

## **O CZYM SPÓŁKA WIEDZIEĆ POWINNA – OBOWIĄZKI INFORMACYJNE**

(stenogram nieautoryzowany)

**Joanna Billewicz Fotowicz**, dyrektor Biura Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych:

- Witam Państwa na spotkaniu warsztatowym, którego tematem są obowiązki informacyjne spółek giełdowych. Omówią je specjaliści z Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Giełdy Papierów Wartościowych. Do pomocy mamy też przedstawicieli emitentów, którzy niedawno debiutowali. Podzielią się oni z Państwem swoimi doświadczeniami.

Jest to drugie spotkanie kierowane do nowej grupy emitentów, przed debiutem. Celem tego spotkania jest ułatwienie pokonania pierwszego etapu bycia spółką giełdową, czyli przygotowanie do wejścia na rynek, opracowania procedur postępowania, obiegu informacji, słowem przygotowanie spółki do wykonywania obowiązków informacyjnych i równoczesnego kreowania spójnej polityki informacyjnej, adresowanej do różnych grup interesariuszy spółki.

Podczas dzisiejszego spotkania pomagać Państwu w tym będą pani dyrektor Agnieszka Gontarek i pan dyrektor Jarosław Ostrowski z Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, kierownictwo biura emitentów GPW, dyr. Ewa Gajewska-Markiewicz i jej zastępca, p. dyr. Łukasz Jagiełło, a także dyrektor Rafał Garszczyński, reprezentujący COMP S.A. oraz pan dyrektor Piotr Biezuński z WSIP S.A.

Są to dwie spółki, które niedawno debiutowały, i ten pierwszy, najtrudniejszy okres mają już za sobą. Sądzę, że spostrzeżenia obu panów również będą dla Państwa bardzo cenne. Zapraszam do aktywnego udziału, zadawania pytań, wyjaśniania wątpliwości.

### **OBOWIĄZKI INFORMACYJNE SPÓŁEK PUBLICZNYCH**

**Jarosław Ostrowski**, p.o. Dyrektora Departamentu Instrumentów Finansowych  
Komisji Papierów Wartościowych i Giełd:

- Miałem już przyjemność spotkać się z Państwem, przy okazji postępowań dopuszczeniowych. Skoro sporządzili Państwo prospekty emisyjne, sądzą, że również z dalszą częścią nie będzie problemu, ponieważ obowiązki informacyjne są pewnego rodzaju kontynuacją tego, co było zamieszczone w prospekcie emisyjnym. Prospekt jest pierwszym dokumentem, który trafia na rynek, po to, żeby inwestorzy mogli się zapoznać ze spółką i podjąć decyzje inwestycyjne.

Często spółka jest znana, ale, co do szczegółów, nie wiemy, co tak naprawdę dzieje się w firmie. Dopiero prospekt jest tym dokumentem, na podstawie którego można mieć pełną, lub prawie pełną wiedzę na temat firmy i jej funkcjonowania, jak również jej przyszłości.

W tym czasie, albo spółka już przeprowadza ofertę, albo będzie przeprowadzać ofertę, stąd dwa zdania wyjaśnienia dla tych, którzy jeszcze tej oferty nie przeprowadzili.

1 lipca wchodzi w życie rozporządzenie unijne o prospekcie emisyjnym, które będzie obowiązywać wprost również w Polsce. Natomiast dyrektywa w sprawie przeprowadzania ofert powinna być implementowana do prawa krajowego, tyle że nasze ustawy są w trakcie procesu legislacyjnego.

Dlatego na stronie internetowej Komisji pojawiła się materiał – rodzaj mapy czy przewodnika, który wskaże te obszary z naszych regulacji prawnych i unijnych, które będą stosowane po 1 lipca, jeśli chodzi o ofertę.

Nie będę się w to wglębiał, ponieważ nie jest to naszym dzisiejszym tematem, ale gorąco polecam lekturę tego materiału, gdyż niektóre przepisy dyrektyw są dla spółek korzystniejsze od regulacji zawartych w naszych ustawach. Spółki będą miały prawo, a czasami wręcz obowiązek, z nich korzystać. Dlatego odsyłam do naszego materiału na stronę internetową Komisji.

Zakładam, że wszyscy obecni mają już pewną wiedzę i przygotowanie, postaramy się więc przekazać najbardziej krytyczne punkty, w których, jak wynika to z naszego doświadczenia, spółki najczęściej mają problemy. Prosimy o aktywność, ponieważ będzie to z korzyścią dla państwa, ale także dla nas, bo my również, cały czas uczymy.

Cofnę się jeszcze do zmian przepisów. Nie wiemy kiedy wejdzie w życie pakiet 3 nowych ustaw, ale jeżeli chodzi o regulacje związane z obowiązkami informacyjnymi, to zmiany będą niewielkie.

Szukając plusów, warto zauważyć, że będzie rewolucja, jeżeli chodzi o oferty, przeprowadzanie ofert publicznych, natomiast w zakresie samych obowiązków informacyjnych, o czym dziś będziemy mówić, ograniczamy się do drobnych w zasadzie korekt. Istotne zmiany czekają nas przy implementacji dyrektywy *Transparency*, ale to kwestia przyszłego roku.

Zmieniają się tylko podstawy prawne i na to zwracamy uwagę. Jeśli zmienia się ustawa czy rozporządzenie, to proszę pamiętać o tym i nie raportować jeszcze przez pół roku na podstawie starej ustawy. A zdarzało się to w przeszłości, w związku ze zmianami regulacji.

Obowiązki informacyjne to trochę myląca nazwa, aczkolwiek funkcjonuje. Najważniejsze, jak się wydaje, aby Państwo uczynili z niego swój atut. Korzyści z funkcjonowania na rynku kapitałowym mogą być wielorakie. Kolejne emisje akcji, czasami emisje ratunkowe, w zależności od tego, jak toczy się życie gospodarcze spółki. Plusów jest dużo. Skoro spółki znalazły się już na giełdzie, to powinny w pełni wykorzystać ten rynek. Aby jednak korzystać z jego wszystkich dobrych stron, z możliwości, jakie daje ten rynek, trzeba coś dać w zamian.

Najważniejszym towarem w publicznym- giełdowym obrocie zawsze była i zawsze będzie informacja. To na podstawie informacji inwestorzy podejmują decyzje i jest ważne, aby Państwo mieli tego świadomość. Przekazywanie informacji to nie jest wykonywanie obowiązku z ustawy, to nie powinno być dyktowane tylko strachem przed Komisją Papierów Wartościowych. Tok rozumowania powinien być zupełnie inny. Należy sobie zadać pytanie, jak zareagują inwestorzy, jeżeli spółka się pomyli. Jakie będą tego konsekwencje ze strony rynku.

Oczywiście, przepisy, o których będziemy mówić, są bardzo ważne. Są drogowskazem jak należy postępować. Natomiast, bardzo ważna jest też strona mentalna, właściwe podejście do wypełniania tych obowiązków. Jeśli będzie to tylko obowiązek, to, jak każdy obowiązek, ten również będzie przykry i będą z tym problemy.

Natomiast, jeśli potraktujemy ten obowiązek jak element komunikowania się z rynkiem, tworzenia swego wizerunku, zdobywania zaufania, to sądzę, że sukces mają Państwo gwarantowany. Na ten sukces, oczywiście, trzeba zapracować. Pracuje się wiele miesięcy, a nawet czasem wiele lat, często bardzo szybko, bo w ciągu jednego dnia można to zaufanie poważnie nadszarpnąć lub utracić. Stąd tak ważne jest przygotowanie i przykładanie szczególnej wagi do tego problemu. Sądzę, że obecność Państwa na tym spotkaniu będzie służyła temu, aby takich wpadek nie było.

Oddaję głos koleżance i proszę o zadawanie pytań w trakcie, jeśli pojawią się jakiegokolwiek wątpliwości.

## **OBOWIĄZKI INFORMACYJNE SPÓŁEK PROBLEMY I BŁĘDY DEBIUTANTÓW**

**Agnieszka Gontarek**, Zastępca Dyrektora Departamentu Informacji i Analiz  
Komisji Papierów Wartościowych i Giełd:

- Sądzę, że pierwsze spotkanie z emitentami – przyszłymi debiutantami jest po to, żeby Państwo zyskali ogólny ogląd na schemat, na podstawowe zasady wykonywania obowiązków informacyjnych. Natomiast, na szczegółową analizę przepisów, poszczególnych przypadków, jak sądzę, przyjdzie jeszcze czas i będziemy mieli okazję wspólnie pewne rzeczy wyjaśnić.

Zacznijmy zatem od podstawowych aktów prawnych, z którymi spółki muszą się zapoznać, mieć je na podorędziu, umieć w nich szukać i z nich korzystać w kontaktach z rynkiem, wykonując obowiązki informacyjne.

Jest to, przede wszystkim, ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, która do jesieni będzie obowiązywać. Później będą 3 ustawy zamiast tej jednej, z tym, że dla spółek ustawą newralgiczną będzie ustawa o ofercie publicznej, która czasami nazywana jest roboczo ustawą o spółkach, ponieważ ma bardzo długi tytuł, którego nikt nie pamięta. (*Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U nr 184 z 23 września 2005 r., poz. 1539, przyp. seg*)

Ustawa ta rzeczywiście dotyczy spółek. Ważna jest też ustawa regulująca ogólne zasady obrotu na rynku regulowanym zwaną ustawą o obrocie. (*Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. nr 183 z 23 września 2005 r., poz. 1538, przyp. seg*) Tam też znajdzie się przepis dotyczący obowiązku członków organów zarządzających i nadzorujących emitenta, także innych osób wskazanych, jako zobowiązanych do wykonywania obowiązku notyfikacyjnego dotyczącego zawierania transakcji na papierach wartościowych emitenta, zgodnie z obecnym art. 161f) ustawy, który w nowej ustawie o obrocie, będzie art. 160.

W prezentacji wskazuję newralgiczne obszary w ustawie, ale są to tylko pewne podstawowe kwestie, bo wszystkie obszerne artykuły dotyczące informacji poufnej, począwszy od definicji zawartej w artykule 4 pkt. 19, później wszystkie zasady dostępu do informacji poufnej, definicja ujawniania informacji, wykorzystanie informacji czyli art. 161c Prawa o publicznym obrocie (...). Są jeszcze nieprzyjemne sankcje, a więc art. 85, jeżeli spółka zechce się wycofać, to jest art. 86, itd. Proszę się nie przywiązywać nadmiernie do tych paru artykułów, bo to nie wszystko, jeśli chodzi o wykonywanie obowiązków informacyjnych przez spółkę, choć to są niewątpliwie główne regulacje.

Drugim podstawowym „elementarzem” spółki publicznej jest rozporządzenie Rady Ministrów o raportach bieżących i okresowych, z 21 marca 2005 r. Rozporządzenie to zastąpiło rozporządzenie z października 2001 r. i tak naprawdę, nie zawiera bardzo istotnych zmian. Znakomita większość to zmiany na lepsze, ponieważ spółka będzie wykonywać znacznie mniej obowiązków niż emitenci, którzy dłużej pozostają w publicznym obrocie i którzy musieli wykonywać obowiązki jeszcze pod rządami poprzedniego rozporządzenia.

Jest to rozporządzenie o charakterze kazuistycznym. Ono wymienia szereg zdarzeń, które podlegają raportowaniu. Nie jest to, niestety, pełen katalog informacji. Natomiast podstawowym elementarzem są właśnie zdarzenia zawarte w rozporządzeniu.

Niektórzy mówią, że to utrudnia, bo elementarz jest absurdalnie szczegółowy, inni, wprost przeciwnie, uważają, że to ułatwia, bo przynajmniej w tym zakresie zdejmuje ze

spółek ciężar oceniania samodzielnie czy dana informacja należy do cenotwórczych, a więc, czy jest informacją poufną, którą należy niezwłocznie podać do publicznej wiadomości, a ponadto, obwarować ją specjalnymi dodatkowymi warunkami. To, co jest wymienione w rozporządzeniu, bezapelacyjnie podlega raportowaniu.

### **Jarosław Ostrowski:**

- Mała dygresja. Państwo reprezentują spółki, które dopiero będą wchodziły na Giełdę. Być może nowe spojrzenie pomoże zweryfikować te regulacje. Sytuacja jest kuriozalna, bo przez lata byliśmy krytykowani za to, że te regulacje są takie szczegółowe i niepraktyczne, przeszkadzające, a czasami wręcz zupełnie niepotrzebne. Stąd, być może, w świadomości całego rynku nazwa „obowiązki informacyjne”, kojarzyła się z pewną uciążliwością ograniczającą spółki.

Z drugiej strony, skoro nikt nie proponuje nowego zakresu regulacji. Nikt nie zaproponował, żeby z czegoś zrezygnować, nie pokusił się o określenie z czego. Jeżeli spółki, jako takie, nie chcą zmian i uważają, że wszystko jest w porządku, to proszę nie wymagać od regulatora, żeby sam był nadmiernie liberalny. Chcieliśmy zrobić pewne rzeczy, mieliśmy konkretne propozycje, ale do tego potrzebny był głos rynku. Jeśli go nie ma, oznacza to, że wcale nie jest tak źle. Regulacje, w sumie, są dobre.

W niektórych krajach europejskich jest tylko klauzula generalna. My natomiast, idziemy w kierunku bardziej liberalnym. Skoro rynek sam nie chce, my podejmiemy ten ciężar i spróbujemy coś zmienić. W tej chwili pracuje nad tym grupa robocza. Będziemy chcieli zmienić te regulacje.

Istnieje niebezpieczeństwo, że ta liberalizacja przesunie punkt ciężkości podjęcia decyzji i przejęcia odpowiedzialności właśnie na spółki. Te zamiany będą konieczne w perspektywie czasowej, nie wiem, czy roku, czy dwóch lat. Będzie inne rozporządzenie o prospekcie, będą inne pojęcia, inne definicje.

Aby nie było dualizmu, co innego w prospekcie, a co innego w ramach obowiązków informacyjnych, zakres ujawnień i definicje trzeba będzie ujednoczyć. To oznacza, że pewne rzeczy ulegną zmianie, jak na przykład definicja znaczącej umowy. Rozporządzenie unijne o prospekcie nie daje jednoznacznej definicji, ani nawet tak ścisłej, jak znajdująca się obecnie w naszych rozporządzeniach. Mówi tylko, że ma to być „istotna informacja”.

Z jednej strony oznacza to większą swobodę i możliwość kreowania informacji oraz przekazanie jej w sposób bardziej odzwierciedlający specyfikę działalności firm. Z drugiej strony jednak, jest to większa odpowiedzialność. W obowiązujących regulacjach ustawodawca określa, co jest istotne, co ma wpływ i nie trzeba się zastanawiać, tylko przekazać, zgodnie z rozporządzeniem.

W przyszłości będzie to wszystko bardziej płynne i w większym stopniu będzie podlegało ocenie spółek, a przede wszystkim, będzie wymagało z ich strony większej odpowiedzialności.

### **Agnieszka Gontarek:**

- Następne rozporządzenie, które traktuje o kwestiach technicznych, to znaczy, w jaki sposób należy udostępniać informacje publicznie, w jaki sposób mają one być przekazywane, w jakiej formie i jakimi kanałami informacyjnymi. To Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 marca 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych. Dziennik Ustaw Nr 49 poz. 463.

Dodałabym jeszcze do tego dwa rozporządzenia bardzo istotne. Pierwsze, rozporządzenie niezbędne w przypadku opóźniania publikowania informacji będącej informacją poufną. To rozporządzenie z 21 kwietnia 2004 r. o bardzo długim tytule, więc

podam tylko miejsce, gdzie można je znaleźć. Jest to Dziennik Ustaw Nr 95 z 2004 r. pozycja 947. Kolejne rozporządzenie, ważne przede wszystkim dla osób zobowiązanych do zawiadomienia o transakcjach na podstawie art. 161 f ustawy. Ono również szczegółowo mówi, jak powinna wyglądać lista dostępu do informacji poufnej. Jest to rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 kwietnia 2004 r. w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania informacji na podstawie przepisów o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dziennik Ustaw Nr 94, pozycja 907.

Te akty prawne polecam szczególnej uwadze, ponieważ wszyscy, którzy będą w spółce publicznej będą odpowiedzialni za wykonywanie przez nią obowiązków informacyjnych, niestety, będą musieli z tymi aktami prawnymi pracować.

Zapewne wiedzą Państwo, że obecnie, gdy spółka przejdzie już tę całą skomplikowaną drogę przedstawioną przez pana dyrektora Ostrowskiego, zapadnie decyzja Komisji o dopuszczeniu spółki do publicznego obrotu, podaje termin publikacji prospektu. Od dnia opublikowania prospektu, spółka wchodzi w kierat obowiązków informacyjnych.

### **Jarosław Ostrowski:**

- Bez żadnych okresów przejściowych i ulg. Niektórzy pytają się, czy można ten termin opóźnić, czy można ich potraktować ulgowo, itd. Dzień publikacji prospektu jest dniem, w którym spółka powinna mieć już zorganizowany wewnątrz firmy cały obieg informacji na potrzeby nowych obowiązków. Tymczasem w praktyce widzimy często, że spółki dopiero wtedy zaczynają orientować się, że oferujący o czymś im przypomina i że trzeba podać cenę emisyjną, rozpocząć procedowanie w trybie określonym w ustawie, itd. Ostatnio mieliśmy spółkę, z której prezesem rozmawiając odniosłem wrażenie, że są to dla niego wszystko abstrakcyjne pojęcia.

To budzi mój wielki niepokój. Rozumiem, że spółki kładą nacisk przede wszystkim na oferowanie, ale zakładamy, że już przed publikacją prospektu kierownictwo spółki jest świadome nowej sytuacji, nowych obowiązków. Zakładam, że wszyscy z Państwa reprezentują spółki, które mają już opublikowany prospekt, a jeżeli tak, to z pewnością wszystko jest już zorganizowane, aby procedury obiegu informacji były prawidłowe.

Proszę też pamiętać, że jeżeli jest grupa kapitałowa, to w ramach grupy, dotyczy to także spółek zależnych. Nie może być żadnych wymówek, że spółka dopiero zaczyna swój nowy byt i w związku z tym należy ją traktować inaczej. Nie ma okresu przejściowego. Inwestorzy podejmują decyzje na podstawie informacji, które spółka podaje do publicznej wiadomości. Stąd nie może być żadnych okresów przejściowych, ani ulgowych.

### **Agnieszka Gontarek:**

- Kiedy już spółka opublikuje prospekt. Powinni Państwo wziąć do ręki wszystkie akty prawne, o których wcześniej mówiłam, i przystąpić do upowszechniania informacji regulowanych przez nie.

W jakim terminie muszą być publikowane informacje? Z rozporządzenia w sprawie raportów, informacji bieżących i okresowych wynika zasada, że powinny one być publikowane nie później, niż w ciągu 24 godzin od zajścia zdarzenia lub powzięcia wiadomości o tym, że takie zdarzenie miało miejsce.

Zwracam uwagę szczególnie na ten drugi człon warunku, ponieważ mamy wiele pytań odnośnie tej kwestii. Są na przykład, znaczące umowy zawierane w trybie korespondencyjnym. Są one podpisywane, a później odsyłane do spółki z powrotem. W tych okolicznościach, spółka pyta się, jaki termin jest terminem granicznym? Od którego momentu należy liczyć owe 24 godziny?

Trzeba przyjąć, że moment, w którym spółka otrzyma pocztą podpisaną umowę, to jest właśnie ten moment, od którego liczy się owe 24 godziny. Bywa, że list idzie długo, ale w takiej sytuacji właśnie stosujemy przepis który mówi, że 24 godziny zaczynają biec od momentu w którym emitent „powziął informację” o danym zdarzeniu.

