Komisja Nadzoru Finansowego

Marcin Pachucki
Aleksander Plutecki

Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne

Poradnik dla emitentów

CEDUR

CEDUR

PORADNIK
DLA EMITENTÓW

Marcin Pachucki
Aleksander Plutecki

JAK PRAWIDŁOWO WYPEŁNIAĆ OBOWIĄZKI INFORMACYJNE

Warszawa 2014

Komisja
Nadzoru
Finansowego

Publikacja została wydana nakładem Komisji Nadzoru Finansowego

© Komisja Nadzoru Finansowego
Pl. Powstańców Warszawy 1
00-030 Warszawa
www.knf.gov.pl

Warszawa 2014
Wydanie I

ISBN 978-83-63380-45-8

Nakład: 1500 szt.

Stan prawny na dzień: 1 lipca 2014 r.

Przygotowanie do druku i druk
Agencja Reklamowo-Wydawnicza A. Grzegorczyk
www.grzeg.com.pl

Niniejsza publikacja wydana została w celach edukacyjnych w ramach projektu CEDUR. Informacje w niej zawarte mają wyłącznie charakter ogólny i nie stanowią porady inwestycyjnej.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie decyzje inwestycyjne, podjęte przez czytelnika na podstawie zawartych w niniejszej publikacji informacji.

SPIS TREŚCI

OBJAŚNIENIE UŻYTYCH SKRÓTÓW **5**

WPROWADZENIE **7**

RYNEK NOTOWAŃ PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH A OBOWIĄZKI INFORMACYJNE **9**

INFORMACJE POUFNE **12**
- Definicja 12
- Przykłady informacji poufnych 13
- Zakres ujawnianych informacji 14

INFORMACJE BIEŻĄCE **16**
- Uwagi ogólne 16
- Informacje bieżące gospodarcze 17
- Informacje bieżące korporacyjne 20
- Pozostałe informacje bieżące 22

INFORMACJE OKRESOWE **24**
- Uwagi ogólne 24
- Raporty kwartalne 25
- Raporty półroczne 26
- Raporty roczne 27

PUBLIKACJA RAPORTÓW **28**
- Uwagi ogólne 28
- Publikacja informacji bieżących i poufnych 29
- Terminy publikacji raportów okresowych 30

ODPOWIEDZIALNOŚĆ PRAWNA Z TYTUŁU NIENALEŻYTEGO WYPEŁNIANIA OBOWIĄZKÓW **32**

REGULACJE PRAWNE **34**

LITERATURA **36**

SCHEMAT ESPI **37**

SŁOWNICZEK **38**

OBJAŚNIENIE UŻYTYCH SKRÓTÓW

Ustawa o ofercie – Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2013. 1382 j.t.).

Ustawa o obrocie – Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2014. 94 j.t. ze zm.).

Ustawa o rachunkowości – Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 2013. 330 j.t.).

Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. – Rozporządzanie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. 2014. 133 j.t.).

Rozporządzenie MF z dnia 13 kwietnia 2006 r. – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 13 kwietnia 2006 r. w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnianiem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych (Dz.U. 2006. 67. 476).

Rozporządzenie MF z dnia 18 października 2005 r. – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości (Dz.U. 2014. 300 j.t.).

Rozporządzenie WE nr 1606/2002 – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (Dz. UE. L 243/1).

Dyrektywa o nadużyciach – Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz. UE. L 96/16).

Dyrektywa o przejrzystości – Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. UE. L 390/38).

Dyrektywa o prawach akcjonariuszy – Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz. UE. L 184/17).

KSH – Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych (Dz.U. 2013. 1030 j.t.).

KNF – Komisja Nadzoru Finansowego.

GPW – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

ASO – alternatywny system obrotu.

WPROWADZENIE

Równy oraz niezwłoczny dostęp inwestorów do rzetelnie i zrozumiale przekazanych, istotnych informacji dotyczących emitenta lub wyemitowanych przez niego instrumentów finansowych notowanych na rynku zorganizowanym jest fundamentem rynku kapitałowego. Prawidłowy sposób wypełniania obowiązków informacyjnych wpływa na przejrzystość rynku, co z kolei buduje zaufanie inwestorów do tegoż rynku. W konsekwencji rośnie jego znaczenie dla emitentów papierów wartościowych poszukujących finansowania od szerokiego grona inwestorów oraz dla inwestorów, którzy mogą inwestować posiadane środki w szeroką gamę podmiotów (instrumentów finansowych). Oczywiście zorganizowane rynki obrotu, na których dokonuje się obrotu wtórnego co do zasady nie służą gromadzeniu środków finansowych przez emitenta, ale pośrednio mają istotny wpływ na, po pierwsze, to czy w ogóle istnieje możliwość pozyskania przez danego emitenta kapitału od szerokiej grupy inwestorów, a po drugie – w przypadku pozytywnej odpowiedzi na poprzednie pytanie – na wielkość oraz koszt tego kapitału. Należy jednak wskazać, iż deklaracja wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu na rynku zorganizowanym znacząco ułatwia możliwość pozyskania kapitału przez emitenta w drodze publicznej oferty sprzedaży papierów wartościowych czy też oferty prywatnej.

