są też raporty bieżące, które spółki publikują na podstawie przepisów ustawy, na przykład, dotyczące udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy przekraczających pewien próg, czy też raporty bieżące do których podstawą publikacji jest Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych. Raporty dotyczące zasad ładu korporacyjnego. Tych raportów jest wiele i

warto się im przyjrzeć, aby się nie koncentrować wyłącznie na rozporządzeniu o raportach bieżących i okresowych.

Terminy przekazywania raportów bieżących. Podstawowy termin to 24 godziny, przy czym w przypadku raportów dotyczących zwołania walnego zgromadzenia są inne terminy, na przykład, w przypadku projektów uchwał, na 8 dni przed, informacja o zwołaniu walnego zgromadzenia akcjonariuszy – 22 dni przed, itd.

Aktualizacja informacji poufnych. To jest kwestia, której wcześniej nie było, została zmieniona w zeszłym roku, kiedy wchodziły nowe ustawy. Kiedyś była podobna instytucja związana ze zmianą informacji czy z aktualizacją informacji, na przykład, o zmianie umowy znaczącej. Teraz po prostu jest zapis w ustawie, że znaczącą zmianę we wcześniej podanej informacji poufnej powinniśmy podać jako kolejny raport bieżący.

Taki krótki schemat przygotowania raportu, o czym mówiła już koleżanka wcześniej, to przede wszystkim, dotarcie do informacji. Ale informacja, że zaszło jakieś zdarzenie, to za mało, żeby przygotować dobry raport. Trzeba dotrzeć do tej osoby, która jest najlepiej poinformowana i najwięcej wie, o tym całym zdarzeniu. Wyciągnąć od niej te informacje, które są użyteczne i przygotować dobry raport.

Analiza i klasyfikacja informacji pod kątem obowiązku informacyjnego. Obowiązek ten zazwyczaj spoczywa na osobie, która jest osobą odpowiedzialną za ten zakres i wcześniejsze prace, a przede wszystkim, ustalenie kryterium, bardzo pomaga w przygotowaniu projektu konkretnego raportu.

Trzeba naprawdę pamiętać, że język raportu powinien być precyzyjny i jednocześnie adekwatny do tego, co trzeba przekazać. Tak, aby przekazać precyzyjnie to, co jest najistotniejsze. Jeśli chodzi o raporty, które są ujęte w rozporządzeniu o raportach bieżących i okresowych, należy przekazać przynajmniej to, co jest określone w rozporządzeniu, w poszczególnych paragrafach, a oprócz tego to, co sugeruje najczęściej Giełda czy Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, aby przekazać jeszcze coś więcej.

Na przykład, komentarz, jak to się ma do sytuacji spółki, w jaki sposób to zostało osiągnięte, ale bez marketingowych chwytów, bez przesady, ponieważ marketingowe chwytły są zabronione w nowej ustawie.

Sporządzanie listy dostępu do informacji poufnej. Najlepiej robić to na bieżąco, zaraz po wysłaniu raportu należy zapisać, kto miał dostęp do tej informacji, ponieważ później jest dużo trudniej.

Uzyskanie pisemnej akceptacji, wprowadzenie tego raportu do systemu ESPI, co też na początku sprawia trochę problemów. Trzeba to po prostu przetestować. Umiejętność wprowadzania załączników i odpowiedniego edytowania do raportu jest naprawdę istotna, aby to, co zostanie wysłane, było czytelne. Po wysłaniu raportu przez system ESPI, przekazanie go do osoby, która wprowadzi go na stronę internetową.

Aneksowanie prospektu omówił pan dyrektor Ostrowski mówiąc krótko, że jest źle. Patrząc na regulacje, sądzę, że będzie jeszcze gorzej. To nie jest dopracowana regulacja. Na szczęście, moja spółka nie ma żadnej emisji w planach.

Przekazywanie raportu na stronę www. Proszę pamiętać, że strona www, relacje inwestorskie, jest to najprostszy i chyba najlepszy kanał dotarcia z informacją. Większość inwestorów korzysta z komputerów, szuka informacji na stronach. I dla nich, informacje zamieszczone na stronach www są najbardziej dostępne.

Sam często nawet nie szukam informacji w swoich zasobach, tylko wchodzę na stronę i stamtąd ściągam to, co jest mi potrzebne.

Obowiązki informacyjne kierownictwa. Po prostu, uczulam na ten problem. Proszę to dobrze przeanalizować. Przygotować prezentację dla swojego zarządu, a może okaże się konieczne wysłać zarząd na jakieś szkolenie, żeby zobaczyli, że to są bardzo poważne kwestie, że za niedopełnienie obowiązków notyfikacji są duże sankcje. O ile dobrze pamiętam, jest tam kara w wysokości 100 tys. zł.