Jeżeli chodzi o informacje poufne, ustawa mówi, że należy informować przede wszystkim niezwłocznie, kładąc nacisk na tę niezwłoczność. Nasza ustawa jest bardziej liberalna w tym względzie niż dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku czyli *Market Abuse*, która w ogóle nie dopuszcza innego terminu. Tymczasem nasza ustawa mówi, że ma to być nie później, niż w terminie 24 godzin. Jest to, niestety, skwapliwie wykorzystywane przez spółki.

Z drugiej strony jednak, zwracam uwagę, że jeśli chodzi o te 24 godziny, potrafimy być bardzo dociekliwi i jeżeli informacja ma walor bardzo istotnej informacji rynkowej, która ukazała się późnym wieczorem, a okaże się, że spółka wiedziała o tym w dniu poprzedzającym tę informację, to potrafimy sprawdzać nawet godzinę o której ta informacja dotarła do spółki i była na tyle precyzyjna, że zyskała walor informacji poufnej. Czy aby rzeczywiście, owe 24 godziny nie zostały przekroczone.

Informacje są przekazywane Komisji i spółce prowadzącej rynek regulowany na którym notowane są papiery wartościowe emitenta. Mówiąc w skrócie, chodzi po prostu o rynek giełdowy i Giełdę. Spotkałam się już z tym, że używając tego prawnego sformułowania, większość osób nie wie o co chodzi, tak jest to zawile.

A wygląda to w ten sposób, że spółka wprowadza informację do systemu ESPI, który automatycznie przekazuje niezwłocznie, w tym samym czasie, zarówno do Komisji i Giełdy, a po 20 minutach, informacja jest dostarczana do skrzynki Polskiej Agencji Prasowej i jest podawana do publicznej wiadomości. To 20 minutowe opóźnienie też nie do końca zostało zharmonizowane z dyrektywą *Market Abuse*. Nasz regulator jeszcze nie dojrzał do tego, żeby znieść owe 20 minut. Sądzę, że przy okazji kolejnych nowelizacji, jakie nam się szykują z racji wejścia w życie następnych dyrektyw, należy się spodziewać, że te 20 minut zostanie zniesione i informacja będzie docierała w jednakowym czasie do wszystkich kanałów.

W niektórych sytuacjach, terminy publikacji są inne. Odsyłam przede wszystkim do §63 rozporządzenia w sprawie obowiązków informacyjnych. Uwzględniono tam wiele zdarzeń, przy których obowiązują inne terminy. Głównie chodzi o informacje o charakterze korporacyjnym. Nieco inne informacje wynikają z art. 148 i z art. 161f.

O tym ostatnim będę mówiła, ponieważ nie jest to obowiązek spółki. Jest to obowiązek osób znaczących w spółce, w wykonywaniu którego spółka jedynie pośredniczy. Bardzo często, na osobach odpowiedzialnych za wykonywanie przez spółkę obowiązków informacyjnych, (nie mówię o odpowiedzialności prawnej, ale o odpowiedzialności *stricte* operacyjnej), spoczywa obowiązek dostarczenia prezesowi czy przypomnienia prezesowi, że istnieje przepis art. 161f ustawy i dopilnowania, żeby te informacje zostały w sposób należyty przekazane.

O systemie ESPI już mówiliśmy, ale są jakieś szczegółowe pytania, to bardzo proszę. Chcę zwrócić uwagę na bardzo ważną cechę tego systemu. Oczywiście, system ESPI nie wszystkim się podoba, ale teraz nie będziemy mówić o jego wadach i zaletach. Wchodząc do systemu, znajdujemy dwie kancelarie. Pierwsza kancelaria publiczna oraz kancelaria .....

Jest to bardzo ważne, ponieważ czasem, kanałem ESPI informacje, których tak naprawdę nie chcieli państwo przesłać do wiadomości publicznej. Są tam przede wszystkim, wnioski o niepodawanie do publicznej wiadomości informacji nie stanowiącej informacji poufnej, a także informacja w sprawie opóźnień, upublicznienia informacji poufnej, a także innego rodzaju wnioski czy innego rodzaju korespondencja z Komisją.

Jeżeli Państwo, przez pomyłkę, skierują tę informację do kancelarii publicznej, to niestety, nie ma od tego odwrotu. Już się stało. Jeżeli więc, nie chcą Państwo czegoś publikować, zwracają się Państwo z odpowiednim wnioskiem do Komisji. Ustawa mówi, że

we wniosku musi zostać zawarta treść takiej informacji, trzeba zatem uważać, bo raz przesłanego wniosku do kancelarii publicznej, po prostu nie da się już wyjąć. Jest zatem, niezmiernie istotne, aby zwrócić uwagę na właściwy kanał informacyjny.

Drugą formą dopuszczalną przez rozporządzenie, a co więcej, formą równorzędną do przekazywania informacji jest nośnik elektroniczny. Informacja jest przesyłana pocztą mailową na adres Komisji, która zajmuje się dystrybucją. Oczywiście, jest to sposób, którym informacje mogą docierać z opóźnieniem, ale rozporządzenie taką formę dopuszcza. Część spółek z tego korzysta.

Natomiast zachęcam do przyłączenia się do systemu ESPI, nie dlatego, że urząd Komisji ma z tego jakąś korzyść, bo z tego, co wiem, korzystanie z systemu ESPI jest bezpłatne, słyszałam też opinie eksperta, że techniczne aspekty przyłączenia się do systemu również nie są kosztowne, a jest to wielka wygoda dla spółki i jednocześnie gwarancja, że obowiązki informacyjne będą wykonywane należycie.

Co do godzin przekazywania raportów, nieco inne są wymagania Komisji i nieco inne Giełdy. Sądzę, że będzie o tym mówił pan dyrektor Jagiełło.

### **Głos z sali:**

*- Mam pytanie, odnośnie kancelarii, jako osoba, która praktycznie się tym zajmuje. Otóż, większość błędów związanych z wyborem niewłaściwej kancelarii bierze się stąd, że system zostawia ostatnio wybraną kancelarię do następnego raportu. Trzeba po prostu wyrobić w sobie nawyk sprawdzania za każdym razem, przed wysłaniem, która kancelaria jest pozostawiona.*

*Tak naprawdę, tej „tajnej” kancelarii spółki używają w dwóch przypadkach, a mianowicie, po pierwsze, w przypadku opóźniania przekazania informacji, a to się zdarza rzadko, a po drugie, każdemu może się zdarzyć podawanie listy akcjonariuszy na Walne Zgromadzenie, co również jest zgodne z rozporządzeniem.*

*Nie mniej, przynajmniej raz w roku, każda spółka będzie musiała z tej kancelarii skorzystać i dlatego warto uważać, bo rzeczywiście, można popaść w kłopoty różnego rodzaju. Albo nie wypuścić na rynek informacji, która powinna być na rynku, albo z kolei wypuścić na rynek coś, co spółka chciała utajnić. Jedno i drugie oznacza kłopoty.*

*Trzeba uważać i pamiętać, że system zostawia ostatnią używaną kancelarię.*

### **Agnieszka Gontarek:**

- Jeszcze krótko o aspektach korzystania z systemu ESPI. Należy też zwrócić uwagę na to, że przekazanie raportu w formie papierowej do Komisji, nawet raportu okresowego, nie może być traktowane jako wykonanie obowiązku informacyjnego. Rozporządzenie zobligowało do przekazywania informacji na CD-ROM.

Natomiast Komisja bardzo chętnie przyjmuje raporty okresowe również w formie papierowej. Część spółek pozostała przy tym zwyczaju i robi nam grzeczność przesyłając jednocześnie formę elektroniczną i również papierową. Drukowanie 300 raportów okresowych zajmuje bardzo dużo czasu.

### **Jarosław Ostrowski:**

- Kiedyś był obowiązek przekazywania raportów półrocznych i rocznych w formie fizycznej, z różnych względów. Są to najważniejsze raporty w życiu spółki giełdowej. Stąd nasz apel, aby – mimo braku odpowiedniej regulacji – przysyłać te raporty w formie fizycznej, bo to nam ułatwia wiele czynności. Uważamy, że ta regulacja powinna ulec

zmianie i chcemy przywrócić ten obowiązek w ramach regulaminu ESPI, czy też rozporządzenia. (*i tak się niestety stało, przyp. seg*).

Ostatnio, przy okazji prac legislacyjnych, byłem proszony o wyłowienie kilku informacji z różnych raportów rocznych. Jeśli są one w wersji fizycznej, dużo szybciej można przejrzeć ich zawartość, niż mimo całego systemu, w wersji elektronicznej.

**Agnieszka Gontarek:**

- Jeśli chodzi o kwestie operacyjne i system ESPI, przypominam, że przy systemie ESPI zawsze siedzi nasz operator, od godziny. 9.00 do godziny 17.00, i jeżeli są jakiegokolwiek wątpliwości, proszę dzwonić do operatora.

Jeżeli nie można znaleźć na przykład, odpowiedniego formularza, czy coś się nie chce otworzyć, jednym słowem zawodzi technika, wszyscy podłączeni do systemu znają numer infolinii i prosimy dzwonić.

Natomiast, jeśli chodzi o kwestie merytoryczne, o zawartość merytoryczną raportu, jak w danym momencie postąpić, co zrobić, potrzebny jest kontakt z pracownikami Departamentu Informacji i Analiz. Czy z panią naczelnik Agnieszką Burak, czy z panią Marią Bielaczyk, czy z panią Mają Teresiak, odnośnie informacji okresowych, proszę pytać. Zapraszamy i zawsze staramy się pomóc, coś wyjaśnić lub po prostu ułatwić wykonanie tego obowiązku.

**Piotr Biezuński, WSiP S.A.:**

- Mam uwagę praktyczną. Chciałem zwrócić uwagę na fakt, że o ile kancelaria pracuje do godziny 18.00, to Departament Informatyki tylko do 16.15. Jeśli Giełda przedłuży sesję, będzie można wysłać informację nie wcześniej niż o 17.00. W związku z tym, co wynika z doświadczenia, będą problemy.

Słowem, doradzam zdobycie numerów telefonów komórkowych do pracowników pionu informatyki. Ja mam, ale proszono mnie, abym nie przekazywał. Każdy musi się sam postarać.

**Jarosław Ostrowski:**

- Podtrzymuję to, co mówiła koleżanka. Zawsze można do nas zadzwonić, zapytać. Kiedyś jedna ze spółek popełniła błąd, a na nasz telefon z interwencją, prezes odpowiedział, że ... bał się zadzwonić do urzędu Komisji. Proszę się nie bać, proszę dzwonić. Czasami nie znamy od razu odpowiedzi, gdy problem jest bardziej skomplikowany, ale wiemy, że spółka ma problem i że chce go rozwiązać.

Niekiedy jest tak, że Państwo traktują nas, jako swojego prywatnego, personalnego doradcę. Czasami jeszcze jako doradcę prawnego i finansowego. W takim zakresie nie możemy udzielać porad, ponieważ byłby to ewidentny konflikt. Zdarzało się też, że z jednej spółki dzwoniło kilka razy dziennie, pytając niemal o każdą czynność techniczną. Spółek jest ponad 300, a pracowników jest dosłownie kilku. Nawet fizycznie nie mamy rady udzielić tak daleko idącej pomocy.

**Agnieszka Gontarek:**

- Pan dyrektor Ostrowski ujął się za pracownikami. Rzeczywiście, takie rzeczy mają niekiedy miejsce. Natomiast ja myślałam o sytuacjach, kiedy naprawdę nie wiadomo, co zrobić. Zdajemy sobie sprawę, że zwłaszcza nowe spółki, nie do końca się odnajdują w



nowych realiach i potrzebują na to czasu. Jeśli rzeczywiście jest problem, proszę się nie bać i dzwonić do nas.

Chciałam jeszcze zwrócić uwagę na bardzo ważną kwestię, a mianowicie, w momencie udostępnienia prospektu, a więc, wtedy, kiedy spółka wchodzi w obowiązki informacyjne, jest obowiązek przekazania w formie raportu bieżącej informacji, w której zostanie wskazana osoba odpowiedzialna za kontakty z Komisją w zakresie wykonywania obowiązków informacyjnych.

W każdym przypadku, kiedy nastąpi zmiana osoby odpowiedzialnej, również należy przekazać w tej sprawie raport bieżący. To jest bardzo ważne. *(Ten obowiązek zniknie pod nowymi regulacjami, przyp. seg.)* Natomiast, jeśli chodzi o przekazywanie, trzeba jeszcze odróżnić operatora i osobę odpowiedzialną za treść informacji. Czasami to wcale nie jest zbieżne.

Przed wszystkim, za większość informacji, odpowiedzialny jest prezes. Natomiast operator, jest osobą wyznaczoną w spółce, która tak naprawdę nie tylko przesyła informację do odpowiedniej kancelarii, ale także formułuje treść raportu i podsuwa prezesowi do podpisu. Natomiast prawnie, te sytuacje są rozróżniane.

Jeżeli chodzi o zgłaszanie usterek, to wszelkie usterki systemu ESPI proszę zgłaszać do biura informatyki, a więc, do godziny 16.15. Ale często tam również niektórym zdarza się dłużej pracować.

#### **Głos z sali:**

*- Jeżeli jest wyraźne rozróżnienie pomiędzy operatorem a osobą odpowiedzialną za treść, to proszę powiedzieć, co prawnie jest do przekazania, do włączenia systemu ESPI przez operatora?*

#### **Agnieszka Gontarek:**

- Są w spółce osoby wskazane, jako te, które mają dostęp do informacji. Spółka przesyła do Komisji wniosek, w którym wskazuje konkretną osobę. Natomiast na każdej przesłanej do nas informacji jest podpis osoby odpowiedzialnej merytorycznie za tę informację.

#### **Jarosław Ostrowski:**

- Jeśli dobrze zrozumiałem pytanie, to technicznie, za przesłanie informacji odpowiada operator, natomiast merytorycznie, osoba podpisana pod raportem. Bywa, że jest to jedna i ta sama osoba, ale różne spółki mają różnie rozwiązany ten problem. Trudno mi więc, odpowiedzieć jednoznacznie, czy prezes jest osobą odpowiedzialną, czy może jest jakiś pełnomocnik, czy jeszcze ktoś inny. Każda spółka ustala te kwestie we własnym zakresie. Oczywiście, powinny mieć dokumentację na swoje własne potrzeby. Przekazanie informacji systemem ESPI jest przekazaniem informacji zgodnie z regulacjami prawa i my nie żądamy informacji w formie fizycznej.

Zdarza się to sporadycznie, jeżeli są jakieś postępowania i trzeba ewentualnie coś udowodnić, nawet w ramach postępowań związanych z naruszeniami przepisów, Komisja bazuje na tym, co spółka przesłała.

#### **Głos z sali:**

*- Ale jeżeli nie ma jasnego rozróżnienia pomiędzy osobą odpowiedzialną za treść a osobą przekazującą raport, to kiedy coś się dzieje, kiedy coś jest nie tak, biorąc pod uwagę,*

*jakiś skrajny scenariusz, kto jest odpowiedzialny za przekazanie, na przykład błędnej informacji. Ten kto ją wysłał, czy ten, kto ją stworzył? Jak to odróżnić?*

**Jarosław Ostrowski:**

- Jest to odpowiedzialność w ramach takich samych stosunków prawnych ze światem zewnętrznym, jak w każdym innym obszarze. Zarząd jest odpowiedzialny przecież za to, co się w spółce dzieje. Jeżeli jego pracownik popełni błąd, to tak samo, jak w każdej innej dziedzinie będzie odpowiadał. Nie ma tu szczególnych regulacji. Ponadto, prezes Zarządu może być przecież jednocześnie operatorem.

**Rafał Garszczyński, COMP SA:**

- Jeśli Państwo pozwolą, powiem może dwa słowa z praktyki. Chyba rozumiem, o co chodzi. Należy rozróżnić trzy funkcje. Po pierwsze, funkcję osoby, która fizycznie operuje systemem. Za ewentualne błędy odpowiada tylko z tytułu kodeksu pracy za nienależyte wypełnienie obowiązków, ewentualnie przysługuje jakiś regres cywilny pracodawcy plus manipulacja kursem, ale to już jest w gestii Komisji. Jeśli na przykład babcia operatora kupiła tego samego dnia jakieś akcje, to Komisja zajmie się tym na pewno.

Druga osoba, to ta, która zajmuje się tworzeniem komunikatów i wspomnianym już podsuwaniem zarządowi do podpisu. Z moich obserwacji wynika, że tylko w bardzo dużych spółkach jest dobra praktyka, żeby rejestrowa reprezentacja spółki podpisywała taki komunikat. Rzadziej dzieje się to w średnich spółkach i mniejszych. Jest to wykonalne operacyjnie.

Konkluzja jest taka, że za wyjątkiem bardzo dużych spółek, funkcja operatora i twórcy komunikatu może być tożsama, dlatego, że użycie systemu ESPI jest banalne, nie potrzeba do tego specjalnych kwalifikacji. Jeśli ktoś potrafi wypełnić formularz, może go też wysłać. Po co ustanawiać kogoś innego, kto będzie operatorem. Tym bardziej, że nam zdarzyło się już wysłać komunikaty z plaży, albo z innych miejsc urlopowych. Można, oczywiście, mieć dwóch operatorów, ale każdy z nas jakoś woli sobie sam z tym radzić.

Nie wiem, czy odpowiedziałem na pani pytanie. Doradzam, mimo że teoretycznie, można ustanowić pełnomocnika, dla bezpieczeństwa tych osób, które się tym systemem zajmują, żeby jednak mieć w teczce podpis prezesa, kiedy klika się ostatnie hasło „wyslij”.

Z doświadczenia wiem też, że z czasem zamienia się to w zgodę telefoniczną, bo czasem robi się to w środku nocy, ale to także nie jest złe, jeśli państwo macie do siebie zaufanie. Sądzę, że w każdej firmie tak jest.

Była tu mowa o dostępności działu informatyki. Proszę pamiętać, że w godzinach, w których spodziewalibyśmy się, że chcemy te komunikaty wysłać, ten system ma prawo nie działać, na przykład, między godziną 21.00 a 24.00.

Jest to ważne zwłaszcza w te dni, kiedy kończy się okresowe sprawozdanie w środku nocy i trzeba do 21.00 wysłać je, aby się w tym dniu zmieścić. Jeśli nie da się tego zrobić do 21.00, to lepiej przygotować od razu CD-ROM i wysłać na najbliższej poczcie całodobowej, aby mieć pieczętą z datą tego dnia.

To, co mówię, wynika z doświadczenia. Miałem taką sytuację. Na szczęście system zadziałał, ale wiem, że do 24.00 działa w trybie losowym. Wysłała się 50 razy, dopiero przechodzi. Jeśli jest godzina 23.40 i termin jest tego dnia, trzeba spakować CD-ROM do koperty i pojechać na najbliższą czynną pocztę, aby go wysłać. Rano zadzwonić do Komisji i spytać, co można zrobić, aby Komisja nie czekała tydzień, aż dojdzie list polecony. Nie miałem takiej sytuacji, ale sądzą, że odpowiedź Komisji będzie następująca: proszę wysłać jeszcze raz systemem ESPI.

**Głos z sali:**

- *Czy operator powinien być, w tej sytuacji, prawnikiem?*

**Agnieszka Gontarek:**

- Nie, nie jest to konieczne. Natomiast optymalnie byłoby, gdyby operator był tą samą osobą, która formułowała raport.