Te korzystne dla emitenta okoliczności wiążą się jednak ze swoistym „kosztem", tj. koniecznością wypełniania obowiązków informacyjnych jakie ciążą na emitencie, którego papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku zorganizowanym. Ten „koszt" w przypadku emitenta rzetelnie wypełniającego omawiane obowiązki przekłada się na wyższą wycenę rynkową jego papierów wartościowych, co przy ich kolejnej emisji ma niebagatelne znaczenie dla ceny po jakiej będzie możliwe zbycie nowych papierów wartościowych.

Omawiając znaczenie rzetelnego raportowania nie można nie wspomnieć o tym, że terminowe przekazywanie wymaganych informacji do publicznej wiadomości przez zobowiązanych do tego emitentów istotnie ogranicza skalę bardzo szkodliwego dla rynku kapitałowego zjawiska, tj. wykorzystywania informacji poufnych, czyli nielegalnego korzystania z przewagi informacyjnej przez osoby posiadające cenotwórcze informacje i dokonujące transakcji na stosownych instrumentach finansowych. Znaczna skala występowania takich zachowań wpływa na istotne osłabienie zaufania do rynku.

Jak zatem widać rzetelne wypełnianie obowiązków informacyjnych ma istotny, pozytywny wpływ nie tylko na postrzeganie emitenta, czyli jego szanse na relatywnie tańsze pozyskanie finansowania na rynku kapitałowym, ale wpływa również, w wyniku minimalizowania ryzyka popełniania czynów niedozwolonych przez uprzywilejowane informacyjnie osoby, na budowanie zaufania do całego rynku.

Niniejsza publikacja pozwala zapoznać się z tymi obowiązkami nie tylko z teoretycznego, ale również, dzięki wskazanym przykładom, z praktycznego punktu widzenia.

Opracowanie to porusza temat obowiązków informacyjnych związanych z dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

RYNEK NOTOWAŃ PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH A OBOWIĄZKI INFORMACYJNE

Ważne przepisy:
Ustawa o ofercie – art. 56

Zakres obowiązków informacyjnych nałożonych na emitentów papierów wartościowych jest zależny od formy rynku zorganizowanego, na którym dopuszczone są owe papiery wartościowe, do obrotu. Ustawa o obrocie wskazuje, iż zorganizowany obrót instrumentami finansowymi w Polsce dokonywany jest na **rynku regulowanym** lub w **alternatywnym systemie obrotu**. Rynek regulowany zaś to rynek giełdowy (giełda) lub pozagiełdowy i obydwa te rynki muszą być prowadzone przez spółki akcyjne. Alternatywny system obrotu organizować mogą zaś nie tylko spółki prowadzące giełdę lub rynek pozagiełdowy, ale również firmy inwestycyjne (w przypadku domu maklerskiego w formie spółki akcyjnej lub z ograniczoną odpowiedzialnością).

Z perspektywy emitenta rynki te różnią się wymogami stawianymi emitentom i ich papierom wartościowym zarówno na etapie ubiegania się o dopuszczenie (wprowadzenie) tych papierów do obrotu, jak i późniejszych notowań. Różnice te dotyczą w szczególności zakresu obowiązków informacyjnych, które omówione zostaną w dalszej części niniejszej publikacji.

Ustawa o obrocie daje możliwość spółce prowadzącej giełdę lub rynek pozagiełdowy organizowania rynków wyodrębnionych pod względem rodzaju papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, jak również rodzaju ich emitentów. Precyzuje jednocześnie, że spółka prowadząca giełdę może, w ramach organizowania rynku giełdowego, wyodrębnić rynek oficjalnych notowań giełdowych spełniający dodatkowe, w stosunku do minimalnych wymogów określonych dla rynku regulowanego, wymogi dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tym rynku.