Są to problemy dnia codziennego. Na koniec, chciałem jeszcze wspomnieć, że przesyłanie raportów w trakcie sesji Giełdy, o czym tu była już mowa, mnie się zdarzyło kilka razy, kiedy skarb państwa, w czasie dnia podejmował różne istotne decyzje, takie jak ta, że przedłużą okres negocjacji, a potem, że nie przedłużą okresu negocjacji, że parafują coś, co nie ma znaczenia, itd. Byliśmy zmuszeni, na wniosek ministra, nękać Giełdę i pisać fakсы z prośbą o rozważenie możliwości zawieszenia. I rzeczywiście, w jednym przypadku nawet nastąpiło zawieszenie notowania naszej spółki na kilkanaście minut.

Jeśli chodzi o **działanie ESPI**, zdarzyło mi się kiedyś od godziny 7 rano w sobotę do godziny 20 czekać, aż system zacznie działać. Na szczęście mam telefon do informatyka, który się tym zajmuje, bardzo cenny, i po kilku godzinach uświadomiłem mu, że system jednak nie działa.

Po następnych kilku godzinach otrzymałem kilka telefonów ze strony przedstawiciela Komisji, że, rzeczywiście, nie działa. Sugerował, że może wysłałbym to pocztą, ale około 22 okazało się, że działa. W sumie, cały dzień stracony.

Awaria systemu, tryb awaryjny. Przyznam, że tego systemu nie testowałem i nie chcę go testować, bo jest to masę roboty, a i tak trzeba to później podać w systemie ESPI. Proponuję opracować to sobie, sposób nagrywania tej płytki, etykietę, itd.

Wreszcie szkolny problem czyli **ograniczenia inwestycyjne dla naszego kierownictwa** i okresy zamknięte. Okresy zamknięte zostały wprowadzone ostatnimi zmianami ustawowymi w ubiegłym roku. Tak naprawdę, wcześniej też były okresy zamknięte, bo od zawsze nie można było wykorzystywać informacji poufnej i dokonywać transakcji.

Joanna Billewicz-Fotowicz:

- Poprzednio była większa niepewność, bo to zarząd musiał sam decydować, w którym momencie wchodzi w posiadanie tej informacji, której ewentualne upublicznienie mogłoby wpłynąć na cenę lub wartość akcji. Wobec powyższego, gdyby czynił jakieś transakcje mógłby być posądzony o wykorzystywanie tych informacji.

Teraz załatwiają ten problem okresy zamknięte. Fakt, rygory kalendarzowe są dosyć trudne do stosowania. Nie wiem, czy państwo to potwierdzą, ale w momencie, kiedy okresy zamknięte były zapisywane w ustawie, usiadłam z kalendarzem w ręku i z kilkoma terminarzami spółek odnośnie raportów okresowych.

Było ciasno. W zasadzie należałoby zaznaczyć zarządowi w kalendarzu, w jakich dniach, jakiego miesiąca, może zawierać transakcje. Trudno było nawet znaleźć dłuższy, dwutygodniowy okres. A przecież nie uwzględniałam okresów zamkniętych dla informacji opóźnianych.

Dobrze o tym pamiętać i to ograniczenie uświadamiać członkom zarządu, może nawet przygotowując kalendarz z zaznaczonymi dniami na dokonywanie transakcji.

Oktawian Jaworek:

- Ale trzeba jeszcze dodać, że w każdym dniu, w którym mają dostęp do jakiegokolwiek informacji poufnej też nie mogą zawierać transakcji. Przy raportach okresowych, okresy zamknięte są podane w ten sposób, że nie można na dwa tygodnie przed publikacją raportu kwartalnego, miesiąc przed raportem półrocznym i dwa miesiące przed półrocznym. Natomiast, podstawowy okres zamknięty jest taki, że od momentu uzyskania informacji poufnej do momentu jej opublikowania, nie można wykonywać żadnych transakcji.

Biorąc pod uwagę fakt, że na przykład, zarząd opóźnia przekazanie jakiejś informacji poufnej, to od momentu opóźnienia informacji, osoba, która ma do niej dostęp, ma również zakaz zawierania jakiegokolwiek transakcji na akcjach swojej spółki.

Joanna Billewicz-Fotowicz:

- Najprostszym wyjściem wydaje się ślepy portfel.

Aneta Kielbasa:

- Chciałabym dodać jeszcze, że w ogóle pominęliśmy dzisiaj kwestię raportowania Walnych Zgromadzeń i związanego z tym całego procesu.

Odwołam się do przykładu PGNiG. Raport bieżący o zwołaniu Walnego Zgromadzenia przekazujemy w dniu, w którym zostaje przekazane ogłoszenie do Monitora. Rozporządzenie mówi, że ma to nastąpić na 22 dni przed Walnym Zgromadzeniem.