**Rafał Garszczyński:**

- Mogę powiedzieć, co wynika z mojego doświadczenia. Nie jestem prawnikiem i od roku wykonuję obowiązki informacyjne mojej spółki. Kiedy dowiedziałem się, że mam to robić, byłem ciężko przerażony, bo nie miałem o tym żadnego pojęcia. Nie pracowałem wcześniej w Komisji ani w żadnym innym urzędzie. Zajmowałem się zupełnie czym innym.

Okazało się, że daję sobie radę, a większość komunikatów ma charakter dość rutynowy, zwłaszcza, kiedy jest spiętrzenie tych komunikatów, na przykład w momencie emisji, kiedy wykonywane są raporty okresowe, itd. Na ogół, wtedy, w pobliżu jest jakiś doradca czy ktoś od oferenta, kto chętnie pomoże, a w przypadku raportu okresowego – jakiś audytor, itd.

Oczywiście, warto jest mieć deskę ratunkową w postaci kancelarii prawnej pod telefonem, itd. Natomiast, gdyby trzeba było specjalnie zatrudniać prawnika do tego, to osobiście uważam, że jest to zupełnie niepotrzebne. Konsultacja prawna jest potrzebna w przypadku jednego na dziesięć raportów, często jest to kwestia jednego telefonu, ponieważ raport tworzą ludzie kompetentni.

Jeżeli spółka zwróci się do audytora o rozmowę na temat raportu okresowego, to z całą pewnością dowie się on, że spółka jest spółką publiczną i będzie musiała stosować określone standardy. Jeśli nawet nie dowie się z raportu, to i tak będzie musiał się dowiedzieć, ponieważ będzie musiał podpisać oświadczenie, zgodnie z art. 81f, że wszystkie przekazywane mu informacje są informacjami tajnymi.

Inaczej mówiąc, nie sądzę, aby musiał to być prawnik. W spółkach jest to bardzo różnie organizowane. Kolega jest specjalistą od obowiązków informacyjnych, ja jestem dyletantem, ale przez rok udało mi się ominąć wszystkie rafy. Nie było łatwo, ale się udało. Komisja nie zauważyła żadnych problemów więc, zakładam, że ich nie było.

Potwierdzam też, że warto pytać się Komisji. Jeśli tych pytań jest niewiele, zawsze można uzyskać życzliwą odpowiedź. Co mnie zawsze dziwi, gdy przypominam sobie, że Komisja jest urzędem państwowym. Osobiście nie znam drugiego urzędu państwowego, gdzie tak życzliwie podchodzi się do petenta, jak Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

**Agnieszka Gontarek:**

- Dodam tylko, że moim zdaniem, operatorem powinna być osoba w miarę inteligentna, bystra i taka, która się nie boi. Nie boi się wtargnąć do prezesa, gdy jest taka potrzeba, ani do niego zadzwonić i wymusić wypełnienie obowiązków informacyjnych. Osoba, która mówi, że nie wysłała raportu, bo prezes był zajęty, a potem przyszła jego żona i ona bała się wejść do niego absolutnie nie nadaje się na to stanowisko.

Z własnego podwórka dam przykład. Nasza najlepsza specjalistka od obowiązków informacyjnych to pani naczelnik Wydziału Spółek Publicznych, która nie ma wykształcenia prawniczego i świetnie sobie radzi.

Postaram się ramowo zasygnalizować najważniejsze problemy, na szczegóły, jak sądzę przyjdzie jeszcze czas. Przede wszystkim katalog informacji, które przesyłają spółki systemem ESPI. Pod obowiązkami informacyjnymi, jak widać, kryje się prawie wszystko.

Po pierwsze, są to informacje zmieniające treść prospektu w okresie ważności – nawiasem mówiąc, jest to działka dyrektora Ostrowskiego, jeśli są pytania, to proszę korzystać – które spółka przesyła raportem bieżącym. To się zmieni wraz z wejściem w życie nowej ustawy.

Po drugie, są to informacje poufne, a więc te, które spełniają warunki definicji z art. 4 pkt 19 ustawy. Jest to bardzo obszerny temat i bardzo newralgiczny. Z doświadczenia wiem, że na jego omówienie potrzeba co najmniej 2 godziny.

**Jarosław Ostrowski:**

- Wyjaśniam, że informacje poufne to te, które powinny być publiczne.

**Agnieszka Gontarek:**

- Powiedziałabym, które muszą być publiczne.

**Jarosław Ostrowski:**

- Jeszcze mocniej powiedziane. Tajemnice, które muszą być publiczne. To tylko prawnik mógł wymyślić. Prawnik w Komisji Europejskiej.

**Agnieszka Gontarek:**

- Następne informacje przekazywane przez spółki publiczne to raporty bieżące i okresowe, a więc wszystkie z rozporządzenia, aczkolwiek część z nich ma walor informacji poufnych. Z tym ostatnim faktem wiąże się cała seria dodatkowych obowiązków takich jak listy dostępu, karty dostępu, itd.

Na koniec, informacje z art. 148 ustawy . Są to trzy obowiązki, które również są przekazywane kanałem ESPI.

Warto też zasygnalizować, że w zależności od tego, na jaki rynek spółka się wybiera, taki ma zakres informacji do opublikowania. Jeśli chodzi o ich podstawowy szkielet, jest on taki sam dla wszystkich, natomiast różnią się między sobą w określonych sytuacjach.

Najbardziej surowe warunki stawia rynek urzędowy czyli giełdowy, zwany przez Giełdę rynkiem podstawowym. Na tym rynku spółki obowiązują w całości rozporządzenie w sprawie obowiązków informacyjnych.

Natomiast, jeżeli spółka jest notowana na rynku nieurzędowym, a więc na rynku równoległym Giełdy, czy na rynku prowadzonym przez Centralną Tabelę Ofert, obowiązki są bardziej liberalne i, co najważniejsze, określone przez regulaminy tychże rynków, a nie przez rozporządzenie. Regulamin rynku, co prawda, w dużej części odsyła do rozporządzenia, ale generalnie decyduje regulamin rynku.

Są także przypadki, kiedy spółka „jest dopuszczona”, chociaż nie jest nigdzie notowana. Wtedy podlega obowiązkom z rozporządzenia, ewentualnie w jakimś okrojonym zakresie. Natomiast wszystkie obowiązki wynikające wprost z ustawy, jeżeli nie ma wyjątków wyraźnie wskazanych w ustawie, muszą być wykonywane jednakowo, niezależnie od rynku notowań.

Bardzo ważną zasadą jest, że przed podaniem informacji do publicznej wiadomości, nie wolno tej informacji udostępniać. Są jednak od tego wyjątki. Po pierwsze, jest ogólny, generalny wyjątek, o którym mówi art. 83 ustawy, gdzie są dokładnie wskazane przypadki

komu można udostępniać informacje i pod jakimi warunkami, a dodatkowo jest jeszcze ostrzej obwarowana sytuacja, kiedy mamy informacje poufną.

W tym przypadku odsyłam państwa do art. 161c ust 6 ustawy. Jest tam dokładnie powiedziane, komu można udostępnić informację poufną. Tam też zawarte są podmioty z art. 83 ustawy, jest też wskazane parę innych przypadków. Natomiast żelazną zasadą jest, że przede wszystkim musi być warunek zachowania poufności informacji.

Zwracam uwagę, że przepisy mówią wyraźnie, że za zachowanie poufności informacji jest odpowiedzialny prezes i inna, upoważniona przez niego, bezpośrednio podległa osoba. Nie może być to osoba, która siedzi w strukturze organizacyjnej na 3 czy 4 miejscu, tylko np. pełnomocnik zarządu, doradca prezesa, itd.

Generalnie, za stworzenie procedur służących ochronie informacji poufnej jest odpowiedzialny prezes. Za organizację i funkcjonowanie – również prezes. Rozporządzenie mówi wyraźnie, chociaż bardziej eufemistycznie, że „za ochronę informacji poufnej odpowiada osoba kierująca pracami organu zarządzającego emitenta lub inna upoważniona osoba bezpośrednio jej podległa.” Jest to Rozporządzenie z 21 kwietnia 2004 § 4 ust. 1.

### **Rafał Garszczyński:**

- Już mówiłem, żeby się zabezpieczyć, albo przynajmniej wzbudzić w podmiotach, którym Państwo przekazują informacje na zewnątrz. Mowa jest o różnego rodzaju audytorach i firmach doradczych, które doradzają spółkom przy negocjowaniu znaczących umów, mają więc prawo wiedzieć, że ta umowa się szykuje.

Co prawda, z rozporządzenia znikło podjęcie decyzji o zamiarze (*to jeden z sukcesów SEG, bo zapis ten sprawiał spółkom mnóstwo problemów, przyp. seg*), ale to nie znaczy, że szykowanie umowy znaczącej nie jest informacją poufną. Z pewnością jest. Jeżeli jeden z inwestorów wie, że za chwilę taka umowa będzie, a drugi nie, już mamy sytuację nierówności dostępu do informacji.

Wiele spółek zabezpiecza się w ten sposób, że od wszystkich kontrahentów odbiera oświadczenie, że wszystkie informacje, które, w uproszczeniu, Państwo od nas otrzymują, są przekazywane w trybie § 83 ustawy, rozporządzenia, itd., co pomoże, w przypadku, gdy wydarzy się coś złego, wykazać się przed Komisją należytą starannością w dochowaniu tej tajemnicy, że Państwo poinformowali stronę trzecią o tym, że ta informacja jest poufna.

### **Jarosław Ostrowski:**

- Weszliśmy na temat trochę obok, jeśli chodzi o obowiązki informacyjne, ale bardzo istotny. W pewnej chwili nawet ktoś zażartował, że babcia kupiła akcje, ale babci z pewnością nie jest śmiesznie w momencie, gdy policja wzywa na przesłuchanie. Tak naprawdę, są to bardzo poważne kwestie.

Informacje, które do tej pory były w firmie, były tajemnicą handlową, zawodową, które mogła wykorzystać konkurencja. Teraz, proszę zwrócić uwagę na zmianę jakościową, bo obecnie informacja jest towarem. W momencie, kiedy spółka będzie notowana, dostęp do informacji rodzi pokusę wykorzystania tej informacji. Potrzebna jest bardzo duża praca w spółkach, zwłaszcza kadry kierowniczej, mająca na celu uświadomienie zmiany sytuacji. Zakazami trudno powstrzymać kogoś, kto mając dostęp do informacji, zechce ją wykorzystać.

Pracownicy, management, rada nadzorcza, czasami nawet nie mają świadomości, że są w posiadaniu informacji poufnej, że nie mogą tej informacji wykorzystać, ani nawet ujawnić, że nie powinni mówić o tym przy kolacji z rodziną, ponieważ obecnie, jeżeli ktoś posiada taką informację, jest tylko kwestią zalogowania się, złożenia zlecenia przez Internet czy przez telefon do brokera, a to przecież naruszenie przepisów ustawy.

Niestety, pracownicy często nie mają świadomości, że łamią prawo. Gdy spółka będzie notowana, należy się liczyć z tym, że znajomi, czy rodzina, będą się pytać o to, co słyhać, jakie są wyniki finansowe, itd. Nie zdają sobie bowiem sprawy z faktu, że namawiają do popełnienia przestępstwa.

Sygnalizuję tę kwestie, bo jest to bardzo poważny i duży temat, który należy przestudiować, przemyśleć i przede wszystkim uświadomić własnym pracownikom, że teraz będzie już zupełnie inaczej.

Można też powiedzieć, że jest to zupełnie nowa kwestia w dziedzinie komunikowania się ze światem zewnętrznym. Trzeba uczulić pracowników, że, oto „od teraz,, udzielenie wywiadu dziennikarzowi z prasy lokalnej nie jest już zachowaniem „normalnym”, jak do tej pory, ponieważ obecnie trzeba bardzo uważać, czy przypadkiem, nie przekazemy podczas rozmowy, jakiejś informacji poufnej, nie naruszamy prawa. Podam przykład z życia sprzed lat, kiedy do magazynu jednej ze spółek zadzwonił dziennikarz z gazety lokalnej, a magazynier, człowiek prostoduszny, na pytanie co słyhać, odpowiedział, że od 2 miesięcy spółka nic nie sprzedaje, bo nic nie wychodzi z magazynu.

Trzeba odpowiedzieć sobie na pytanie, czy jest to informacja, która może wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego na Giełdzie? Czy nie powinna być przekazana w trybie raportu? Czy powinno być tak, że każdy, kto zadzwoni z zewnątrz, to będzie miał dostęp do różnych informacji, które, oprócz tego, że są informacjami poufnymi w rozumieniu ustawy, są przecież także tajemnicą handlową i zawodową. Wyznaczenie osób kompetentnych do kontaktów ze światem zewnętrznym, z mediami z agencjami PR, staje się sprawą pierwszoplanową.

#### **Agnieszka Gontarek:**

- Na początku mówiłam, że informacja poufna to temat rzeka. Sądzę, że będziemy do tego wracać wielokrotnie. Jak bardzo jest to istotna kwestia, świadczy choćby odpowiedzialność administracyjna osób fizycznych, która może być warta 100 000 zł lub pięciokrotność uzyskanej korzyści.

Podkreślam, że jest to tylko odpowiedzialność osób fizycznych, nie odpowiedzialność spółki z tytułu obowiązków informacyjnych. Natomiast, jeżeli zostanie wykazana znaczna korzyść w rozumieniu kodeksu karnego, wówczas jest to odpowiedzialność karna związana z zagrożeniem karą grzywny lub karą pozbawienia wolności.

Wiadomo też, że popaść w konflikt z prawem i mieć w papierach wyrok, chociażby w zawieszeniu, nie jest dobrze, a można ten błąd popełnić na przykład z głupoty.

#### **Jarosław Ostrowski:**

- Warto też wspomnieć o wydzwisku medialnym, gdyby na rynek trafiła informacja, że na przykład, członek zarządu spółki notowanej na Giełdzie jest oskarżony o wykorzystywanie informacji poufnej. Sądzę, że nie jest to najlepszy pomysł na funkcjonowanie.

#### **Rafał Garszczyński:**

- Jeżeli chodzi o krzewienie tej wiedzy w spółkach, to metoda zastraszenia i podawania kwot grzywny doskonale się sprawdza.

#### **Agnieszka Gontarek:**

- To bardzo obszerny temat, jest tu wiele kruczków i niuansów, kto, co, komu może powiedzieć, a czego, komu, powiedzieć nie można. Kiedy będzie odpowiadał, a kiedy nie będzie odpowiadał, co i kiedy będzie się mógł dowiedzieć przy zachowaniu należytej staranności, itd. Mam nadzieję, że jeszcze będziemy mieli okazje te kwestie omówić.

Jeżeli chodzi o przekazywanie informacji, jest zasada, że wykonuje się to w terminach, które wynikają z rozporządzenia lub ustawy. Są jednak przypadki, kiedy spółki nie do końca mają prawo tak zadziałać.

W przypadku informacji, które nie są informacjami poufnymi, można niektórych informacji nie przekazać do publicznej wiadomości. Aby to uzyskać, trzeba złożyć wniosek w Komisji, można ESPI, pamiętając o właściwym kanale lub normalnie, pocztą. To ważne, ponieważ czasami, być może spółka chciałaby nie podawać, może nie tyle danych osób fizycznych, co drugiej strony umowy. Wtedy jest problem, ponieważ w tym przypadku ten artykuł nie działa.

**Głos z sali:**

*- Czy to dotyczy również danych osobowych na liście wynagrodzeń w raportach okresowych?*

**Agnieszka Gontarek:**

- Teoretycznie, tak, aczkolwiek nie znam przypadku, w którym Komisja wyraziłaby zgodę. Akurat, odnośnie prezentacji wynagrodzeń w raportach rocznych, Komisja twardo stoi na stanowisku pełnej transparentności. Nie jesteśmy w tym zakresie republiką bananową.

Ostatnio bardzo szczegółowo dopytywałam się w Komisji francuskiej, jak to u nich wygląda i powiedzieli mi, że absolutnie wszystko i bezwzględnie. Nie przypominają sobie też, w historii swojej działalności, przypadku, w którym odstąpiono by od tej zasady. Co więcej, mówią, że w ogóle nie mają prawa postąpić w ten sposób, jako Komisja.

Uważam, że to bardzo dobre i u nas powinno być tak samo. Nasza Komisja również nie powinna mieć prawa rozpatrywania takich wniosków i wtedy w ogóle nie byłoby takiego tematu.

**Głos z sali:**

*- W przypadku zawarcia umowy znaczącej, informacja zostaje przekazana raportem, natomiast czy potrzebne jest załączenie również tej umowy? Czy jest to wewnętrzna sprawa spółki? Chodzi mi o samą umowę.*

**Agnieszka Gontarek:**

- Nie. Rozumiem, że mówi pani o raporcie bieżącym, czy tak?

**Głos z sali:**

*- Myślę o sprawach udostępniania Komisji dokumentów takich jak na przykład umowa.*

**Agnieszka Gontarek:**

- Nie, nie ma takiej potrzeby. Tylko wtedy, jeżeli jest wniosek o nie publikowanie takiej informacji. Z tego przepisu, tak naprawdę, nic nie wynika w kwestii umowy znaczącej.

Tylko wtedy, gdy ma to być informacja poufna opóźniona, musi spełnić jeden z warunków. Ale wtedy ta informacja nie jest w ogóle przekazywana do Komisji.

Jakie są przesłanki pozytywnego rozpatrzenia takiego wniosku? Otóż, jest to wykazanie sprzeczności z interesem publicznym, spowodowanie znacznej szkody dla interesów emitenta, a także fakt, że utajnienie nie może uniemożliwić inwestorom prawidłowej oceny rzeczywistej sytuacji gospodarczej, majątkowej, finansowej emitenta lub ryzyka związanego z inwestowaniem w te papiery.

Jest szczególny tryb odmowy, to znaczy, zgodę na niepodawanie do publicznej wiadomości udziela Komisja, natomiast, jeżeli jest odmowa, to podpisuje to przewodniczący Komisji. Jest też warunek ustawowy, aby w odmowie zawarto żądanie opublikowania takiej informacji w terminie 24 godzin.

Uczulam na te kwestie przy okazji raportów okresowych. Mieliśmy korowody z wynagrodzeniami, kiedy spółka przygotowując raport okresowy czy raport roczny, chce wszystko wykonać *lege artis*, w ten sposób, że na trzy tygodnie wcześniej przysyła wniosek do Komisji o nie podawanie do publicznej wiadomości wynagrodzeń członków organów nadzorujących i zarządzających.

Co robi Komisja w takim przypadku? Oczywiście, przewodniczący Komisji odmawia i nakazuje spółce opublikowanie tej informacji w terminie 24 godzin. To wynika wprost z ustawy, więc, gdyby nawet tego warunku nie było w decyzji odmawiającej, to i tak musiałby być spełniony. Takie działanie emitenta, to przysłowiowe wylewanie dziecka z kąpielą, ponieważ, choć chcieliśmy zrobić dobrze, to zrobiliśmy tak, że ta informacja musi zostać opublikowana trzy tygodnie wcześniej niż poszłaby z całym raportem okresowym.

Szczególnie przy raportach rocznych, czy w ogóle, przy raportach okresowych, trzeba zwrócić uwagę, że taka dolegliwość może wystąpić.

### **Jarosław Ostrowski:**

- Mamy jeszcze jedną niespójność, a mianowicie, od decyzji przewodniczącego Komisji przysługuje nam odwołanie do sądu właściwego. Sąd ma 14 dni na rozpatrzenie tego odwołania, a tymczasem spółka, już po 24 godzinach, zgodnie z decyzją przewodniczącego, musi opublikować tę informację.

Spółka może się więc, odwoływać od decyzji, o nie utajnieniu czegoś, co już jest publiczne, a ponieważ jest niespójność w prawie, może traktować decyzję przewodniczącego Komisji jako nieodwołalną, w tym zakresie.