„Ustawa o obrocie daje możliwość spółce prowadzącej giełdę lub rynek pozagiełdowy organizowania rynków wyodrębnionych pod względem rodzaju papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, jak również rodzaju ich emitentów."

W praktyce, stosownie do powyższej systematyki, status rynku regulowanego mają:

a) rynek giełdowy:

- rynek podstawowy (tj. rynek oficjalnych notowań) oraz rynek równoległy, organizowane przez GPW[1],

b) rynek pozagiełdowy:

- rynek organizowany przez Bondspot S.A.

[1] GPW określa w przekazach informacyjnych zbiorczo te rynki mianem „Główny rynek GPW".

Status alternatywnego systemu obrotu mają natomiast:

- NewConnect organizowany przez GPW,
- alternatywny system obrotu organizowany przez Bondspot S.A.[2].

Obowiązki informacyjne emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu **na rynku regulowanym** określa Ustawa o ofercie w art. 56. I tak, ci emitenci są zobowiązani do publikacji:

- informacji poufnych, w rozumieniu art. 154 Ustawy o obrocie oraz
- informacji bieżących i okresowych.

O ile jednak obowiązek publikacji **informacji poufnych** spoczywa w takim samym zakresie na wszystkich emitentach (nie zależy od tego na jakim rynku regulowanym papiery wartościowe są notowane), to w przypadku informacji **bieżących i okresowych** przedmiotowa ustawa precyzuje, że:

- w przypadku emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych, w rozumieniu przepisów Ustawy o obrocie, lub na rynku regulowanym innego niż Polska państwa członkowskiego, raportowanie następuje zgodnie z przepisami **Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r**.,

natomiast

- w przypadku emitentów papierów wartościowych dopuszczonych wyłącznie do obrotu na rynku giełdowym niebędącym rynkiem oficjalnych notowań giełdowych lub obrotu na rynku pozagiełdowym, raportowanie odbywa się zgodnie z postanowieniami **regulaminów** tych rynków.

W przypadku rynku nieregulowanego, ale zorganizowanego jakim jest alternatywny system obrotu, zakres publikowanych informacji także określa regulamin danego rynku.

Warto zauważyć, iż regulaminy poszczególnych rynków określają instrumenty finansowe, jakie mogą być przedmiotem obrotu na danym rynku. Stąd też, w zależności od tego, czy emitent będzie zamierzał wprowadzić do obrotu zorganizowanego instrumenty udziałowe czy dłużne, będzie on musiał ubiegać się o wprowadzenie tych instrumentów do notowań na właściwym rynku.

Tabela nr 1: Źródło obowiązków informacyjnych na poszczególnych rynkach.

Rynek	Instrumenty finansowe mogące być przedmiotem obrotu	Źródło i zakres obowiązków informacyjnych
Rynek regulowany		
Rynek podstawowy organizowany przez GPW (rynek oficjalnych notowań)	Instrumenty finansowe w rozumieniu art. 2 Ustawy o obrocie	art. 56 Ustawy o ofercie oraz Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r.
Rynek równoległy organizowany przez GPW	Instrumenty finansowe w rozumieniu art. 2 Ustawy o obrocie	§ 28 – § 29 Regulaminu Giełdy

[2] W oparciu o rynek regulowany oraz alternatywny systemu obrotu, których organizatorami są GPW oraz Bondspot S.A., w zakresie obrotu instrumentami dłużnymi funkcjonuje Catalyst.

Rynek pozagiełdowy organizowany przez Bondspot S.A.	Dłużne instrumenty finansowe	§ 12 – § 17 Regulaminu obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego
ASO		
ASO organizowany przez GPW (NewConnect)	Akcje, prawa do akcji (PDA), prawa poboru, kwity depozytowe, obligacje (z wyłączeniem obligacji emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski) oraz inne udziałowe papiery wartościowe lub inne dłużne instrumenty finansowe emitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego	§ 17 Regulaminu ASO oraz załącznik nr 3 i 4 do ww. regulaminu
ASO organizowany przez BondSpot S.A.	Obligacje, listy zastawne i inne dłużne instrumenty finansowe inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z zaciągniętego długu	§ 20 Regulaminu ASO oraz załącznik nr 3 do ww. regulaminu

Oczywiście, większe wymagania (w tym informacyjne) zarówno na etapie procesu dopuszczania (wprowadzania) określonych instrumentów finansowych do notowań na danym rynku, jak i następnie ich notowania, stawiane są emitentom ubiegającym się o notowanie na rynku regulowanym, a największe wymagania związane są z notowaniem instrumentów finansowych na rynku oficjalnych notowań organizowanym przez GPW[3].