My podajemy to wcześniej ze względu na to, że obawiamy się, że ta informacja może nie zostać zachowana w poufności. Być może, na wyrost, ale taka jest w firmie tradycja.

Co więcej, projekty uchwał, zgodnie z rozporządzeniem, powinny być podane na 8 dni przed Walnym Zgromadzeniem. My podajemy na 21 dni. Staramy się, aby to było na trzy tygodnie wcześniej. Jest to ruchomy termin, ponieważ jest to termin narzucony przez nas.

Wynika to z faktu, że mamy również inwestorów zagranicznych. Wiem, że na przykład, w Stanach Zjednoczonych są takie instytucje, które analizują porządek obrad i wydają rekomendacje, jak głosować. Akcjonariusze zza oceanu korzystają z tych rekomendacji, ponieważ nie zawsze znają polski rynek, nie wiedzą, jak to u nas do końca wygląda, jakie decyzje są podejmowane, które, z ich punktu widzenia, są wręcz nieistotne, a są podejmowane przez Walne Zgromadzenie, czyli najwyższy organ w spółce.

Moja firma współpracuje z takimi instytucjami. Wiemy też, że oni potrzebują dużo wcześniej projekty uchwał. Dlatego publikujemy je, oczywiście tak, aby wszyscy mieli dostęp do tych informacji i aby spełnić obowiązek informacyjny w sposób należyty, na 21 dni przed Walnym Zgromadzeniem.

Nie zawsze wszystko się udaje, bo są bardzo różne sprawy, niejednokrotnie bardzo skomplikowane i nie mamy tych projektów uchwał, ale zawsze staramy się, aby było to na 21 dni przed Walnym Zgromadzeniem. Pozostałe okresy nie są wydłużane nas. Ktoś może powiedzieć, że wydłużamy sztucznie, ale uważam, że jest to dobra praktyka.

Oktawian Jaworek:

- Praktyka jest różna, bo my, na przykład, publikowaliśmy w ostatnim możliwym terminie. Natomiast, jeśli chodzi o kwestie ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia, to ja widzę tu pewien problem. Zakładam jednak, że publikator oficjalny jest na tyle pewną instytucją, że te informacje nie wypłyną. Być może, nie są aż tak istotne, więc tylko upewniam się, kiedy mniej więcej będzie publikacja i odpowiednio wcześniej puszcza raport.

Znalazłem jeszcze jedną rzecz, którą czasami trudno mi jest wytłumaczyć, a kiedyś rzeczywiście, musiałem tłumaczyć prawnikowi z dużej ambasady amerykańskiej, dlaczego jest tak, a nie inaczej.

Proszę się zastanowić, nad sytuacją, kiedy trzeba określić wartość umowy znaczącej, a umowa zawarta jest na czas nieokreślony, i umowa nie określa wartości przedmiotu umowy. Jak, w tej sytuacji, dokonać klasyfikacji? Jak wycenić tę umowę, jak ocenić, czy spełnia ona kryteria znaczącej umowy, czy nie spełnia?

Joanna Billewicz-Fotowicz:

- Mam nadzieję, że dostali państwo dziś spory materiał do przemyśleń, do tego, żeby popracować w spółce, przed debiutem, nad obiegiem informacji, nad usytuowaniem pionu od relacji inwestorskich i przekazywania raportów na rynek, tak, aby w dniu, kiedy spółka złoży wniosek do wprowadzenia na giełdę, co jest równoznaczne z rozpoczęciem raportowania na rynek, nie było już problemów.

Ze swej strony, mogę jedynie państwa przestrzegać przed nadmiernym rozpisywaniem się. Wprawdzie Komisja nieraz za wstrzemięźliwość emitentów gani, jednak z drugiej strony, zbyt obszerne raporty również niosą ze sobą niebezpieczeństwo, że później trzeba dużo rzeczy monitorować, a niekoniecznie się o tym pamięta.

Monitorowanie, a więc aktualizacja informacji już podanych na rynek, czy wcześniej – w prospekcie, jest obowiązkiem spółki nawet wtedy, kiedy, na przykład, ważność prospektu wygasa.

Zwracam na to uwagę, ponieważ dwa lata temu, najwięcej kar, jakie nakładała Komisja, dotyczyło właśnie braku monitorowania prognoz, które były zawarte w prospekcie, ponieważ wiele spółek sądziło, że kiedy wygasa ważność prospektu, obowiązek wygasa również. A to nie jest prawda.

Życzę powodzenia i już zapraszam na kolejne spotkanie, po debiucie, porozmawiamy o tym, z czym mają państwo problemy, jakie są najczęściej popełniane błędy. Życzę powodzenia i Wesołych Świąt.