### **Agnieszka Gontarek:**

- Co to jest informacja poufna? Jakie są jej cechy? To wszystko jest ważne, ale nie jesteśmy w stanie teraz o tym powiedzieć, bo jest za mało czasu. Sądzę też, że najpierw spółki powinny zebrać trochę swoich doświadczeń, aby móc o tym dyskutować. Co do zasady, informacja poufna nie może być nie podana do publicznej wiadomości.

Kiedyś było tak, że emitenci zwracali się do Komisji z wnioskiem o utajnienie, przesyłali tę informację, a Komisja brała na siebie odpowiedzialność i wydawała stosowną decyzję. W tej chwili nie ma takiej możliwości, bo w sukurs przyszła dyrektywa *Market Abuse*, która mówi, że informacja nie może nie zostać podana.

Jest natomiast katalog informacji poufnych, których podanie można opóźnić. Aby to zrobić należy przesłać do Komisji informację niepublicznym kanałem ESPI. Zaznaczam to jest informacja, a nie wniosek o opóźnienie. W informacji spółka wskazuje przesłanki opóźnienia danej informacji. Ustawa, jako przesłankę, wskazuje na przykład, słuszny interes emitenta. Możliwość opóźniania dotyczy tylko informacji mieszczących się w katalogu z § 2 rozporządzenia w sprawie opóźnienia informacji poufnych.



Tam jest 5 przypadków informacji, których można nie podać od razu. Jeżeli uda się spółce dopasować któryś z tych przypadków do potrzeb danego zdarzenia, to należy przesłać tę informację do Komisji.

W informacji nie należy podawać wspomnianej informacji poufnej. Spółka tylko informuje, że korzysta z możliwości opóźnienia podania informacji poufnej do wiadomości publicznej. Istotne jest, aby w takiej informacji do Komisji, został wskazany termin, w którym ta informacja zostanie opublikowana. Żadne przepisy, ani krajowe, ani Unii Europejskiej, na razie, nie wskazują żadnych ram w których powinien mieścić się ten termin. Uczulam na to, ponieważ jest to bardzo ważna kwestia, zwłaszcza jeżeli nie chcemy podać danych drugiej strony umowy znaczącej, która jest, na przykład, osobą fizyczną, sprzedała nam nieruchomości za 20 mln zł i niekoniecznie chciałaby być znana z imienia i nazwiska, zwłaszcza, gdy pochodzi z małego miasteczka.

Te informacje możemy opóźnić dłużej niż na miesiąc, lub nawet dwa miesiące. Jednak dyrektywa mówi, że musi to być okres niezbędny, że względu na istnienie okoliczności zmuszających do utajnienia tej informacji. Ze względu na te właśnie okoliczności, generalnie termin ten może być stosownie długi. Jeśli jednak spółka zacznie praktykować uniki, że tę informację poda na przykład, za 2 lata, albo za 5 lat, to z pewnością Komisja się tym zainteresuje i zażąda szczegółowych wyjaśnień. Natomiast, jeśli jest okoliczność rzeczywiście zmuszająca spółkę do utajnienia informacji, to termin ten może być stosownie długi.

Istotne jest też, aby spółka dotrzymała wyznaczonego terminu, ale prawo coraz bardziej się liberalizuje, a przynajmniej liberalizują się jego interpretacje. Może się zatem zdarzyć, że został wskazany termin, na przykład za dwa miesiące, a potem okazuje się, że coś nie wyszło w negocjacjach i nadal nie powinno się podawać tej informacji. Wówczas należy przysłać informację o przedłużeniu tego terminu, w tym samym trybie.

Taka możliwość ma na celu uniknięcie sytuacji, w której emitenci będą wskazywać nadmiernie długie terminy. Chodzi o to, aby ten czas był naprawdę maksymalnie krótki. Proszę się nie bać, bo jeżeli podany termin okaże się zbyt krótki, będzie można go przedłużyć. Oczywiście, znowu należy zachować zdrowy rozsądek, bo jeżeli będzie się to przedłużało w nieskończoność, to spółka narazi się na zainteresowanie Komisji.

Inną, istotną kwestią przy opóźnieniu informacji poufnej, jest, że jeżeli spółka ma informację, która spełnia warunki informacji poufnej i podlega opóźnieniu, a następnie okoliczności sprawiają, że ta informacja przestaje być informacją poufną, wtedy spółka nie musi już jej publikować. Ale i w tym przypadku należy zawiadomić Komisję, informując, że z powodu zaistniałych okoliczności przekazana informacja utraciła walor informacji poufnej i nie zostanie opublikowana w formie raportu bieżącego.

### **Głos z sali:**

*- Czy w prawie jest jakoś zdefiniowany „słuszny interes emitenta”? Czy spółka sama musi wykazać go poprzez wskazanie jakichś czynników, zdarzeń czy konsekwencji ujawnienia pewnych informacji, że jest to rzeczywiście jej interes?*

### **Jarosław Ostrowski:**

- Odpowiem zaczepnie. Jak pani wyobraża sobie taką definicję? Jest szereg pojęć nieostrych, tak jak klauzula generalna, których nie da się ściśle zdefiniować. Życie jest zbyt bogate. Na Giełdzie mamy różne spółki: banki, spółki faktoringowe, przemysłowe, i w każdym ta definicja byłaby inna. Każda spółka musi sama to przećwiczyć. W zależności od firmy, będą to różne rzeczy, różne sytuacje, w zależności od specyfiki zdarzeń. Nie wyobrażam sobie takiej definicji. Nie ma jej i nie może być, bo jest to po prostu niemożliwe.

Przypomnę, że spółka powinna wykazać na czym polegałaby szkoda, ponieważ samo stwierdzenie spółki, że wyrządzi jej to szkodę, nie jest uzasadnieniem. Trzeba wytłumaczyć, na czym polega wyrządzenie szkody.

### **Agnieszka Gontarek:**

- Przy informacji poufnej spółka ma jeszcze dodatkowe dokumenty, które muszą być prowadzone w firmie. Przy każdej informacji poufnej musi być lista osób mających dostęp do tej informacji. Rozporządzenie wykonawcze do ustawy, odnoszące się w szczególności do art. 161f, mówi dokładnie jakie elementy musi zawierać ta lista. Natomiast obowiązek jej prowadzenia wynika bezpośrednio z ustawy.

Uczulam, że dla każdej informacji musi być prowadzona odrębna lista, chociaż, tak naprawdę, w bardzo wielu przypadkach, katalog tych osób będzie ten sam. Przepisy mówią wyraźnie, że do każdej informacji, będącej informacją poufną, musi być sporządzona odrębna lista dostępu osób, która musi spełniać warunki wymienione w rozporządzeniu.

Natomiast, jak to będzie wyglądało graficznie, czy ktoś ma większe zacięcie, czy mniejsze, czy będzie to ładniejsze czy brzydsze, jest do decyzji spółki. Ważne jest, że spółka nie przesyła tych list do Komisji. Udostępnia je natomiast wtedy, gdy Komisja tego zażąda. Zdarzało się, że spółka robiła taką listę *en bloc* i wysyłała do Komisji. Dziękujemy, ale nie chcemy tej listy. Jeśli zajdą jakieś szczególne okoliczności i będzie nam ona potrzebna, to poprosimy o nią.

Oczywiście, wszystkim życzę serdecznie, aby Komisja nigdy nie interesowała się tymi listami. Zaznaczam tylko, że istnieje takie prawdopodobieństwo. Dlatego wszystkich namawiam, aby zarówno listy, jak i pozostałe dwa dokumenty, o których za chwilę powiem, prowadzić na bieżąco, bez zaległości. Nie odkładać tego, chociaż wydaje się, że to nie problem, w razie czego, uzupełnić.

Po pierwsze, gdy Komisja zażąda listy, spółka ma obowiązek dostarczyć ją niezwłocznie. A po pół roku od zdarzenia jest czasami bardzo trudno „wyprodukować” taką listę. Mogą być duże kłopoty. A to wzbudza w Komisji podejrzenie, że coś jest nie tak, bo to „niezwłocznie” trwa zbyt długo.

Po drugie, w popłochu można o kogoś zapomnieć, kogoś pominąć, rutynowo wpisać, a dopiero potem może się przypomnieć, że ta osoba była w ogóle poza firmą, na przykład na 3-miesięcznym zwolnieniu lub wyjeździe. Jeżeli to wyjdzie na jaw, będą nieprzyjemności i dolegliwości dla spółki. Dlatego uczulam, aby to robić na bieżąco.

Natomiast, w przypadku informacji poufnych opóźnianych, spółkom dochodzą jeszcze dwa dokumenty do prowadzenia. Jest to karta dostępu, która jest regulowana rozporządzeniem i ma trochę inne parametry spisu niż lista. Jest jeszcze rejestr informacji poufnych, udostępnianych. Rejestr informacji również jest szczegółowo opisany w rozporządzeniu. Stanowi on jakby spis treści wszystkich informacji poufnych opóźnianych, które były udostępniane.

Karta dostępu, natomiast, to lista powstająca od daty przekazania informacji o odłożeniu w czasie udostępnienia rynkowi danej informacji, i poza osobami mającymi do niej dostęp wskazuje osoby, które z owego dostępu korzystały, przez podanie daty owego dostępu.

Jako urząd Komisji, wydaliśmy interpretację, że może to być na jednym dokumencie. Ale do momentu, kiedy przyszła decyzja o opóźnieniu, ta informacja powinna być podana, a nie została podana, Państwo stawiają krechę, znak demarkacyjny, i od tego momentu lista zamienia się w kartę dostępu.

Zostały nam **raporty bieżące i okresowe**. Jak już mówiłam, katalog raportów bieżących znajduje się w rozporządzeniu. Jakie raporty, same lub ich interpretacja,

następczą najwięcej problemów? Otóż jest to przede wszystkim **raport o nabyciu, zbyciu bądź utracie aktywów** o znacznej wartości, ponieważ są tam dwa kryteria.

Jak zajrzeć do rozporządzenia, to widać, że są tam dwa kryteria. Pierwsze, odnoszące się do aktywów własnych, to znaczy do wartości kapitałów własnych emitenta. Jest to 10% wartości, a więc, przeniesienie aktywów przekraczających 10% kapitałów własnych. Ale jest pewna dowolność, bo spółka może przyjąć inne kryterium - wartość przychodów ze sprzedaży emitenta za ostatnie cztery kwartały obrotowe. Jeżeli spółka uważa, że obraz jej kapitałów własnych jest nieadekwatny do profilu działalności, i bardziej miarodajnym odnośnikiem jest wartość przychodów, to wówczas odnosi się do 10 % wartości przychodów.

Warto zaznaczyć, że wyboru kryterium nie dokonuje się raz na zawsze. Jeśli spółka przyjmie jakieś kryterium nie oznacza to, że musi je stosować przez całą historię notowania spółki. Kryterium można zmienić, trzeba tylko powiadomić o tym rynek. Można powiadomić *ad hoc*, można powiadomić również przy okazji następnego raportu tego rodzaju.

Dobłą praktyką jest wyjaśnienie, a może to jest element obowiązkowy tego raportu, co stanowi kryterium przyjęcia definicji aktywów znacznej wartości.

### **Głos z sali:**

- *Czy to znaczy, że można, w zależności od zdarzeń, przyjmować różne kryteria?*

### **Jarosław Ostrowski:**

- Dobre pytanie. Być może w przyszłości nie będzie już takiego kryterium i spółka będzie sama określać, co to jest znacząca umowa. Natomiast koleżanka powiedziała, że jest, co prawda teraz dowolność, ale nie do końca. Dyskusja na ten temat trwa niemal od zawsze. Moim zdaniem, podstawowym kryterium są kapitały własne.

Jeżeli one nie są właściwym kryterium, bo wyobraźmy sobie spółkę o ujemnych kapitałach, kiedy każda faktura jest znacząca umową, wtedy dopiero spółka może przejść na przychody i musi to uzasadnić. Zaznaczam jednak, że są różne opinie na ten temat.

Natomiast, czy kryterium z prospektu jest już na całe życie, oczywiście nie. Można je zmieniać, tylko, że jeżeli spółka na potrzeby prospektu przyjęła jedno kryterium, a zaraz potem zmieniła je, to powstaje pytanie, dlaczego?

Z reguły jest to ucieczka przed raportami. Inwestorzy mogą to tak odebrać, nawet, jeśli tak nie jest. Decyzja należy do spółki, ale jest niedopuszczalne, na przykład na gruncie przepisów prawa nie jest w ogóle powiedziane, że można sobie dowolnie często zmieniać kryteria, ponieważ można to traktować jako manipulację.

Jest to zatem, kwestia pewnej polityki i konsekwencji w jej realizowaniu. Jeżeli spółka powie A, to następnie powinna powiedzieć B i C.

Jednym z niezbędnych elementów strategii jest wizja, co chcemy osiągnąć, gdzie chcemy dojść. To, co obserwowaliśmy w zeszłym roku, kiedy zmieniał się VAT i niektóre spółki nagle stanęły frontem do inwestora i zaczęły przekazywać raporty miesięczne o przychodach. Nie ma takiego zakazu.

Ale gdybym był inwestorem zaraz zapaliłoby mi się czerwone światelko, że spółka, przez czas bycia spółką giełdową nie przekazuje takich raportów i nagle, w związku ze zmianą przepisów i regulacji zaczyna to robić. Od razu widać, że jest to sezonowy, jednorazowy skok.

Należałoby zrobić analizę, które z tych spółek, które nagle zaczęły przekazywać raporty miesięczne o sprzedaży, kontynuują raportowanie kiedy sprzedaż zaczyna spadać. Proszę sobie odpowiedzieć na pytanie, jak inwestorzy postrzegają takie postępowanie. Niektórzy na to nie reagują, niektórzy po prostu mogą to odbierać, jako próbę manipulowania informacją, oczywiście, na swoją korzyść.

W takim przypadku, jest to bardziej działanie PR niż rzetelna informacja i, moim zdaniem, nie do końca szczęśliwe. Dlatego spółka, zanim podejmie taką decyzję, musi sobie odpowiedzieć na pytanie, co tak naprawdę chce osiągnąć za pomocą obowiązków informacyjnych. Czy chodzi jej o jednorazowy skok, czy jest to na tyle ważne, żeby zaburzyć cały wizerunek spółki.

### **Agnieszka Gontarek**

- Wielokrotnie powtarzałam, że jeśli spółka nadużywa swobody, to nawet działając zgodnie z prawem może być wzięta pod lupę przez Komisję, która sprawdzi czy spółka nie dopuszcza się manipulacji, czy prawidłowo, rzetelnie wykonuje obowiązki informacyjne.

Przy znacznych aktywach, warto zwrócić uwagę na fakt, że jeśli nabycie czy zbycie, dotyczy aktywów finansowych, to są to także takie aktywa, które stanowią minimum 20% kapitału zakładowego jednostki, której akcje stanowią przedmiot aktywów finansowych emitenta lub jednostki od niego zależnej.

Jest to bardzo ważne i trzeba o tym pamiętać. Nie ma odwrotu od 20%. Spółki często powołują się na to, że są małe i mają mały kapitał zakładowy. Niestety, przepis jest jasny i należy pamiętać o tym dodatkowym kryterium przy znaczących aktywach.

Ważną informacją jest, że rozporządzenia na aktywach o znacznej wartości i na potrzeby raportowania nie sumują się, w odróżnieniu od umów znaczących, które podlegają sumowaniu.

Tutaj obowiązują kryteria podobne do tych, o których mówiliśmy wcześniej, natomiast, przy umowach znaczących dodajemy wartość, ponieważ raportowaniu podlegają też umowy przekraczające próg 10%, w okresie 12 miesięcy. Ostatnich 12 miesięcy, nie roku kalendarzowego, spółka dodaje wszystkie umowy do siebie. Jeżeli osiąga próg 10% - informuje. Wówczas licznik się zeruje i wszystko zaczyna się od początku.

Jeżeli w okresie 12 miesięcy łączna wartość umów nie spełni kryterium umowy znaczącej, wówczas takie umowy nie podlegają raportowaniu, z tym, że zwracam uwagę, że okres 12 miesięcy przesuwają się sukcesywnie w miarę upływu czasu.

### **Jarosław Ostrowski:**

- Ale spółki mają problem, kiedy zacząć liczyć te 12 miesięcy. Z formalnego punktu widzenia, spółka nie popełni błędu, jeśli zacznie to robić od dnia publikacji prospektu, dnia rozpoczęcia wykonywania obowiązków informacyjnych, ponieważ formalnie od tego dnia zaczyna podlegać tym regulacjom. Gdyby natomiast spółka pokusiła się o retrospekcję, może być jej to policzone wyłącznie na plus.

### **Rafał Garszczyński:**

- Tu jest jedna pułapka, w którą ja akurat wpadłem, a mianowicie, proszę pamiętać, że mowa jest o obrotach z kontrahentem i wszystko jedno o jakich obrotach. Łatwiej mi będzie wyjaśnić o co chodzi na przykładzie.

Klientem mojej firmy, jest na przykład operator telekomunikacyjny: jeden, drugi, trzeci. Jeśli sprzedajemy operatorowi komórkowemu sprzęt komputerowy, to do obrotów, które się sumują, a nie bilansują, należy dodać sumę sprzedaży towarów tego operatora oraz sumę rachunków telefonicznych, które temu operatorowi płacimy. Jeśli te drugie są stosunkowo wysokie, to się sumują.

Dlaczego to jest pułapka? Otóż, dlatego, że zwykle te dwie informacje w firmie są bardzo odseparowane, ponieważ dział handlowy, który może dostać polecenie i czuwać nad

wielkością kontraktów handlowych, nie ma zazwyczaj pojęcia o tym, jakie są koszty bieżącej działalności.

Sądzę, że można podać bardzo wiele takich przypadków, kiedy spółka jednocześnie coś sprzedaje i kupuje zupełnie co innego. Na dodatek, jeśli to dzieje się w ramach grupy kapitałowej, jest trudne do ogarnięcia. W mojej ocenie, jest to jeden z najtrudniejszych do spełnienia obowiązków informacyjnych. Uważam, że nie wynika to ze specyfiki mojej firmy, ale po prostu, tak jest.

Jeśli dana spółka ma spółki zależne, kontrahent tej spółki ma spółki zależne, a obrót jest w dwie strony, to naprawdę, ogarnięcie tego, nawet jeśli spółka ma doskonały system komputerowy, który w jednym miejscu gromadzi wszystkie informacje w spółce, jest trudne. Należy tego bardzo pilnować i przynajmniej próbować zapanować nad tym.

### **Jarosław Ostrowski:**

- Jeśli chodzi o to próbowanie, mogą pojawić się sytuacje, kiedy naprawdę nie będą Państwo wiedzieli co zrobić, a nie będzie podpowiedzi w rozporządzeniu, bo wszystkiego nie da się ująć.

Można sobie wyobrazić, że będziemy kazuistycznie stosować prawo, można rozbudować przypadki najbardziej charakterystyczne sprzed lat, jak na przykład wysyp aresztowań członków zarządu, ale wtedy powstaje pytanie, czy dokładać kolejny punkt do rozporządzenia? Jest oczywiste, że nie.

Należy dochować należytej staranności zawodowej. Może się zdarzyć, że Komisja nie zwróci na coś uwagi, ale należy pamiętać o właściwym celu przekazywania tych informacji, o rynku.

Jest taki dowcip. Pacjent jest operowany, rodzina czeka pod drzwiami z niepokojem, wychodzi chirurg i pytają go stan chorego. Chirurg odpowiada: robimy wszystko, co w naszej mocy, aby Państwo nie oskarżyli nas o niedochowanie należytej staranności zawodowej.