Należy jednak zwrócić uwagę, iż regulaminy pozostałych rynków zorganizowanych – odnosząc się do kwestii obowiązków informacyjnych – odwołują się do wymagań stawianym właśnie emitentom papierów wartościowych notowanych na rynku oficjalnych notowań, względnie wzorują się na tychże. Mając na uwadze tę okoliczność, w dalszej części niniejszego opracowania poruszono problematykę obowiązków informacyjnych wypełnianych w związku z przekazywaniem informacji poufnych oraz informacji bieżących i okresowych, zdefiniowanych w Rozporządzeniu MF z dnia 19 lutego 2009 r., a więc tego rozporządzenia, które obowiązuje emitentów papierów wartościowych notowanych na rynku oficjalnych notowań.

[3] Wskazane zasady dotyczące rynku regulowanego ulegają modyfikacji w przypadku **emitentów zagranicznych**. W przypadku bowiem emitenta, którego papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań, dla którego Polska jest jednak **państwem przyjmującym**, zakres przekazywanych informacji oraz terminy ich przekazywania określają przepisy państwa macierzystego. Natomiast w zakresie ww. emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu wyłącznie na rynku giełdowym niebędącym rynkiem oficjalnych notowań giełdowych lub na rynku pozagiełdowym, stosowne regulaminy winny określać warunki uznania informacji za równoważne informacjom bieżącym i okresowym.

INFORMACJE POUFNE

DEFINICJA

Ważne przepisy:
Ustawa o obrocie – art. 154

Wyróżnienie informacji poufnej w regulacjach rynku kapitałowego jest konsekwencją transpozycji Dyrektywy o nadużyciach do polskiego porządku prawnego. Zgodnie z art. 154 Ustawy o obrocie taki charakter ma informacja, która:

- dotyczy, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, lub instrumentów finansowych (w tym nabywania lub zbywania takich instrumentów),
- jest określona w sposób precyzyjny,
- nie została przekazana do publicznej wiadomości,
- po przekazaniu do publicznej wiadomości mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

Ostatnia z ww. cech wskazuje, iż informacja poufna jest **cenotwórcza** i dlatego też jest to informacja wartościowa (brana pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych), **która niezwłocznie powinna być przekazywana inwestorom**. Ową cenotwórczość należy oceniać przez pryzmat wagi informacji, a tym samym istnienia możliwości, iż po przekazaniu do publicznej wiadomości w **istotny sposób**, wpłynie na cenę lub wartość instrumentów finansowych, lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Należy zwrócić uwagę, iż ów istotny wpływ na cenę czy wartość akcji nie jest w regulacjach prawnych doprecyzowany poprzez, jakby się wydawało, najprostszy sposób, tj. wskazanie procentowej wartości zmiany ceny, która miałaby wystąpić, aby twierdzenie, iż omawianą cechę informacja posiada, było w pełni uprawnione. Taki stan prawny jest jak najbardziej uzasadniony, bowiem cena instrumentu finansowego jest wypadkową wielu czynników. Stąd też, w niektórych okolicznościach, publikacja pozytywnej w swej wymowie dla emitenta informacji poufnej, może nie spowodować wzrostu ceny (np. w sytuacji spadku cen na całym rynku z uwagi na publikację zaskakujących, bardzo negatywnych danych makroekonomicznych). Między innymi dlatego oceniając potencjał cenotwórczy informacji należy ocenić, czy mogłaby ona zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez **racjonalnie działającego inwestora** (miałaby wpływ na tę decyzję). Należy zauważyć, iż ów racjonalny inwestor, to osoba posiadająca pewną wiedzę dotyczącą inwestowania, potrafiąca wyciągać racjonalne wnioski z napływających informacji dotyczących emitenta lub mających wpływ na jego papiery wartościowe. Jest to zatem osoba, która pod względem wiedzy z zakresu inwestowania plasuje się pomiędzy laikiem a profesjonalistą.

Inną istotną cechą informacji poufnej jest **precyzyjność**. Możemy mówić, iż informacja ma taki charakter, gdy wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać, a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę, lub wartość instrumentów finanso-

wych, lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Co to oznacza? Otóż to, że informacją poufną mogą być informacje nie tylko odnoszące się do zdarzeń, które **już wystąpiły** ale, a nawet przede wszystkim, informacje o zdarzeniach, które **prawdopodobnie wystąpią**. Informacja poufna dotyczy przyszłych okoliczności lub wydarzeń, w odniesieniu do których z całościowej oceny dostępnych już elementów wynika, iż występuje rzeczywista perspektywa, że zaistnieją one lub będą mieć miejsce[4]. Ta cecha informacji poufnej jest szalenie istotna w aspekcie właściwego identyfikowania takich informacji, a tym samym zgodnego z prawem wypełniania nałożonych na emitenta obowiązków.