Spółki często będą w takich sytuacjach, kiedy takie zachowanie będzie mogło uratować firmę i zarząd i to jest ważne. Nie można odkładać problemu, chować głowy w piasek itp. Spółki często udają, że o czymś zapomniały, a kiedy nie ma reakcji ze strony Komisji, dochodzą do wniosku, że im się upiekło.

Często też jest to zwykły błąd. Coś się zdarzyło, ktoś o czymś zapomniał, jest to normalne i nie należy chować głowy w piasek tylko poinformować Komisję, przekazać z opóźnieniem tę informację wraz z wyjaśnieniem, dlaczego tak się stało. To wszystko jest przecież gdzieś zapisywane w rejestrze i zawsze działa na korzyść spółki.

### **Rafał Garszczyński:**

- Koniec wspomnianego dowcipu brzmi w ten sposób: ponieważ Państwa klient jest VIP-em i wynik tej operacji może mieć wpływ na kurs naszych akcji, to musimy go przekazać systemem ESPI, proszę czytać serwis PAP.

### **Agnieszka Gontarek:**

- Podsumowując temat raportów, często jest tak, że raport, który wynika z kazuistyki rozporządzenia, jest dla spółki niewygodny czy w opinii spółki, krzywdzący, bo na przykład, jakiś wierzyciel oszołom zwrócił się przed terminem o spełnienie jego wierzytelności czy wystąpił z wnioskiem o upadłość, co jest działaniem absurdalnym.

W takiej sytuacji § 3 ust. 2 rozporządzenia mówi, że w przypadku, gdy specyfika opisanej sytuacji, której dotyczy dany raport, wymaga podania dodatkowych informacji

gwarantujących jej prawdziwy, rzetelny i kompletny obraz, emitent jest zobowiązany do zamieszczenia tych informacji w raporcie bieżącym.

Oznacza to, że nie można chować głowy w piasek i udawać, że się o niczym nie wie, ale dodać komentarz, opisać sytuację dokładnie, itd.

Często obraz wyłaniający się z raportu jest prawdziwy, ale spółka usiłuje się bronić. Nie wszyscy emitenci są aniołami. Natomiast komentarze są czasami potrzebne, spółki mają prawo je zamieszczać, a nawet, powiedziałabym, w pewnych sytuacjach jest to ich obowiązek. Przy niektórych rodzajach raportów jest wręcz napisane, że trzeba zawrzeć komentarz czy opinię. Nawet, jeśli nie jest to jasno powiedziane, to zachęcam do zamieszczania komentarzy.

Następnym problemem jest sporządzanie **prognoz**. Nie jest ono obowiązkowe. Natomiast, jeżeli spółka zobowiąże się do opublikowania prognozy i ogłosi to, wchodzi w pewien reżim. Polega on na obowiązku sporządzania korekt opublikowanych prognoz.

Jeżeli przynajmniej jedna pozycja prognozy zmieniła się co najmniej o 10%, to spółka ma obowiązek opublikować korektę prognozy. Korekta ta jest zarazem nową prognozą, a więc, nie publikuje się jej pod numerem starego raportu i starej prognozy, zgodnie z zasadą przyjętą ogólnie, odnośnie numerowania korekt stanowiących sprostowania oczywistych pomyłek, itd. Jest publikowana pod nowym numerem, jako nowa prognoza, która jest jednocześnie korektą prognozy poprzedniej.

Jeżeli spółka nie opublikuje korekty, naraża się na odpowiedzialność z tytułu niewłaściwego wykonywania obowiązków informacyjnych z art. 85. Jaki jest termin przekazania takiej korekty?

Otóż, takiego terminu nie ma. Kuriozalnie, można potwierdzić, że może to być nawet dzień wcześniej przed przekazaniem raportu okresowego. Oczywiście, nie zachęcam do tego. Trzeba to po prostu, podać najwcześniej, kiedy tylko już wiadomo, że taka prognoza uległa zmianie.

### **Rafał Garszczyński:**

- Zdaje się, że jest też obowiązek odnoszenia się do prognoz w raportach okresowych. Jeśli spółka publikuje prognozę roczną, to w każdym kwartalnym raporcie, w komentarzu zarządu należy odnieść się do tej prognozy. Trzeba ją albo utrzymać, albo zmienić, a jeśli się ją zmieni, jest to traktowane jako opublikowanie nowej prognozy.

### **Joanna Billewicz-Fotowicz:**

- Podczas poprzednich spotkań emitenci pytali, co dzieje się z prognozami zawartymi w prospekcie, w momencie, kiedy ważność prospektu wygasa?

Jeżeli prognoza jest na okres dłuższy niż ważność prospektu, to trzeba pamiętać, że to również jest informacja, która powinna pojawić się na rynku, ponieważ, wbrew pozorom, inwestorzy, o prognozach długoterminnych pamiętają. I podejmując decyzje mają to w głowie. Nawet, jeżeli prospekt wygasa, a prognoza dotyczyła okresu dłuższego, należy o tym poinformować rynek.

Z tego, co wiem Komisja pilnuje emitentów i sprawdza skrupulatnie, czy prospektowe prognozy są aktualizowane. To jedno z częściej pojawiających się uchybień emitentów.

### **Jarosław Ostrowski:**

- To kwestia konsekwencji, ciągłości. Ważne jest też w jaki sposób spółki do tego podchodzą. Powinna być też pewna ciągłość osób, które się tym zajmują, aby miały pewną

historyczną wiedzę na temat tego, co spółka kiedyś gdzieś przekazała. Często wpadki polegają na tym, że jest jakieś postępowanie, wniosek o upadłość, który się ciągnie latami, itd. Po 3 latach nikt już nie pamięta, że kiedyś był raport, w którym zawarty był początek historii i że należy ją zakończyć.

O bardzo wielu rzeczach bardziej i mniej ważnych nie powiedzieliśmy i już dziś nie powiemy. Proszę mieć to na względzie i bardzo szczegółowo, powoli zapoznać się z regulacjami, bo w nich właśnie, czasami w jednym zdaniu, są ukryte bardzo ważne kwestie. Dzisiejsze spotkanie absolutnie nie powinno dawać Państwu poczucia bezpieczeństwa w tym względzie.

### **Agnieszka Gontarek:**

- Właściwie dyrektor Ostrowski podsumował temat, ale ja, nie rozwodząc się, powiem o raportach okresowych. Łatwiej może zapamiętać raporty śródroczne, bo one są tylko za pierwsze półrocze, a potem jest już tylko raport roczny.

Do końca pierwszego miesiąca roku obrotowego emitent ma obowiązek wysłać raport bieżący, w którym wskaże terminy przekazywania raportów w danym roku. Terminy te mogą ulec zmianie, ale należy o tym poinformować również raportem bieżącym co najmniej na 2 dni przed wskazanym wcześniej terminem publikacji raportu okresowego.

Natomiast są w ustawie terminy zawite dla publikacji poszczególnych raportów okresowych i przesunięcia w czasie, dokonywane raportem bieżącym, mogą się odbywać tylko w ramach przedziału czasowego wskazanego w ustawie. Jest też możliwość, w przypadku raportów okresowych, z wyjątkiem raportu rocznego, przedłużenia terminu jego publikacji, a więc, opóźnienia, ale dzieje się to już tylko na wniosek i decyzje w tej sprawie podejmuje Komisja.

Kwestia terminów jest szczegółowo i w jasny sposób opisana w rozporządzeniu. Polecam lekturę.

### **Jarosław Ostrowski:**

- Ostatnie zdanie na temat raportów okresowych. Jest tam tzw. komentarz czyli dodatkowa część informacyjna. Niektóre spółki robią to wzorcowo, a niektóre traktują to po macoszemu, co wcześniej czy później ma swoje konsekwencje.

Komentarze są bardzo ważne, ponieważ na przykład w przypadku raportu kwartalnego, spółka powinna się ustosunkować do tego, co zdarzyło się w trakcie minionego kwartału z perspektywy czasu, kiedy już można mieć dystans do tego, co się działo. Niektóre spółki podchodzą do tego komentarza tak, że rzucają hurtem wszystkie raporty bieżące, które w tym czasie przekazały, a niektóre, faktycznie robią podsumowanie i wskazują, które z minionych zdarzeń, które były przekazane w formie raportów bieżących, z perspektywy czasu, były naprawdę istotne, ważne dla spółki, a które nie.

Kolejna kwestia, to klauzula generalna i przekazywanie informacji mających wpływ na cenę akcji, które spółki powinny przekazywać jako informacje poufne. Często emitenci mają dylemat, czy przekazać z klauzuli generalnej informację o danym zdarzeniu, czy też nie.

Otóż, komentarze w raporcie kwartalnym, w raporcie rocznym, to bardzo dobre miejsce, żeby odnieść się do informacji, które nie zostały przekazane w formie raportu bieżącego, czy to z poziomu rozporządzenia, czy ustawy. Z perspektywy czasu lepiej widać, że jakieś zdarzenie było istotne dla spółki, więc warto się do niego odnieść w komentarzu do raportów okresowych. Szczerze mówiąc, takie podejście uratowało życie niejednej spółce, jeśli chodzi o postępowanie administracyjne, czy pretensje inwestorów.

Przychodzi mi na myśl historia jednej ze spółek, o której była czołówka w „Parkiecie”, że naruszyła obowiązki informacyjne. Okazało się, że dziennikarz nie przeczytał komentarza w raporcie kwartalnym.

Komentarz jest więc istotnym elementem raportu, na który warto zwrócić uwagę, chociaż nie wynika to z przepisów i może dlatego niektóre spółki traktują go po macoszemu. Niesłusznie.

### **Agnieszka Gontarek:**

- Jeśli chodzi o raporty okresowe, warto zwrócić uwagę na rozporządzenie, które wskazuje poszczególne pozycje do wypełnienia. Często zdarza się, że niektóre pozycje nie dotyczą niektórych emitentów. Proszę nie zostawiać takich pozycji bez komentarza. Trzeba to miejsce wypełnić pisząc na przykład, że to spółki nie dotyczy lub, że charakter działalności spółki sprawia, że jest to bezprzedmiotowe, itd.

Chodzi o to, żeby zająć stanowisko w każdej sprawie, ponieważ pominięcie tego można traktować jako celowe uchylenie się od podania takiej informacji. W takich przypadkach przeważnie wysyłamy do spółki pisma wzywające do sprostowania, co wprowadza zamieszanie, sprawia kłopot i trzeba się później tłumaczyć prezesowi, że raport został źle wypełniony.

Na koniec, trzeba powiedzieć o odpowiedzialności, która się wiąże z wykonywaniem obowiązków informacyjnych. Nie chcę straszyć, bo żeby zasłużyć na postępowanie administracyjne prowadzone przez Komisję naprawdę trzeba się postarać.

Najpierw jest bowiem korespondencja: napominania, wyjaśniania, itp. Jeżeli spółka wykaże się dobrą wolą, jeżeli coś nie zostało wypełnione czy zrobione przez zwykłe przeoczenie, czy zostało podane niedokładnie i jakichś elementów w raporcie zabrakło, to przeważnie obywa się to bez specjalnych sankcji. Po prostu, błąd musi być naprawiony.

Natomiast, jeżeli tego typu sprawy mają charakter uporczywy, wówczas wszczynamy postępowanie administracyjne. Jest ono prowadzone przez urząd Komisji, natomiast decyzje, od początku do końca, podejmują członkowie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Takich postępowań, w stosunku do liczby emitentów, jest niewiele. Odpowiedzialność administracyjna za niewykonywanie obowiązków informacyjnych nie jest duża. Na spółkę nakładana jest kara pieniężna, maksymalnej wysokości 0,5 mln złotych, w nowej ustawie będzie to 1 mln złotych.

Jest też odpowiedzialność osobista, przede wszystkim za wykorzystanie informacji poufnej, a także gdy brak zawiadomienia o transakcji z art. 161f, który jest dość ważny i obok informacji poufnej jest elementem koniecznym do raportowania.

### **Jarosław Ostrowski:**

- Są to tylko sankcje administracyjne. Jest jednak firma na parkiecie, której los wymierzył chyba najsurowszą z możliwych kar. Firma utraciła zdolność emisyjną, gdyż nikt nie kupi papierów tej spółki. Nie może wykorzystać panującej od dwóch lat koniunktury, dzięki której spółki publiczne pozyskały na parkiecie już kilka miliardów w wyniku kolejnych emisji. Także dla niej zastrzyk kapitału mógłby być ratunkiem, tyle że inwestorzy nie mają zaufania do tej firmy. Z tego względu można zadać pytanie o sens funkcjonowania takiej spółki na rynku giełdowym. Warto mieć ten przykład w pamięci.

### **Głos z sali:**



- W rozporządzeniu jest mowa, że jeżeli emitentem jest podmiot dominujący, to spółka może sama zdecydować, czy przekazuje raporty w formie skonsolidowanej zawierając podstawowe dane jednostkowe, czy też w formie oddzielnej, i takiej i takiej.

Chciałam zapytać, jak z praktyki wynika, czy dla inwestorów ma znaczenie, jaką formę przyjmie spółka i jakie kryteria są brane pod uwagę przy wyborze takiej a nie innej formy. Rozumiem, że to w jakimś stopniu, zależy od struktury grupy kapitałowej, jeżeli jest to grupa kapitałowa.

### **Rafał Garszczyński:**

- Jestem ze spółki, która ma bardzo rozdrobniony akcjonariat indywidualny. Brutalna prawda jest taka, że połowa z tych osób nie wie, co to są jednostkowe dane skonsolidowane. Ich wiedza o rynku jest czasami wręcz tragiczna i trzeba o tym pamiętać.

Natomiast, dla nas, jako dla operatorów, czy jeżeli pójdziemy krok dalej, jako odpowiedzialnych za relacje inwestorskie, dużo lepsze jest wysyłanie raportu w formie „dwa w jednym,„. Oczywiście, mówimy o raportach kwartalnych i półrocznych. Te ostatnie, co do zasady, trzeba wysyłać osobno.

Jest niepisana zasada, że przez pierwszy rok po debiucie mile widziane jest przekazywanie obu raportów: jednostkowego i skonsolidowanego. Sądzę, że to zależy od charakteru grupy kapitałowej i samej spółki.

Jeśli konsolidacja miałaby powodować pominięcie istotnych informacji, wpływających na wycenę papierów, doradzałbym mojemu prezesowi, żeby tego nie robił. Prędzej czy później, bardziej inteligentny to znajdzie. Wtedy dobrze jest pokazać jedno i drugie, a przynajmniej tak skonstruować ten ogólny raport skonsolidowany, żeby było widać.

Druga kwestia, niedługo wszystkich będą obowiązywały MSR, a tam jest stosunkowo duża dowolność kształtowania polityki rachunkowości. Powinna być ona rzetelna, ale już nie jest tak skodyfikowana i będzie łatwiej. Na Państwa miejscu skorzystałbym z okazji, mimo, że nie jestem fanatykiem MSR, i od razu zaczął od MSR. Teoretycznie, nie ma obowiązku, ale kiedy spółki wejdą w ten obowiązek, będą musiały podawać dane porównywalne. A to oznacza konieczność przekształceń bilansu wstecz, aby były porównywalne. Może więc lepiej od razu się za to zabrać.

Spółka musi patrzeć także na udziałowców. Jeżeli *free float* jest duży i wielu jest indywidualnych inwestorów, trzeba do tego podchodzić trochę inaczej. W szczególności, jeżeli chodzi o komentarze do raportów okresowych. Jeżeli są tylko fundusze i bardzo skupiony akcjonariat, to należy uwzględnić pisząc komentarz.

Czasami podziwiam zdolność analityków do wyławiania informacji między wierszami. Tę zdolność posiadają też niektórzy inwestorzy indywidualni. Są tacy, którzy potrafią w jednym zdaniu wyłapać wiele niuansów i sprawić, że upada w zasadzie cała koncepcja.

### **Agnieszka Gontarek:**

- Nie będę straszyla odpowiedzialnością tylko uczulam, że jest karna odpowiedzialność - z art. 148 ustawy, za obowiązki informacyjne. Natomiast, odpowiedzialność administracyjna za wykorzystanie informacji poufnej została wyceniona do 200 tys. PLN. Przy znacznej korzyści majątkowej jest sankcja administracyjna.

Liczba zakończonych kara postępowań administracyjnych wcale nie jest duża biorąc pod uwagę, że mamy 300 emitentów...

### **Jarosław Ostrowski:**

- ...którzy bardzo dobrze wykonują obowiązki informacyjne.

**Agnieszka Gontarek:**

- Tym optymistycznym akcentem kończymy nasze wystąpienie przepraszając za przekroczony czas, ale gdybyśmy chcieli szczegółowo przeanalizować wszystkie przypadki moglibyśmy wypełnić nawet tydzień.

**SPÓŁKA NA GIEŁDZIE. DOBRE PRAKTYKI SPÓŁEK GIEŁDOWYCH**

**Łukasz Jagiello**, z-ca dyrektora Działu Emitentów Giełdy Papierów Wartościowych:

- Dostałem listę obecności i wiem, że wszystkie spółki, które Państwo reprezentują, są w trakcie publicznej oferty lub też taką ofertę będą wkrótce robiły. Sądzę więc, że będzie przydatne trochę praktycznych informacji na temat rzeczy, na które warto zwrócić uwagę w momencie, kiedy spółka wybiera się Giełdę. Chciałbym także powiedzieć o sprawach, które będą przydatne wtedy, gdy spółka będzie już notowana. Mam na myśli nie tylko to, co wynika bezpośrednio z przepisów prawa czy z regulaminu giełdowego. Chciałbym powiedzieć też o przyjętych na rynku rozwiązaniach technicznych, bo czasami te rozwiązania mają wpływ także na Państwa postępowanie.

Była już kilkakrotnie mowa o Komisji, o Giełdzie. Natomiast, z punktu widzenia spółki bardzo ważna jest informacja, że oprócz Giełdy, oprócz Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, oprócz uczestników rynku, którzy tam aktywnie działają, jest jeszcze taka instytucja, jak Depozyt Papierów Wartościowych.

Od strony rynkowej, jest to instytucja, która zapewnia rozliczenie transakcji zawartych na Giełdzie, natomiast chciałbym uczulić na fakt, że tak naprawdę, bardzo wiele spraw związanych z procedurą rozpoczęcia notowań akcji na Giełdzie, będzie wymagało decyzji, czyli odpowiedniej uchwały Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych.

Często też będzie tak, że decyzje techniczne Giełdy, na przykład, wyznaczenie pierwszego dnia notowania akcji spółki czy, potem, jeżeli spółka będzie notowana na Giełdzie, jeżeli będzie podnosiła swój kapitał zakładowy, także pierwszego dnia notowania akcji nowej emisji i podwyższenia kapitału. Generalnie, nasze decyzje są skorelowane z odpowiednimi decyzjami KDPW.

Proszę zwrócić na to uwagę, aby to nie był taki paragraf 22, bo w momencie, kiedy jedna instytucja nie jest w stanie czegoś zrobić, ponieważ nie ma pełnej dokumentacji i nie jest w stanie wydać uchwały w tym momencie, mimo najszczerzych chęci, my również nie możemy podjąć decyzji.

To wynika z faktu, że obrót na naszym rynku jest obrotem zdematerializowanym i każdy papier wartościowy notowany na Giełdzie wcześniej zostaje zapisany w formie elektronicznej na rachunku Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych.

Kiedy jest się spółką notowaną wszelkie zobowiązania spółek wobec posiadaczy ich papierów wartościowych będą wykonywane za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych.