PRZYKŁADY INFORMACJI POUFNYCH

Wydawać by się mogło, że z uwagi na dość skomplikowaną definicję informacji poufnej, a przede wszystkim brak wskazania w ustawie czy rozporządzeniu choćby przykładów zdarzeń, które powodują powstanie informacji poufnej[5], rozpoznawanie zdarzeń, o których emitent winien przekazać do publicznej wiadomości informację poufną, może być szalenie trudne. Nic bardziej mylnego! Zarząd emitenta dążący do wzrostu jego wartości i wyceny emitowanych przez niego papierów wartościowych, winien przecież działać racjonalnie, a to jest możliwe jeśli jego członkowie posiadają wiedzę i umiejętności interpretowania informacji wpływających na sytuację ekonomiczno-finansową oraz prawną emitenta. Tym samym zarząd winien kierować się tymi umiejętnościami przy ocenianiu charakteru i wagi informacji, tj. jej potencjalnego wpływu lub też braku wpływu, zarówno bezpośredniego, jak i pośredniego, na ww. sytuację emitenta. Jeśli okoliczność, której dana informacja dotyczy, może mieć istotny wpływ na sytuację emitenta, będzie ona zapewne źródłem powstania informacji poufnej. Tak dokonywane na co dzień szacowanie wpływu zdarzeń (okoliczności), jest niczym innym, jak dokonywaniem testu na wystąpienie informacji o charakterze poufnym.

Jak wspomniano, regulacje prawne nie zawierają przykładowego katalogu informacji poufnych. Nie oznacza to jednak, że takiego katalogu, stanowiącego istotny pomocniczy środek przy ocenianiu informacji, nie można sformułować. Biorąc pod uwagę specyfikę emitentów papierów wartościowych notowanych na rynkach zorganizowanych oraz przesłanki, którymi kierują się inwestorzy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, jako przykłady informacji poufnych można wskazać[6]:

- wyniki działalności operacyjnej,
- zmiany w kontroli i umowy dotyczące kontroli,
- zmiany zarządu i rady nadzorczej,
- zmiany audytorów lub inne informacje dotyczące działalności audytorów,
- działania dotyczące kapitału lub emisji dłużnych papierów wartościowych, lub gwarancji nabycia lub subskrypcji papierów wartościowych,

[4] Zob. Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 28 czerwca 2012 r. w sprawie Geltl przeciwko Daimler AG, sygn. C-19/11 (curia.europa.eu).

[5] W art. 154 Ustawy o obrocie, w którym zawarta jest definicja informacji poufnej jako przykład takiej informacji wskazana jest jedynie informacja dotycząca składanych przez inwestora dyspozycji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

[6] Za „Dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku, Poziom 3 – drugi zestaw wytycznych i informacji CESR dotyczących jednolitego zastosowania Dyrektywy na rynku", Nr ref: CESR/06-562b, Lipiec 2007.

- decyzje o podwyższeniu lub obniżeniu kapitału zakładowego,
- fuzje, podziały i wydzielenia,
- kupno lub rozporządzenie udziałami w kapitale lub innymi głównymi aktywami lub oddziałami prowadzenia działalności,
- restrukturyzacja lub reorganizacja, które mają wpływ na aktywa i pasywa emitenta, sytuację finansową lub zyski i straty,
- decyzje dotyczące programów skupu akcji własnych lub transakcji na innych notowanych instrumentach finansowych,
- zmiany w prawach notowanych akcji własnych emitenta,
- składanie wniosku o ogłoszenie upadłości lub wydanie orzeczeń postępowania upadłościowego,
- spory prawne,
- odwołanie lub likwidacja linii kredytowych przez jeden lub więcej banków,
- rozwiązanie lub weryfikacja przyczyn rozwiązania spółki,
- zmiany wartości aktywów,
- niewypłacalność istotnych dłużników firmy,
- zmniejszenie wartości nieruchomości,
- fizyczne zniszczenie nieubezpieczonych dóbr,
- nowe licencje, patenty, zarejestrowane znaki towarowe,
- zmniejszenie lub zwiększenie wartości posiadanych instrumentów finansowych,
- zmniejszenie wartości patentów, lub praw lub aktywów niematerialnych ze względu na innowacje rynkowe,
- otrzymanie ofert nabycia konkretnych aktywów,
- innowacyjne produkty lub procesy,
- przypadki odpowiedzialności za jakość produktu lub za szkody w środowisku naturalnym,
- zmiany w przewidywanych dochodach lub stratach,
- zamówienia otrzymane od klientów, ich unieważnienie lub ważne zmiany,
- wycofanie się lub wejście w nowy obszar działalności podstawowej,
- zmiany w polityce inwestycyjnej emitenta,
- data ustalenia prawa do dywidendy, zmiany w dacie płatności dywidendy i kwocie dywidendy, zmiany w polityce dotyczącej dywidendy.