I tu bardzo ważna informacja, jeśli spółka będzie konstruować akty prawne dotyczące podwyższenia kapitału zakładowego czy uchwały dotyczące wypłaty dywidendy, należy zwrócić uwagę na system rozliczeń, bo prawa z papierów wartościowych, które przysługują naszym akcjonariuszom, przenoszone są dopiero w momencie rozliczenia danej transakcji czyli w czasie T plus 3, a więc trzeciego dnia po transakcji.

Kiedy to jest istotne? Na przykład mają państwo Walne Zgromadzenie, które chce dokonać podziału zysku i przeznaczyć go na dywidendy dla akcjonariuszy. O ile w spółce

niepublicznej jest to łatwa sytuacja, ponieważ uchwała stanowi, że dywidenda będzie przysługiwała akcjonariuszom, którzy byli nimi w dniu Walnego Zgromadzenia, to w przypadku spółki notowanej na Giełdzie, tego rodzaju zapisu w uchwale nie może być, ponieważ uniemożliwia on określenie kręgu akcjonariuszy.

W momencie, kiedy ktoś na podstawie informacji, że dywidenda będzie wypłacana, bo zysk został podzielony, chciałby podjąć świadomą decyzję inwestycyjną, powinien ją podjąć najpóźniej na trzy dni przed Walnym Zgromadzeniem. Stąd, generalnie, taka uchwała Walnego Zgromadzenia spółki giełdowej, powinna określić dzień, w którym się ustali krąg akcjonariuszy uprawnionych na dzień przyszły, po Walnym Zgromadzeniu.

Generalnie, przyjmuje się zasadę, że powinno to być w 10 dni po Walnym Zgromadzeniu. Z technicznego punktu widzenia, jeżeli to będzie więcej niż 3 dni, to też już się da przeprowadzić tę operację w sposób przejrzysty, czyli taki, że przed dniem ustalenia kręgu akcjonariuszy uprawnionych do dywidendy, każdy inwestor będzie wiedział, że do tego dnia najpóźniej musi podjąć decyzję, złożyć zlecenie, czy chce dokupić akcji, aby dostać więcej dywidendy, czy też chce te akcje sprzedać.

Jest to jeden przykład, wpływu spraw technicznych – przyjętego systemu rozliczeń, i jego wpływ na formalno-prawne działania spółek.

Kolejna kwestia dotyczy oznaczania papierów kodem. To także funkcja Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Wszystkie papiery wartościowe, które mają te same prawa, będą oznaczone tym samym kodem. Oprócz praw, bierzemy jeszcze pod uwagę, że te papiery muszą mieć taki sam status w obrocie.

Jeżeli zatem, mamy jedną serię akcji zwykłych na okaziciela, która jest dopuszczona do obrotu na Giełdzie, jest notowana, a potem emitujemy drugą serię, ale z jakichś przyczyn te akcje nie zostały dopuszczone do obrotu na Giełdzie, czy na innym rynku regulowanym, wówczas Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych nie może nadać tym akcjom takiego samego kodu, jak linia notowań, która już jest w obrocie na Giełdzie.

Jeżeli spółka chce, aby te akcje były u nas notowane, należy złożyć do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych wniosek o asymilację, do nas – wniosek o wprowadzenie tych akcji do obrotu na Giełdzie. Jest ustalany w porozumieniu z KDPW pierwszy dzień notowania i w ten sam dzień zostanie dokonana asymilacja.

Rejestracja papierów wartościowych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych jest niezbędna po to, żeby rozpocząć technicznie notowania, jest to zatem potrzebne przed pierwszym dniem notowania.

Natomiast, sama decyzja o rejestracji nie jest potrzebna, żeby podjąć decyzję merytoryczną, dopuszczenia do obrotu giełdowego. A ponieważ proces wchodzenia na Giełdę jest dwustopniowy, najpierw ocena emitenta merytoryczna, czyli dopuszczenie do obrotu, a następnie decyzja bardziej techniczna odnośnie wprowadzenia czyli wyznaczenia pierwszego dnia notowania papieru wartościowego.

Jeśli chodzi o regulacje na Giełdzie, koledzy z Komisji wspomnieli, że są dwa rynki: podstawowy i równoległy. Na tych dwóch rynkach obowiązują kryteria dopuszczeniowe, formułowane w różny sposób.

Na rynku podstawowym, w myśl terminologii z ustawy – na rynku urzędowym, te kryteria określa rozporządzenie Rady Ministrów z 17 lipca 2001 r. Rozporządzenie bardzo szczegółowo opisuje kryteria, jakie musi spełnić emitent i jego papiery wartościowe. Natomiast na rynku równoległym, nieurzędowym, te kryteria określa regulamin Giełdy.

Oprócz tego, w ramach tych dwóch rynków, zostały stworzone segmenty jakościowe dla tych emitentów, którzy chcą zwiększyć swoją ekspozycję w zakresie przejrzystości. Jeśli chodzi o rynek podstawowy, jest to segment Plus; na rynku równoległym, nosi nazwę Prim.

### **Zróżnicowanie obowiązków informacyjnych pomiędzy rynkami na Giełdzie**

Podstawowa różnica, jeśli chodzi o raporty okresowe, to, w odniesieniu do emitentów akcji na rynku równoległym nie ma obowiązku sporządzania raportów kwartalnych skonsolidowanych. Jeżeli spółka się zdecyduje, może dobrowolnie sporządzać. Nie ma też obowiązku sporządzania dla spółek akcyjnych raportów półrocznych na żadnym poziomie, ani na jednostkowym, ani na skonsolidowanym.

Jeśli chodzi o raporty bieżące, generalnie została ograniczona, mniej więcej o połowę, liczba przesłanek, kiedy trzeba bezwzględnie przekazać raport bieżący nie wchodząc w ocenę indywidualną czy ta informacja ma mały duży i czy w ogóle ma wpływ na notowanie papierów wartościowych.

W materiałach podane są kryteria klasyfikacji do segmentu Plus. Generalnie można powiedzieć, że jest to segment przeznaczony dla tych spółek, które są odpowiednio dużej wielkości.

Tam też jest informacja na temat wymogów rozproszenia akcji w tych spółkach; bezwzględnie co najmniej jedną czwartą wszystkich akcji w rękach drobnych akcjonariuszy należy mieć. Zawsze, kiedy mówimy drobny akcjonariusz, jest to akcjonariusz, który ma poniżej 5% głosów na Walnym Zgromadzeniu. Obliczamy tych drobnych akcjonariuszy odejmując informacje o akcjonariuszach, którzy mają z tytułu ustawy obowiązek informowania o swoim stanie posiadania.

Poza płynnością są jeszcze dwie bardzo istotne kwestie. Raportowanie na bieżąco, czyli raporty bieżące i okresowe od początku roku sporządzane przez spółki z segmentu Plus po angielsku oraz stosowanie wszystkich zasad ładu korporacyjnego.

To dwa elementy, które są najdalej idącymi kryteriami decydującymi o tym, które spółki w tym segmencie mogą być notowane. Pozostałe kryteria mają charakter przesłanek, które powinny polepszyć komunikowanie się tych spółek z rynkiem. Przykładem - organizacja spotkań z inwestorami i analitykami, publikacja kalendarza wydarzeń korporacyjnych, a więc, informacji, która wychodzi trochę dalej niż przekazywany po raz pierwszy przez wszystkie spółki przed pierwszym raportem okresowym terminarz, ponieważ przez wydarzenia korporacyjne rozumiemy na przykład planowany termin Walnego Zgromadzenia. Jeżeli planowana jest dywidenda, to także termin ustalenia prawa do dywidendy oraz termin wypłaty dywidendy. Oczywiście, są to zamiary zarządu. Walne Zgromadzenie zawsze może to zmienić.

Przy segmencie Prim nie mamy ani kryteriów płynności, ani raportowania po angielsku czy zasad ładu korporacyjnego. Zostają tak naprawdę tylko te kryteria dotyczące sposobów komunikowania się z rynkiem oraz dobrowolne poddanie się raportowaniu kwartalnemu także na poziomie skonsolidowanym.

**Kolejność kroków.** Sam wniosek o dopuszczenie można złożyć tuż przed procesem budowania książki popytu (*book building*), ale z technicznego punktu widzenia łatwiej jest to rozłożyć po zakończeniu *book building* -u i wyznaczeniu ceny emisyjnej, ponieważ pewne elementy wniosku odnoszą się na przykład do wartości akcji, a korzystniej dla emitenta jest liczyć tę wartość akcji liczyć według ceny rynkowej czyli ceny z ofertą. W momencie, kiedy nie jest znana, można ją policzyć tylko na podstawie ostatniej ceny emisyjnej bądź wartości nominalnej, a w przypadku spółek nie giełdowych, z reguły, te wartości, jeżeli akcje nie były oferowane na zasadach rynkowych, są dużo, dużo niższe niż cena z oferty, cena rynkowa.

**Dopuszczenie.** Z reguły następuje, kiedy już znane są wyniki przydziału. Oczywiście, jeżeli spółka ma już odpowiednie rozproszenie przed ofertą, wtedy dopuszczenie mogłoby nastąpić zaraz po *book buildingu*. Ale zwykle sytuacja jest taka, że przed ofertą mamy najwyżej kilku, najwyżej kilkunastu akcjonariuszy i na pewno ci drobni akcjonariusze nie posiadają takiego odsetka akcji, który mógłby zapewnić płynny obrót akcjami.

**Notowanie PDA,** czyli praw do nowych akcji, w momencie, kiedy spółka podwyższa kapitał zakładowy następuje sytuacja taka, że środki zostały już wpłacone, natomiast spółka nie ma jeszcze wyciągu z KRS i formalnie akcje nowej emisji nie mogą być przedmiotem

obrotu. Aby temu zaradzić, notujemy instrument, który się nazywa Prawo do akcji (w domyśle nowych) – PDA. W momencie zarejestrowania w KRS podwyższenia kapitału zakładowego, każde PDA zostaje przekształcone w akcje i od tego momentu mogą być notowane pełnoprawne akcje.

Czym się charakteryzuje prawo do akcji? Otóż, jest tu jedno ryzyko, które nie występuje w przypadku akcji, a mianowicie, jest to właśnie ryzyko odmowy rejestracji w KRS podwyższenia kapitału zakładowego. Gdyby taka sytuacja miała miejsce, wtedy każdy właściciel prawa do akcji ma do emitenta roszczenie o zwrot kwoty równej cenie emisyjnej przypadającej na każdą akcję i pomnożonej przez liczbę akcji, na którą zostały złożone przez danego inwestora, zapisy na te akcje, jeżeli, oczywiście, w takiej liczbie zostały mu przydzielone.

**Wniosek o dopuszczenie i załączniki.** Nie będę szczegółowo opisywał, co jest we wniosku o dopuszczenie, gdyż wniosek jest wypełniany przez oferującego za pośrednictwem biura maklerskiego. Praktyka jest taka, że do Działu Emitentów można przesłać wniosek wypełniony na brudno na przykład mailem lub faxem, a my wtedy ocenimy czy nie ma tam błędów, aby wniosek, który zostanie podpisany przez zarząd i przesłany na Giełdę, nie miał już żadnych błędów formalnych.

Chcę zwrócić uwagę na dwa spośród załączników, które należy dołączyć do wniosku. To opinia członka Giełdy i oświadczenie dotyczące przestrzegania w spółce zasad ładu korporacyjnego. Pozostałe załączniki mają bardziej charakter kopii dokumentu, który spółka sporządzała wcześniej w związku z dopuszczeniem do obrotu publicznego, zatwierdzeniem prospektu czy też samą ofertą.

Opinia członka Giełdy, to taki dokument, w którym biuro maklerskie, najczęściej będące oferującym, stwierdza, że spółka została w sposób właściwy przygotowana do funkcjonowania na Giełdzie, że zostały wdrożone stosowne procedury, szczególnie procedury dostępu i przepływu w spółce informacji, że spółka zna obowiązki wynikające z faktu, że będzie notowana na Giełdzie.

Jest też oświadczenie, że oferujący jest w posiadaniu oświadczenia zarządu emitenta potwierdzonego przez biegłego rewidenta, który badał sprawozdania finansowe, że spółka dysponuje kapitałem obrotowym netto wystarczającym do jej bieżącego, niezakłóconego funkcjonowania.

Od razu zwracam uwagę, że - to trochę zależy od audytora, trochę zależy od tego jak została podpisana umowa z audytorem, - generalnie takie oświadczenie powinno być częścią pakietu usług, które biegły rewident świadczy spółce. Jeżeli ktoś badał sprawozdanie finansowe na potrzeby prospektu, nie widzę podstaw, aby z przyczyn formalnych odmawiać tego rodzaju poświadczenia.

Jeżeli zdarzyłoby się, że tego oświadczenia nie ma, a z reguły, jeśli go nie ma, to nie ma go z przyczyn formalnych, bo np. biegły rewident stwierdza, że badał sprawozdanie finansowe miesiąc temu i żeby wystawić takie zaświadczenie musiałby na nowo zbadać spółkę, najlepiej na dzień podpisania takiego oświadczenia. W takiej sytuacji należy, w opinii członka Giełdy, to opisać i nie będzie to przeszkodą w dopuszczeniu spółki.

Chyba jednak przyczyną odmowy była ocena merytoryczna biegłego rewidenta, to zupełnie inna sytuacja. Rozumiem jednak, że taką negatywną opinię biegły rewident powinien zamieścić w opinii z badania sprawozdań dotyczącej możliwości kontynuacji działalności tej spółki.

O oświadczeniu odnośnie ładu korporacyjnego będę mówił szczegółowo dalej. Spółki powinny wiedzieć, że zasad ładu korporacyjnego jest 48, że regulują szczegółowo dobre praktyki w zakresie funkcjonowania walnych zgromadzeń, rad nadzorczych, zarządów, a także kontaktów emitenta z podmiotami zewnętrznymi, ze szczególnym uwzględnieniem kontaktów emitenta z mediami.

Jest na przykład, jedna zasada, która mówi, że należy umożliwić uczestnictwo przedstawicieli mediów w walnym zgromadzeniu. Ta zasada wzbudzała pewne dyskusje. Zdroworozsądkowo wydaje się dla emitenta bardziej korzystne dobrowolne wpuszczenie dziennikarzy, a nie zmuszanie ich do kupowania po jednej akcji i rejestrowania się na walnym zgromadzeniu, bo wówczas nie tylko słuchają, ale nawet mają prawo głosu w dyskusji.

**Warunki dopuszczenia akcji**, one są szczegółowo określone w rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 17 lipca 2001 r. Odnośnie planów, co do wielkości emisji jest warunek, że należy mieć akcje o wartości 1 mln euro. Ten warunek spełnia każda spółka, bo jeśli spółka emituje papiery za kilka milionów złotych, to dodając wartość dotychczasowego kapitału zakładowego i biorąc pod uwagę, że wyceniono tę kapitalizację na podstawie wartości rynkowej, warunku 1 mln Euro trudno nie spełnić.

Natomiast są jeszcze warunki dotyczące rozproszenia akcji, a mianowicie, że co najmniej  $\frac{1}{4}$  akcji powinna być w posiadaniu drobnych akcjonariuszy lub odpowiednio dużo akcji stanowiących mniejszy odsetek o odpowiednio dużej wartości, a mianowicie, co najmniej 17 mln euro.

Chciałby zwrócić uwagę na fakt, że rozporządzenie w tym zakresie także daje pewną uznaniowość i możliwość dopuszczenia spółki, nawet jeśli te warunki nie będą do końca spełnione. Jest to wtedy decyzja uznaniowa Giełdy.

Inny warunek, publikacja sprawozdań finansowych z ostatnich 3 lat obrotowych, oczywiście, zawsze musi być w prospekcie emisyjnym spełniony, czy to zgodnie z obecnym rozporządzeniem, czy z nowym, te dane zawsze będą obowiązywać.

Jeśli chodzi o rynek równoległy, różnica jest taka, że tak naprawdę, nie ma warunków określonych na podstawie parametrów czy jakichś liczb. Każda spółka, która będzie obecnie w publicznym obrocie, czy w przyszłości, będzie miała zatwierdzony prospekt, jej papiery nie mają ograniczonej zbywalności, nie ma żadnych postępowań upadłościowych czy likwidacyjnych, będzie mogła być na tym rynku notowana.

Obecnie notowanych jest 15 spółek, natomiast dotychczasowa koniunktura rynkowa wskazuje, że można sprzedać akcje odpowiedniej wartości i uzyskać rozproszenie wymagane na rynku podstawowym. Nie oznacza to, że nie są, także dla bardzo małych spółek, otwarte drzwi na rynek giełdowy, jeżeli ktoś ma mniejsze wymogi kapitałowe, może być notowany na rynku równoległym.

**Postępowanie dopuszczeniowe.** To co z pewnością najbardziej interesuje spółki, to kryteria niemierzalne, które nie zostały skwantyfikowane.

Oprócz takiej kwestii, jak ocena sytuacji finansowej emitenta, przedstawianych prognoz, chciałbym zwrócić uwagę na dwa elementy. Z jednej strony oceniamy warunki emisji akcji zgodnie z publicznym charakterem obrotu giełdowego.

Jeśli spółka wybiera się na Giełdę, bądź już jest notowana na Giełdzie, emituje kolejne emisje akcji, jeżeli tych emisji akcji nie kieruje do swoich dotychczasowych akcjonariuszy, w wykonaniu prawa poboru, to powinna je oferować na warunkach rynkowych. Podstawowym kryterium czy warunki są rynkowe, czy nie, jest porównanie bieżącego kursu giełdowego akcji spółki i kursu tych akcji, które są przedmiotem oferty publicznej. Jeżeli okazałoby się, że ta różnica jest duża, przekracza określone wartości, to można spodziewać się że spółka nie będzie emitentem, ponieważ Giełda nie będzie skłonna od razu notować taniej sprzedawanych akcji.

Jeżeli spółka jest notowana na Giełdzie i emituje akcje z dyskontem większym niż 25% od kursu giełdowego, to należy mieć na uwadze, że wprowadzenie tych akcji do obrotu giełdowego może nastąpić dopiero po 18 miesiącach od Walnego Zgromadzenia, które podjęło uchwałę o emisji tych akcji, a które nazwiemy uprzywilejowanymi cenowo.

Jeśli chodzi o spółkę, która dopiero na Giełdę wchodzi, sprawdzamy, na jakich warunkach były emitowane akcje w ostatnim roku od emisji oferowanej publicznie. Jeżeli

różnica cenowa wyniesie więcej niż 50% ceny niższej, jest taka sama 18. miesięczna karencja na wprowadzenie tych akcji do obrotu giełdowego.

Ostatni element, interes i bezpieczeństwo uczestników obrotu giełdowego. Chodzi o to, żeby spółka oferująca akcje przekazywała wszystkie informacje na swój temat wymagane przepisami prawa, żeby w spółce nie dochodziło do niekorzystnych dla inwestorów transferów istotnych wartości pieniężnych ze spółki do podmiotów powiązanych, czy to z akcjonariuszami, czy z członkami władz spółki, z ich rodzinami, żeby inwestorzy mieli informacje, o polityce emitenta wobec transakcji z podmiotami powiązanymi.

Na pewno nie jest dobrym przykładem spółka, w której okazuje się, że oczywiście na giełdę wchodzi spółka dystrybucyjna, która nazywa się tak samo jak producent, ale tak naprawdę, najważniejszy zakład produkcyjny to jest prywatna spółka cywilna na przykład głównego akcjonariusza.

Może się okazać, że spółka jest tak zorganizowana, że jest zobowiązana kooperować z podmiotem, który jest kontrolowany przez członków władz spółki czy przez głównych akcjonariuszy i z punktu widzenia organizacji tej spółki nie jest możliwe jej funkcjonowanie bez tej kooperacji.

Bywa też, że jakaś podstawowa wartość dodana stworzona została nie w podmiocie notowanym na Giełdzie, nie w podmiocie z jego grupy kapitałowej, który jest kontrolowany przez naszego emitenta, tylko w podmiocie, kontrolowany przez głównych akcjonariuszy spółki lub członków władz spółki.

Przykładów jest dużo. Niektóre są nawet dosyć zabawne, ale nie o to chodzi. Zwracam uwagę, iż wymogiem GPW jest konieczność ujawniania nie tylko tych powiązań, oraz polityki spółki wobec transakcji wynikających z takich powiązań w przyszłości. Warto o tym przed dopuszczeniem wiedzieć.

W materiałach są wymienione wszystkie informacje, które powinien zawierać wniosek o wprowadzenie do obrotu giełdowego. Nie ma tam już potrzeby merytorycznego odnoszenia się do jakichś kwestii, są natomiast wymienione dokumenty, które są niezbędne, aby można było wyznaczyć dzień pierwszego notowania na Giełdzie.

**System notowań.** Spółka, która wchodzi na Giełdę, czasami stoi przed wyborem systemu notowań. Jeśli chodzi o akcje, są dwa systemy notowań: tak zwany fixing podwójny i notowania ciągłe.

Różnica jest taka, że na fixingu podwójnym kurs akcji wyznaczany jest dwa razy dziennie czyli mogą być tylko dwie ceny, natomiast w notowaniach ciągłych, przez kilka godzin ten kurs może się zmieniać o plus minus 15% i pomiędzy tymi dwoma fixingami, kursem na otwarcie i kursem na zamknięcie, mamy wolny rynek. Ten system notowań jest preferowany zarówno przez inwestorów jak i przez emitentów.

Zasady klasyfikowania do systemu notowań. Na początek wszystkim akcjom dajemy kredyt zaufania. Są w systemie notowań ciągłych. Są grupy emitentów, które będą w notowaniach ciągłych. To spółki ze wspomnianych dziś segmentów Plus i Prime oraz emitenci, których akcje są w indeksach WIG 20, MIDWIG, czy w segmencie SiTech.

PDA notowane są w systemie notowań właściwym dla akcji emitenta. Dzieje się tak dlatego, że PDA nie tylko występują w ofercie, gdy pierwszy raz robimy ofertę publiczną, w momencie, kiedy spółka jest notowana na Giełdzie, kwestia uzyskania wpisu do KRS-u jest kwestią tak samo ważną i też występuje kilkudniowy lub nawet kilkutygodniowy okres, kiedy inwestorzy czekaliby na wydanie im zarejestrowanych już akcji.

Natomiast, co kwartał dokonywana jest przez kolegów z Działu Notowań ocena płynności notowań i te spółki, które okażą się najmniej płynne, są przenoszone z notowań ciągłych do notowań w systemie jednolitego kursu. Jeżeli dany emitent nie chce być przeniesiony, ma możliwość wybronić się zawierając umowę z biurem maklerskim, które będzie pełniło funkcję animatora emitenta czyli będzie odpowiedzialne za podtrzymywanie obrotu, za zapewnienie płynności.

Jak powiedziałem na początku, są pewne obowiązki informacyjne, które wynikają bezpośrednio z regulaminu Giełdy. Zarząd Giełdy ma prawo nałożyć na emitenta obowiązek opublikowania dodatkowych informacji, niż te, które wynikają z rozporządzenia, czy te, które zostały opublikowane w prospekcie emisyjnym.

Oczywiście, bywają sytuacje, że Zarząd, z tego rodzaju uprawnienia korzysta. Natomiast, podstawowe obowiązki informacyjne, które dotyczą wszystkich emitentów, wynikają z regulaminu Giełdy. Jest to obowiązek poinformowania o tym które zasady Ładu korporacyjnego spółka stosuje, a które nie i dlaczego nie. To oświadczenie jest rokrocznie aktualizowane do połowy roku (data graniczna to 30 czerwca) i publikowane wraz z rocznym sprawozdaniem.

W materiałach są podane odpowiednie paragrafy regulujące te kwestie dla rynku nie urzędowego, bo poza kwestią, że na rynku urzędowym raporty bieżące i okresowe publikuje się na zasadach określonych w regulaminie Giełdy, a nie w rozporządzeniu, wszystkie pozostałe paragrafy dotyczące zasad notowania i obowiązków ewentualnie emitentów, są takie same jak na rynku podstawowym. To samo dotyczy także zasad ładu korporacyjnego.

Dobre praktyki spółek publicznych, nie są niczym nowym. Mamy już drugi dokument. Do końca zeszłego roku funkcjonowały „Dobre Praktyki w spółkach publicznych 2002 r.” Od początku tego roku funkcjonują zasady znowelizowane. Ta nowelizacja dotyczyła pewnego uelastycznienia części zasad i doprecyzowania innych.

Spółki powinny wiedzieć, że każda spółka, która zamierza być notowana, czy już jest notowana na Giełdzie, jest obowiązana do przekazania i opublikowania oświadczenia dotyczącego przestrzegania w spółce zasad ładu korporacyjnego. Na stronie internetowej Giełdy, w sekcji poświęconej Corporate Governance są zamieszczone oświadczenia wszystkich emitentów. Obecnie jest tam ponad 200 oświadczeń. Jest zatem, materiał porównawczy, jeśli ktoś chce zobaczyć, jak ten ład jest przestrzegany u kolegów z innych spółek.

W oświadczeniu, bezwzględnie, należy wskazać, które zasady emitent przestrzega i deklorować je na „tak”. Natomiast, jeżeli jakaś zasada w spółce nie będzie przestrzegana, to spółka nie tylko musi to podać, ale także musi wyjaśnić, dlaczego tej zasady nie będzie przestrzegać, zgodnie z zasadą „comply or explain”.

Jeśli chodzi o kwestię techniczną, to formą rekomendowaną jest przekazanie tego oświadczenia tabelce, gdzie jest treść zasady i miejsce na stosunek do niej czyli „tak” „nie” oraz ostatnia kolumna na komentarz spółki. Wzór takiego oświadczenia również znajduje się na naszej stronie internetowej.

**Nowi emitenci.** Takie oświadczenie należy dołączyć do wniosku o dopuszczenie oraz przed samym dopuszczeniem akcji przez zarząd do obrotu giełdowego, należy takie oświadczenie podać do publicznej informacji, podobnie jak każdą inną informację, raport bieżący czy raport okresowy.

Dodatkowo, co roku, nie później, niż do dnia pierwszego lipca danego roku, wraz z raportem rocznym, należy przekazywać aktualizację oświadczenia. Rekomendacja jest taka, żeby to nie był raport tego typu: „podtrzymujemy oświadczenie sprzed roku z wyjątkiem zasad 1, 6, 8, 19, 24, itd. tylko należy przekazać nową tabelkę i po prostu dokonać zmian. Z pewnością, będzie to o wiele bardziej czytelne dla wszystkich użytkowników tego rodzaju dokumentu.

Jeżeli w ciągu roku zachodzi konieczność zmiany oświadczenia, ponieważ, np. któryś z organów spółki zmienił stanowisko w zakresie przestrzegania zasad, to w tym momencie, należy bezzwłocznie przekazać tę informację na Giełdę i opublikować ją zaraz po zmianie oświadczenia, jaka jest obecnie treść oświadczenia i która zasada w jaki sposób się zmieniła.

Gdy wystąpi naruszenie zadeklarowanej zasady, wtedy terminem raportowania jest system kwartalny, natomiast narzędziem jest raport kwartalny, w którym należy poinformować, że dana zasada została w spółce naruszona i wyjaśnić dlaczego. Trzeba



zaprezentować stanowisko, ponieważ może być taka sytuacja, że tego rodzaju naruszenie w spółce jest naruszeniem jedynie jednostkowym i w przyszłości ta zasada będzie przestrzegana.

Generalnie, jeśli chodzi o to, jakie organy spółki powinny zapoznawać się i akceptować oświadczenie, pierwszy poziom, to jest poziom zarządu, drugi poziom to jest poziom rady nadzorczej. Rekomendujemy też, żeby przedstawiać Walnemu Zgromadzeniu oświadczenie, aby mogło się z nim zapoznać.

Kiedy wypowiedzą się zarząd i rada nadzorcza oświadczenie można przekazać na Giełdę. Nie trzeba czekać na Walne Zgromadzenie, ponieważ byłoby bez sensu, gdyby spółka nie mogła złożyć wniosku o dopuszczenie bez zwoływania Walnego Zgromadzenia.

Wcześniej został wywołany temat przekazywania raportów bieżących i okresowych i godzin. Jak już mówiłem, są rekomendowane **zasady przekazywania tych raportów i terminów**.

Generalnie chodzi o to, żeby powstrzymać się od przekazywania raportów w czasie trwania obrotu danym papierem wartościowym. Rekomendacja mówi, aby przysyłać raporty przed sesją lub po sesji, w przypadku notowań ciągłych. W przypadku notowań fixingowych, w ciągu dnia jest trochę czasu, aby taki raport przekazać, ponieważ jest krótka przerwa pomiędzy jednym i drugim fixingiem.

Skąd taka rekomendacja z naszej strony? Otóż, póki co, funkcjonuje rozwiązanie, że Giełda otrzymuje raporty 20 minut wcześniej niż Polska Agencja Prasowa. Te 20 minut, to czas, w którym dana informacja poufna jest jeszcze naprawdę poufna i znajduje się w gestii Giełdy i Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Jeżeli, w naszej ocenie, informacja może mieć bardzo istotny wpływ na kurs, możemy podjąć decyzję o ewentualnym zawieszeniu obrotu w danym dniu, do momentu upublicznienia tej informacji, czyli na pół godziny, 45 minut.

W praktyce uważamy, że rynek jest na tyle rozwinięty, że w większości przypadków, kiedy te informacje są przekazywane w czasie sesji, nie ma konieczności dokonywania zawieszenia, ponieważ bardzo rzadko są to takie informacje, które w jakiś sposób nie mogły być wcześniej przez rynek przewidywane. W takim przypadku, zaglądamy także do wcześniejszych raportów, często się zdarza, że podpisanie jakiejś umowy zostało poprzedzone informacjami, co do intencji. Są także publikacje w mediach. Natomiast sytuacja, w której zawieszamy obrót w danym dniu, naprawdę jest tylko w sytuacjach wyjątkowych i czynimy to bardzo rzadko.

W przyszłości może się okazać, że nie będziemy mieli tego czasu na ocenę merytoryczną, bo najprawdopodobniej nadejdzie czas, żeby wszystkie raporty będą przekazywane przez 24 godziny na dobę.

Należy mieć jednak na uwadze, że jeżeli taki raport zostanie przekazany w trakcie trwania obrotu, to jest to informacja naprawdę bardzo istotna dla wyceny papierów wartościowych. Prawdopodobnie wpłynie bardzo gwałtownie na wysokość kursu, w zależności od tego, czy jest to informacja dobra czy zła, na kierunek zmiany, na obroty. Mając to na uwadze oczekujemy, że spółki będą decydować o przekazaniu raportu w czasie sesji, tylko w sytuacjach, gdy nie można zachować poufności informacji zawartych w raportach. Z drugiej strony, w sytuacji, kiedy są to zdarzenia nadzwyczajne, niezależne od emitenta. Oczywiście, powinny one być wtedy od razu przekazywane. Natomiast, podejmowanie decyzji o przekazaniu na przykład, raportu kwartalnego w trakcie sesji, nie zawsze jest konieczne, a nawet, jak sądzę, nie ma takiej konieczności.

Prosimy natomiast, aby przed przekazaniem w czasie sesji zadzwonić do nas i poinformować, że taki fakt będzie miał miejsce, nie ujawniając treści raportu, bo tego nie chcemy wiedzieć za wcześnie.

**Nieprawidłowe zachowania.** Jeżeli mamy wskazane daty przekazywania raportów okresowych, a raporty są przekazywane z dużym opóźnieniem. To jest sytuacja niepożądana.

Zwracam uwagę, że jeżeli spółka przekazuje te raporty z opóźnieniem, taka sytuacja się utrzymuje lub też spółka nie przekazała jakiegoś raportu, który powinna przekazać, taką spółkę oznaczmy, że w sposób niewłaściwy traktuje swoje obowiązki informacyjne. Taka informacja oraz odpowiedni odnośnik z wyjaśnieniem znajduje się w oficjalnych wynikach sesji, w cedule notowań.

Kolejna kwestia, lakoniczne formułowanie raportów bieżących. Zdarza się, że czytając raport wiemy, że jest to transakcja sprzedaży, wiemy, jaka jest wartość, znamy strony tylko nie znamy kierunku przepływów środków pieniężnych tego aktywa, które było przedmiotem sprzedaży. Z gramatycznego punktu widzenia można tak sformułować raport i niektórzy emitenci, zwłaszcza w przeszłości, tego rodzaju błędy, czy też może sztukę, uprawiali.

Ostatnia kwestia, jeżeli spółka ma konferencję prasową, to do mediów nie powinny być przekazywane żadne informacje o charakterze informacji poufnych ani żadne elementy nie opublikowanych jeszcze raportów finansowych, które nie były zamieszczane we wcześniej publikowanych raportach.

Można zadać pytanie, po co wobec tego konferencja prasowa, jeżeli nic na niej nie można przekazać? Otóż, proponuję po prostu przekazać taki raport przed konferencją i przed rozpoczęciem sesji i w tym momencie, odczekawszy pół godziny, można konferencję rozpocząć i te informacje przekazać. Wiadomo, że na takiej konferencji nie tylko przekazuje się „twarde” informacje, ale także informacje o charakterze „miękkim”, które niekoniecznie muszą być przedmiotem raportów czy to o charakterze bieżącym, czy okresowym. Natomiast, gdyby miało być przekazane coś istotnego, to właściwie powinien być raport bieżący.

Jeżeli konferencja będzie zwołana w pół godziny po przekazaniu raportu do wiadomości publicznej, nie sądzę, żeby dziennikarze nie przyszli, ponieważ dla tych, które te kwestie interesują, jest to możliwość zadawania pytań, uzyskiwania komentarzy od przedstawicieli władz firmy.

**Błędy merytoryczne**, to nie przekazywanie informacji, które powinny być przekazane, zatajanie, nierzetelne sporządzanie raportów okresowych, na szczęście ta praktyka ma coraz mniejszy zasięg.

Jeśli są pytania to zachęcam do ich zadawania. Jesteśmy do Państwa dyspozycji.

**Piotr Biezuński, WSIP S.A.**

- Może Państwa zainteresować, czym zajmuję się od strony samych obowiązków informacyjnych. Nie jest to tylko kwestia „wklepania” do formularza. Jest to szereg czynności. Każda czynność zabiera trochę czasu i nie da się tego robić na ¼ etatu. To sugestia dla zarządu spółki.

O praktyce raportowania będę mówił na przykładzie WSIP i na podstawie moich wcześniejszych doświadczeń. Będzie też o klasycznym problemie ze spółką zależną. Nie do końca się poczuwa, ma swoje problemy, ktoś zapomni, bo nie tym zajmuje się na co dzień. Mam jedną spółkę, która przysyła informacje co kilka dni, ale jest i druga, która przysyła raz na cztery miesiące. Nie ukrywam, że to jest problem, ponieważ, jeśli się robi coś rzadko, to się zapomina. Proszę zwrócić na to uwagę, przy konstruowaniu systemów raportowania w spółkach. Jednostki obowiązane, pioniry, departamenty, o ile pamiętają o tym, że jest umowa, bo jest poruszenie z powodu kupna za mln zł nowego oprogramowania, to już niekoniecznie z takim samym zainteresowaniem, a także i pamięcią podchodzą do aneksu na 300 000 zł. Tymczasem przepisy mówią, że jesteśmy obowiązani, jeżeli to ma istotny wpływ na całość zdarzenia pamiętać o ciągu dalszym owej umowy, kontraktu.

Raporty okresowe. W pracach nad nimi uczestniczy kilka jednostek, co najmniej dwie, czyli księgowość i IR (*investor relation officer*), albo więcej. W naszej spółce dochodzi

jeszcze audyt i controlling. Oczywiście, jest także zarząd, który też chce kilka godzin poświęcić na lekturę treści, które stworzymy razem.

Kłaniają się też grafiki i jeszcze raz grafiki. Odpowiedzialność jednostek czyli harmonogram z datami: kto, kiedy i za co odpowiada. Najlepiej zrobić to od razu, na początku roku. Spółka ma obowiązek opublikować kalendarz dla raportów okresowych do końca stycznia danego roku.

Z całą pewnością będą jednostki, z którymi spółka będzie stale współpracować, a więc takie jak księgowość, biuro zarządu, ich odpowiedniki, bo nazwy mogą być różne, wspomniany już pion informatyki i mogą być problemy, bo na przykład, ktoś zapomni.

Jeśli chodzi o sumowanie się mniejszych umów, umowy zawarte na czas nieoznaczony, rozporządzenie o obowiązkach mówi, że jego wartość należy szacować. To są bardzo szczegółowe rozwiązania, ale, niestety, można na tym też wpaść. Mówiła o tym pani dyrektor Agnieszka Gontarek.

Mówiła też, że za aktywa o znacznej wartości uważa się również aktywa o wartości co najmniej 20% kapitału zakładowego jednostki, której akcje czy udziały są przedmiot aktywów finansowych emitenta. Faktycznie, jest to problem, jeżeli kupi się małą spółkę za kilka tysięcy, a potem okazuje się, że trzeba o tym również zaraportować.

Jeśli chodzi o zasady, czyli § 3 rozporządzenia o obowiązkach, którym podpierają się operatorzy w kontaktach on line z inwestorami, którzy dzwonią lub piszą maile, mówi, że raport ma być prawdziwy, rzetelny i kompletny. Sądzę, że wszyscy w podobnej sytuacji wybralibyśmy podobną treść. I nie trzeba tego specjalnie uszczegółwiać.

Raporty bieżące i okresowe powinny po prostu zawierać informacje odzwierciedlające specyfikę opisywanej sytuacji. W przypadku, gdy to wymaga podania dodatkowych informacji, emitent jest zobowiązany do zamieszczenia tych informacji w raporcie bieżącym lub okresowym.

Jest jeszcze problem, co zrobić, żeby nasza jednostka nie była najważniejszą w firmie, bo nie o to chodzi, aczkolwiek znam spółki w Polsce, w których członek zarządu jest tylko i wyłącznie oddelegowany do spraw relacji inwestorskich. Są to z reguły duże spółki. Natomiast WSIP jest przedsiębiorstwem o stopień niżej usytuowanym na liście obecności.

Są to moje prywatne deklaracje, które jasno zostały przekazane zarządowi, podobnie jak zobowiązania. Te plany są, wbrew pozorom, bardzo ważne, bo to wszystko dzieje się przy okazji budżetu. Nie może być tak, że zapomnimy o opłacie, że zapomnimy o kosztach, a później będzie problem, ponieważ spółka się zobowiązała, a w budżecie nie ma środków.

W materiałach znajdą Państwo schemat funkcjonujący we WSIP. Z mojego doświadczenia ostrzegam przed sytuacją, w której bierze się komórkę, laptopa i rozporządzenia oraz ustawę na urlop, jak ja to zrobiłem ostatnio. To był błąd. Musi być druga osoba. Może to być kolega z działu, przeszkolony, ktoś z innego działu, ale musi być druga osoba. Sytuacje losowe, choroby, inna nieobecność, itp. W tym momencie trzeba głośno i jasno powiedzieć zarządom, bo później nikt wam tego nie da. Kiedy te artykuły przestaną się pokazywać, dziennikarze przestaną do prezesa przychodzić i pytać się, wtedy szara rzeczywistość przychodzi i to jest jedyny moment, aby procedury i regulaminy oraz strukturę wypracować.