Odnosząc się do wskazanych przykładów warto jednak jeszcze raz podkreślić, że **informacja poufna powstaje nie tyle, gdy zaistnieje w szczególności wyżej wskazane zdarzenie, ale już wtedy, gdy pojawi się rzeczywista perspektywa jego wystąpienia**.

ZAKRES UJAWNIANYCH INFORMACJI

Ważne przepisy:
Ustawa o obrocie – art. 154 ust. 1 pkt 1

Jeśli emitent zidentyfikował zdarzenie kreujące informację poufną, jest zobligowany do sporządzenia stosownego raportu. W przeciwieństwie do informacji bieżących i okresowych nie może się on jednak w takim przypadku posłużyć precyzyjnie wskazanym w regulacjach prawnych zakresem treści informacji, jaki w przypadku poszczególnego typu zdarzenia winien zostać opublikowany. Brak takiego zakresu jest konsekwencją indywidualnego charakteru danej okoliczności,

generującej informację poufną w kontekście specyficznych cech danego emitenta oraz innych zmiennych, spoza jego sfery, które mają również wpływ na znaczenie/postrzeganie danych okoliczności.

W tym miejscu należy ponownie zwrócić się do definicji informacji poufnej. Jak pamiętamy konstytutywną cechą takiej informacji jest precyzyjność. Przypomnijmy, iż informacja ma charakter precyzyjny, gdy wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać, a jej charakter w wystarczającym stopniu **umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu** tych okoliczności, lub zdarzeń na cenę, lub wartość instrumentów finansowych, lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Kluczowym elementem ww. fragmentu definicji pozwalającym na określenie zakresu informacji, jaki winien być przekazany do publicznej wiadomości jest jej ostatni fragment, tj. ta część, która wskazuje na umożliwienie dokonania potencjalnego wpływu okoliczności, lub zdarzeń na cenę, lub wartość danego instrumentu finansowego. W praktyce oznacza to bowiem, iż informacja poufna, którą emitent winien jest opublikować, odnosząca się do określonego zdarzenia lub okoliczności, winna nie tylko zawierać informację o zaistnieniu (spodziewaniu zaistnienia) danego zdarzenia (okoliczności), ale dodatkowo **inne odnoszące się do raportowanego zdarzenia (okoliczności) informacje, które pozwolą na całościową, rzetelną ich ocenę pod kątem ich cenotwórczego charakteru**.

Oczywiście informacja poufna powstaje, i to nawet dość często, w wyniku procesu, o którym wiedzę posiada emitent chociażby z tego powodu, iż jest jego uczestnikiem. Wydaje się, że najlepszym przykładem takiego procesu są negocjacje dotyczące istotnej umowy. W takiej sytuacji **etap pośredni procesu (np. dokonane istotne uzgodnienia) może sam w sobie generować informację poufną**.

Dodatkowo należy mieć na uwadze, że w przypadku, gdy o danym zdarzeniu przekazano informację w trybie właściwym dla informacji poufnej, a następnie pojawiły się nowe okoliczności zmieniające wymowę takiego raportu, emitent ma obowiązek przekazania w trybie właściwym dla informacji poufnej każdej informacji, która stanowi znaczącą zmianę przekazanej do publicznej wiadomości informacji poufnej. Takie rozwiązanie jest jak najbardziej naturalne, ponieważ inwestorzy winni mieć dostęp do aktualnych informacji dotyczących emitenta lub jego papierów wartościowych.

„Emitent ma obowiązek przekazania w trybie właściwym dla informacji poufnej każdej informacji, która stanowi znaczącą zmianę przekazanej do publicznej wiadomości informacji poufnej."