Jeśli chodzi o współpracę, każdy musi dopasować do swojej firmy, Osobiście mam zasadę i polecam innym podwójne sprawdzanie raportów finansowych, jeżeli tylko są takie możliwości. Mam w dziale Audytu i Controllingu dwóch kolegów z uprawnieniami biegłych rewidentów. Kiedy przychodzą dane z księgowości, siadamy i weryfikujemy je wspólnie. To dobrze służy spółce. I jeśli tylko jest taka możliwość, należy to robić.

**Współpraca z mediami**, szybko okaże się, że tak naprawdę, z każdej gazety czy innego medium, spółka ma przypisanego jednego dziennikarza. Sytuacje są bardzo różne. Sugeruję, może nie do końca bratanie się, bo będą próby podejsia osób posiadających informację, bo dziennikarze z tego żyją, a spółka żyje z tego, żeby informacja do ostatniej

chwili była poufna, szybko się okaże, że krąg zainteresowanych jest stały i warto ułożyć sobie dobre relacje z tymi osobami.

Można to zrobić na przykład w ten sposób, że po wysłaniu raportu, który w tym momencie staje się już publiczny, wysłać go również dziennikarzowi lub może wykonać do niego telefon, gdy jest bardzo ważna informacja do przekazania. Można wprowadzić standard, że zawsze jeden z członków zarządu jest do dyspozycji, gotów komentować to. Jest to bardzo mile widziane przez dziennikarzy. Jest jeszcze kilka innych technik utrzymywania profesjonalnych kontaktów z mediami, ale nie będę ich wszystkich omawiał.

Chciałbym też przypomnieć, bo te przepisy są świeże, że od kilkunastu miesięcy mamy przepis szczegółowy w art. 81, który mówi, że tak naprawdę, informacje wysłane na podstawie dawnej klauzuli generalnej oraz informacje poufne, należy zamieścić na stronie www.

Trzeba o tym pamiętać, bo z tego co wiem, kilka spółek „pośliznęło” się na tym. Zamieszczanie tylko raportów na podstawie klauzuli generalnej też jest trochę dziwne, moim zdaniem, powinno się zamieszczać wszystkie raporty bieżące i wszystkie okresowe. Byłoby dobrze podać także strukturę akcjonariatu, kalendarium i jeszcze kilka innych rzeczy o których pytają dziennikarze i inwestorzy. Jeśli ich nie będzie na stronie www, będą dzwonić i te pytania powielić.

Uważam, że w swoim własnym interesie spółka powinna tę stronę zbudować nawet nieco szerzej. Generalnie, polecam naśladowanie najlepszych. Mamy kilka spółek w Polsce, które są chwalone za relacje inwestorskie na forach międzynarodowych. Wszyscy wiedzą o nagrodach dla Goryla Telekomunikacji. Warto ich podpatrywać.

To jest moja metoda, a ponieważ jesteśmy na etapie tworzenia tego zawodu, tworzenia polskich praktyk dobrych relacji inwestorskich, jestem otwarty na wymianę doświadczeń. To może dać więcej niż dyskusja czy rozmowa nawet ze specjalistą. Wszystko idzie w kierunku profesjonalizacji.

Z reguły jest tak, że w spółkach to księgowość dostaje najczęściej obowiązki związane z raportowaniem. Jednak coraz mniej spółek to robi, coraz więcej spółek ma wyodrębnione jednostki profesjonalne służące relacjom inwestorskim. Jest to trend, który prędzej czy później, nas czeka.

### **Rafał Garszczyński, COMP S.A.:**

- Pewne kwestie będą się powtarzały, ponieważ nie mieliśmy czasu uzgodnić z kolegą naszych wystąpień. Wspominałem już w kuluarach, że zapewne państwo uczestniczyli już w różnych szkoleniach, które są bardzo popularne wśród spółek szykujących się na Giełdę. Przedziwnym trafem, firmy szkoleniowe dowiadują się o tym i zarzucają spółki propozycjami szkoleń dotyczących obowiązków informacyjnych.

Stawiam tezę, że samo opanowanie tego, co jest w rozporządzeniu jednym czy drugim, w ustawie, itd., jest możliwe dla każdego. Kiedy przeczyta pięć razy, to w końcu zrozumie, co prawnik miał na myśli. Istotne nie jest wypełnienie tych obowiązków czy skonstruowanie komunikatu, wysłanie go, natomiast istotne jest pozyskanie informacji.

Z obserwacji mojej firmy i moich własnych wynika, że jest to największy problem. Zapewniam, że mimo, że spółki wierzą, że są doskonale zorganizowane, będzie to największy problem. Jeśli jest to firma handlowa, to trzeba się dowiedzieć z działu handlowego, czy jest jakaś umowa. Jeśli spółka robi raporty okresowe, to uzgodnienie z księgowością, że musi być, niestety, taka, a nie inna forma.

Konieczne jest zapewnienie sobie dostępu, praktycznie przez 24 godziny na dobę, do osób, które mogą podpisać raporty. Pytałem wiele spółek, z którymi dzielimy przyjemność bycia na Giełdzie, i tym samym, wypełnienia obowiązków, czy zdarzyło im się, a jeśli tak, to jak często, że na przykład, w środku nocy, albo z soboty na niedzielę, trzeba skonstruować

jakiś raport, bo właśnie w sobotę, na przyjęciu dla klientów, jeden z nich powiedział, że podpisuje.

W tym momencie pojawia się problem. Nie ma prezesa, który powinien podpisać komunikat, bo na przykład, jak w moim przypadku, jest na polowaniu. Tam nie ma żadnej łączności. To są codzienne, życiowe problemy. Proszę mi wierzyć, że będą problemy wewnątrz spółki, a nie w relacji z Komisją czy z zewnętrznymi doradcami, którzy będą doradzać, jak te komunikaty skonstruować.

Kiedy już będzie wiadomość, to będzie 95% sukcesu. Dalej jest to już tylko czysta, administracyjna praca, czasami wymagająca pewnej inteligencji albo znajomości numeru komórki do kogoś, itd. Z czasem, te kontakty zostaną nawiązane.

Podsumowując, zrozumienie dla nowych obowiązków ze strony kadry zarządzającej wymaga trudu. Polecam organizowanie spotkań i szkoleń dla nich, wręcz wmanewrowanie zarządu i paru kluczowych osób wokół zarządu w jakieś szkolenie zewnętrzne. Ono bardziej dyscyplinuje niż to wewnętrzne.

Uświadomienie tym osobom, które bardzo często posiadają jakieś pakiety akcji czy to w wyniku przekształcenia spółki akcyjnej, w której management ma akcje, w spółkę publiczną, czy w ramach emisji pracowniczych, wynikających z tego konsekwencji, jeśli zechcą tymi akcjami samodzielnie zarządzać. I to dwojakiemu rodzaju.

Po pierwsze, sankcji karnych i administracyjnych za naruszenie przepisów ustawowych czy aktów wykonawczych. Z tym dość łatwo można sobie poradzić. Wystarczy przygotować abstrakt, wypisać, że za to 200 000 zł, a za to grozi 10 lat, itd.

Po drugie, konsekwencje marketingowe faktu, że na przykład prezes spółki sprzedaje akcje. Nie tylko odpowiada za to, czy powiedział o tym rynkowi lub nie, ale także za to, jak jego decyzja wpłynie na notowania, co stanie się z kursem, skoro za tydzień spółka ma publikować raport kwartalny, a prezes wpadł na pomysł, że jak sprzeda akcje, to pojedzie na urlop. Sprzeda parę tysięcy akcji, więc mu nie ubędzie dużo, a kwestię urlopu będzie miał rozwiązana.

Tym osobom, które są na co dzień bardzo zajęte, zwykle w dobrej wierze, trzeba o tym mówić i przypominać, bo one o tym zapominają.

Również informacje o kontraktach i umowach, które pojawiają się w bardzo różnych działach w spółkach, to są umowy finansowe, gwarancje bankowe czy linie kredytowe, to wszystko mogą być umowy znaczące.

Dziś mamy jeszcze jasne kryteria w tym względzie, za chwilę one staną się nieco mniej jasne. Proszę jednak pamiętać, że miejsc powstawania tych informacji w samej spółce, w grupie kapitałowej, w spółkach zależnych, jest bardzo wiele. Wszyscy są bardzo zapracowani i dlatego, trzeba po prostu o tym przypominać.

Funkcję osoby odpowiedzialnej za relacje inwestorskie postrzegam jako osoby, która się czepia, bo tak naprawdę, spora część mojej pracy polega na tym, że chodzę i wszystkich pytam, czy przypadkiem się coś u nich nie wydarzyło. Proszę mi wierzyć, że już nie raz się zdarzyło, że dzięki temu uniknęliśmy problemów. Ponadto, takie nękanie sprawia, że lepiej się o tym pamięta.

Bardzo lubię zagadnienie, co jest, a co nie jest prognozą wyników. Otóż, prawie wszystko jest prognozą. Można sobie opowiadać anegdoty o tym, że na imieninach u cioci mówimy, że u nas w firmie wszystko dobrze idzie, i dopóki nikt z tym nic nie zrobi, to nie ma problemu. Jeżeli jednak okaże się, że akurat jakiś znajomy lub ciocia kupi akcje, a spółka za tydzień opublikuje dobre wyniki, to może być kłopot.

Oczywiście, dobrze pamiętać o zdrowym rozsądku, natomiast warto, aby ta wiedza dotarła do wszystkich pracowników. Dotyczy to przede wszystkim tych pracowników, do których może zadzwonić dziennikarz. W mojej branży, w branży informatycznej jest tak, że

prasa branżowa stara się pozyskiwać informacje dzwoniąc do różnych osób. Jest tej prasy sporo. Pytają, co słychać w firmie, dobrze czy nie, jakie kontrakty, itd.

Jeśli mamy zarząd zapracowany, niedostępny, dziennikarze próbują dzwonić do tych, których znają. Każda spółka ma zaprzyjaźnionych dziennikarzy i kiedy nagle staje się spółką publiczną, okazuje się, że można im tylko poradzić, by poszukali na stronach PAP, bo więcej nie możemy powiedzieć.

Jest to trudne do zorganizowania i wymaga dużej dozy dyplomacji związanej z tym, żeby jednak mieć z nimi tematy do rozmowy, bo nikt nie chce do siebie zrazić prasy, a z drugiej strony, żeby nie wejść na jakąś minę.

Proszę pamiętać, że rozporządzenie o prospekcie i rozporządzenie o obowiązkach informacyjnych, nie są jedynymi, które warto poznać i często przeglądać. Jest parę obowiązków porozrzucanych w innych aktach prawnych. Warto przygotować ściągawkę na własny użytek.

Jeśli chodzi o kalendarz publikacji raportów okresowych. To trudny temat, bo kalendarz należy określić w styczniu, albo, w przypadku pierwszej emisji, w momencie jej uplasowania aż do stycznia na następny rok.

Trzeba zmieścić się w terminach wymaganych przez rozporządzenie. Jest tam 30, 45, 60 dni, 3 miesiące, różne terminy w zależności od raportów, to znaczy, w zależności od tego, czy wybierze się raport jednostkowy skonsolidowany czy tylko skonsolidowany rozszerzony. Są tu dwie rafa i obie bardzo poważne. Trzeba mieć świadomość ich istnienia po to, żeby je ominąć.

Pierwsza rafa to spółki zależne, aby można było je skonsolidować, muszą przedstawić raporty. Trzeba więc, dogadać się z tymi spółkami, co do terminu przesyłania tych raportów. Problem, oceniam go jako ewidentną dziurę legislacyjną, polega na tym, że nie ma żadnego umocowania do tego, żeby od spółek zależnych wymagać złożenia tych raportów w określonych terminach. Oczywiście, oprócz nadzoru właścicielskiego, jeśli spółka dominująca ma pełną kontrolę.

Mam do czynienia z taką sytuacją. Jedna z naszych spółek, gdzie mamy 30% i nie mamy innej kontroli, nie jest zainteresowana naszym kalendarzem. Jest 60 dni na złożenie raportu kwartalnego i mogą opublikować go ostatniego dnia. Nie ma żadnej możliwości prawnej, oprócz negocjacji, żeby się z nią dogadać.

Proszę też pamiętać, że może się zdarzyć, że w wyniku emisji, jakiś znaczący pakiet akcji w spółce obejmie inwestor branżowy. Przez przypadek, ten inwestor branżowy będzie spółką publiczną. Mam w swojej firmie również taki przypadek. Spółka giełdowa posiada znaczący pakiet akcji mojej spółki. To spółka zewnętrzna, która nigdy z moją spółką nie pracowała, ale która miała swój kalendarz. Ten kalendarz nie musi oznaczać, że każda publikacja następuje ostatniego dnia określonego ustawowo. Kiedy ta spółka nabyła znaczący pakiet akcji naszej spółki, to raptem z 45 dni zrobiło się 20, a jeśli popatrzymy na raporty, które muszą być poddane audytom, to zaczyna dramatycznie brakować czasu.

Audytory również potrzebują nieco czasu, żeby się przyjrzeć dokumentom. Ustalenie kalendarza raportów okresowych, w tej sytuacji, nie jest banalne i wymaga zastanowienia. I na to uczulam, ponieważ z moich obserwacji wynika, że rynek stosunkowo źle odbiera przesuwanie terminów tych publikacji. Traktuje to jako sygnał w podtekście, że coś jest nie tak.

Najgorszy przypadek, to taki, że spółka istotnie ma coś do ukrycia i szuka pomysłu, jak to zrobić. Natomiast najprostszy, którego wszystkim życzę, że mają bałagan i po prostu nie zdążyli. Jest to najmniej dramatyczny przykład interpretacji opóźnienia przez rynek.

Oczywiście, pomijam tu przypadki losowe, na przykład, śmierć głównej księgowej przed opublikowaniem raportu. Znam taki przypadek i wiem, że to również może się zdarzyć.

Jaką pomoc musimy sobie zapewnić, jako spółka? Na pewno warto mieć pod ręką jakąś kancelarię prawną, która trochę zna temat obowiązków informacyjnych i relacji inwestorskich, itd.

W przypadku małych i średnich firm nie warto zatrudniać prawnika, w sensie zatrudnienia etatowego, na pewno natomiast, jeśli mają Państwo prawo wyboru audytora czy firmy audytującej sprawozdania finansowe, warto wybrać audytora, który po pierwsze, już wie dużo na temat MSR, a także ma w portfolio swoich klientów inne spółki publiczne, ponieważ taka firma dużo lepiej rozumie nasze potrzeby.

Jeśli chodzi o MSR, powtórzę jeszcze raz, na razie, teoretycznie, ale ponieważ będziemy musieli sporządzać dane porównywalne, a ja już mam za sobą ciężkie boje z księgowością, która musiała coś przekształcać według MSR i sądzę, że jest to bardzo skomplikowane. Dlatego warto pomyśleć, czy nie robić tego od razu. Inaczej, jest to praktycznie, robienie sprawozdań od początku.

Jest na rynku grupa firm PR, które uważają, że specjalizują się w relacjach inwestorskich. Jest to moja osobista obserwacja. Osobiście, mam bardzo mieszane uczucia, co do jakości działania tych firm. Doradzałbym raczej oszacowanie najpierw liczby i rodzaju komunikatów, czy prowadzimy w miarę spokojną działalność, czy raczej pojawiają się w niej często sytuacje kryzysowe, trudne, itp. Sugerowałbym, aby na początku spróbować samemu poradzić sobie z problemem PR.

W Komisji, w Depozycie i na Giełdzie naprawdę można się dużo dowiedzieć. Urząd państwowy, jakim jest Komisja, jak już mówiłem, działa, jak dobra firma komercyjna, której zależy na klientach. Proszę mi wierzyć, że są tam osoby, które udzielają pomocy, są dostępne odpisują na maile, itp.

Oczywiście, ta wykładnia nigdy nie jest wiążąca, więc decyzja i odpowiedzialność będzie zawsze leżała po stronie spółki. Większość pytań, jakie się pojawiają, dotyczy codziennego życia i obsługi najprostszych informacji. Wszystkie osoby zaangażowane w kontakt z emitentami są bardzo zyczliwie nastawione.

O szkoleniach i marketingu inwestycyjnym już trochę mówiłem. Bardzo chętnie dyskutuję i rozmawiam w różnych konfiguracjach na tematy, które nas wszystkich boją. Zapraszam więc państwa do utrzymania kontaktu ze mną. Od razu mówię, że również moje doświadczenie zawarte w mojej opinii, nie ma w żaden sposób charakteru wiążącego. Jestem natomiast przykładem człowieka, który nie jest ani prawnikiem, ani księgowym, nie mam żadnego pojęcia o tym, co to znaczy prowadzić relacje inwestorskie, ale jakoś mi się udaje, i to całkiem nieźle. Natomiast na pewno udało mi się nie wpędzić mojej firmy w kłopoty. To już uważam za sukces.

Jeżeli po pierwszej emisji uda nam się uplasować następną, będzie można uznać za dowód, że inwestorzy nam zaufali. Może więc, będę potrafił pomóc i w miarę wolnego czasu chętnie to zrobię.

Jeszcze raz podkreślam, że należy się przebić przez wszystkie wymienione tu akty prawne, ale one nie są najważniejsze i nie są problemem. Po pół roku będą już dobrze znane wszystkie terminy, paragrafy, itd. Potem nabiera się pewnej rutyny w wysyłaniu raportów systemem ESPI.

### **Joanna Billewicz-Fotowicz:**

- Czy są jeszcze jakieś pytania? Jeśli nie, pozwolę sobie zaprosić państwa, podobnie jak koledzy, aby zwracać się z pytaniami także do Stowarzyszenia. Chcemy stworzyć katalog problemów, które mają spółki przed debiutem, po to, by państwa następcy mogli łatwiej przeżyć okres przygotowań i sposób, w jaki się do tego zabrać.

Prawdopodobnie jesienią, będziemy chcieli zrobić spotkanie wchodzące w głąb pewnych zagadnień, chociażby dotyczące informacji poufnej, o której tu mówiono, ale cały czas w kontekście, że nie ma czasu, aby wejść w szczegóły tego zagadnienia.

Sądzę, że będzie można wrócić do tych tematów, będę też zainteresowana sugestiami z Państwa strony. Pozostawiam Państwa z materiałem, który został dziś przekazany, do przemyślenia.

W materiałach jest jeszcze raport z drugiej edycji badań Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych „Miejsce Giełdy w strategii spółek”. Sądzę, że to też jest materiał do przemyślenia, żeby zobaczyć jak się kształtuje żywot spółki giełdowej, na co trzeba zwracać uwagę, jak w ogóle należy patrzeć na ten rynek, aby nie tylko być tą specyficzną spółką, która bardzo, bardzo dużo musi, ale również i tą, która w określonych sytuacjach potrafi z tego rynku skorzystać i zebrać odpowiedni kapitał na zaspokojenie swoich potrzeb rozwojowych.

Mogę zapewnić, że spółki, które wiedzą po co są na giełdzie, potrafią z tego korzystać nawet wtedy, kiedy były potrzebne emisje ratunkowe. Okazało się, że inwestorzy, akcjonariusze potrafili im zawierzyć. Sądzę więc, że gra jest warta świeczki, aczkolwiek na pewno obowiązków jest bardzo dużo.

Dziękuję za uwagę Państwa i ciekawe wystąpienia Prelegentom i zapraszam na naszą stronę: [www.seg.org.pl](http://www.seg.org.pl), gdyż tam znajdziecie Państwo zapowiedzi wszelkich następnych seminariów.