Odnosząc się do zakresu przekazywanych informacji należy jeszcze wskazać, iż stosowne regulacje prawne wymagają, aby publikacja informacji poufnych nie była łączona z publikowaniem informacji marketingowych dotyczących działalności emitenta w taki sposób, aby mogły one wprowadzić inwestorów w błąd.

INFORMACJE BIEŻĄCE

UWAGI OGÓLNE

Ważne przepisy:
Ustawa o ofercie – art. 56 ust. 1 pkt 2
KSH – art. 402[1]–406
Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r.

Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. określa rodzaj, zakres i formę oraz częstotliwość i terminy, w jakich mają być przekazywane informacje bieżące. Zawiera ono katalog informacji bieżących, które w przypadku zaistnienia określonego stanu faktycznego powinny być przekazane. Ponadto rozporządzenie różnicuje zakres tych raportów w przypadku różnych grup podmiotów.

Spółka, która planuje debiut na rynku oficjalnych notowań giełdowych i przygotowuje się do wykonywania obowiązków informacyjnych, powinna w pierwszej kolejności zapoznać się z § 3 rozporządzenia. Przepis ten wskazuje ogólne zasady, o których należy pamiętać przygotowując treść tych informacji. Zgodnie z przytoczonym przepisem, raporty bieżące powinny zawierać informacje odzwierciedlające specyfikę opisywanej sytuacji oraz powinny być sporządzone w sposób prawdziwy, rzetelny i kompletny. W przypadku, gdy specyfika danego zdarzenia, którego dotyczy dany raport bieżący, wymaga podania dodatkowych informacji gwarantujących jej prawdziwy, rzetelny i kompletny obraz, emitent jest obowiązany do zamieszczenia tych informacji w raporcie bieżącym. Raporty bieżące powinny być również sporządzane w sposób umożliwiający inwestorom ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację gospodarczą, majątkową i finansową emitenta. Oznacza to, iż osoba sporządzająca raport bieżący powinna rozważyć, czy publikacja wyłącznie informacji wskazanych w szczególnej części rozporządzenia (odnoszących się do poszczególnych zdarzeń generujących obowiązek interpretacyjny) jest wystarczająca dla spełnienia wyżej wskazanych zasad. Raporty bieżące powinny w końcu wskazywać podstawę prawną, na jakiej są przekazywane oraz rodzaj zdarzenia, którego dotyczą.

„Raporty bieżące powinny zawierać informacje odzwierciedlające specyfikę opisywanej sytuacji oraz powinny być sporządzone w sposób prawdziwy, rzetelny i kompletny. W przypadku, gdy specyfika danego zdarzenia, którego dotyczy dany raport bieżący wymaga podania dodatkowych informacji gwarantujących jej prawdziwy, rzetelny i kompletny obraz, emitent jest obowiązany do zamieszczenia tych informacji w raporcie bieżącym. Raporty bieżące powinny być również sporządzane w sposób umożliwiający inwestorom ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację gospodarczą, majątkową i finansową emitenta."

Przy wykonywaniu obowiązków informacyjnych należy również pamiętać, iż w przypadku gdy jednostka zależna od emitenta jest spółką publiczną, obowiązek przekazania przez emitenta raportu

bieżącego w zakresie obejmującym informacje o jednostce zależnej, uważa się za wykonany, jeżeli informacje te przekazała jednostka zależna.

Zasady te są bardzo istotne i ich przestrzeganie łącznie z kryteriami określonymi w odniesieniu do poszczególnych typów raportów bieżących podlega wnikliwej ocenie organu nadzoru – KNF, w przypadku emitentów z rynku regulowanego.

W tym miejscu należy wskazać na różnicę pomiędzy obowiązkami w zakresie przekazywania informacji poufnych a obowiązkami w zakresie przekazywania informacji bieżących. Informacje bieżące w odróżnieniu od informacji poufnych, powinny zostać przekazane wyłącznie w przypadku zaistnienia ściśle określonego przepisami Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. stanu faktycznego i w wynikającym z tych przepisów odpowiednio wskazanym zakresie. Wymagania w przedmiocie obowiązku przekazania informacji poufnych zaś, o czym była mowa wcześniej, pozostawiają ocenie emitenta, czy dany stan faktyczny spełnia kryteria powstania takiej informacji.

INFORMACJE BIEŻĄCE GOSPODARCZE

Jak wcześniej wskazano Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. określa katalog okoliczności, które wymagają publikacji raportu bieżącego. Znajdujące się w przedmiotowym katalogu stany faktyczne można określić jako tzw. informacje bieżące „gospodarcze", które należy odróżnić od informacji bieżących „korporacyjnych", których zakres uregulowany jest w dalszej części Rozporządzenia. To właśnie informacje bieżące „gospodarcze" w swojej treści najbardziej przypominają informacje poufne[7]. Zgodnie z § 5 ust. 1 Rozporządzenia obowiązek ten obejmuje poniżej wskazane stany faktyczne.

1) Nabycie lub zbycie **aktywów o znacznej wartości**, a także ustanowienie hipoteki, zastawu lub innego ograniczonego prawa rzeczowego na aktywach o znacznej wartości, przez emitenta lub jednostkę od niego zależną, pod warunkiem że wartość hipoteki, zastawu lub innego ograniczonego prawa rzeczowego na aktywach o znacznej wartości stanowi co najmniej 100% wartości aktywów o znacznej wartości, na której zostało ustanowione to prawo, lub ma wartość większą niż wyrażona w złotych równowartość kwoty 1.000.000 euro, przeliczonej według kursu średniego ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w dniu powstania obowiązku informacyjnego, w zależności od tego, która z tych wartości jest niższa.
2) Utrata przez emitenta lub jednostkę od niego zależną, w wyniku zdarzeń losowych, aktywów o znacznej wartości.

Wskazane w pkt. 1 i 2 okoliczności, które wymagają obowiązku raportowego znajdują szerokie uszczegółowienie w przepisach Rozporządzenia MF. Należą one, obok informacji na temat zawarcia znacznej umowy do najczęściej przekazywanych raportów bieżących.

[7] Rzeczywiście w pewnych sytuacjach dana okoliczność może być źródłem zarówno informacji bieżącej, jak i informacji poufnej. W takiej sytuacji, jeśli emitent zdecyduje się ją przekazać do publicznej wiadomości wskazując jako podstawę prawną wykonania obowiązku, podstawę właściwą dla informacji bieżących, nie zwalnia go to – w przypadku istotnej zmiany informacji – od obowiązku przekazania aktualizacji takiej informacji w reżimie raportowania informacji poufnych.

Zgodnie z definicją zawartą w § 2 ust. 1 pkt 45 Rozporządzenia MF za aktywa o znacznej wartości należy uznać aktywa stanowiące co najmniej 10% wartości kapitałów własnych emitenta, a w odniesieniu do emitenta będącego jednostką samorządu terytorialnego w wysokości rocznego budżetu. W przypadku zaistnienia sytuacji, która uniemożliwiłaby właściwą ocenę znaczenia aktywów, emitent może przyjąć jako kryterium oceny wartość przychodów ze sprzedaży emitenta za okres ostatnich czterech kwartałów obrotowych. Emitenci, którzy są jednostkami dominującymi i sporządzają skonsolidowane sprawozdania finansowe, powinni natomiast jako kryterium przyjąć wartość przychodów ze sprzedaży grupy kapitałowej emitenta za okres ostatnich czterech kwartałów obrotowych. **Osobne kryteria oceny przewidziane są dla funduszy inwestycyjnych.**

Mając na uwadze prawidłowe wykonywanie obowiązków informacyjnych i dbałość o przejrzystość przekazywanych raportów, należy pamiętać, iż w przypadku podjęcia decyzji o zmianie kryterium uznania aktywów za znaczące, należałoby ten fakt podać do publicznej wiadomości w formie raportu bieżącego, a dopiero później przekazać raport o nabyciu znaczących aktywów.

Kolejne pozycje zawarte we wspomnianym katalogu dotyczą obowiązków w przedmiocie **znacznych umów.** Są to:

3) zawarcie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy,
4) spełnienie lub niespełnienie warunku dotyczącego zawartej przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy warunkowej,
5) wypowiedzenie lub rozwiązanie umowy będącej znaczącą umową w momencie jej wypowiadania lub rozwiązywania, zawartej przez emitenta lub jednostkę od niego zależną.

Przy ocenie danej umowy za znaczącą należy przyjąć analogiczne kryteria, jak te które dotyczą znaczących aktywów. Należy ponadto pamiętać, iż przez znaczącą umowę należy rozumieć również dwie lub więcej umów zawieranych przez emitenta lub jednostkę od niego zależną z jednym podmiotem lub, o ile przy dochowaniu przez emitenta należytej staranności możliwe jest uzyskanie stosunku zależności, z jednostką zależną od tego podmiotu w okresie krótszym niż 12 miesięcy, jeżeli łączna wartość tych umów spełnia kryteria uznania umowy za znaczącą. W przypadku znaczącej umowy wieloletniej przez wartość przedmiotu umowy znaczącej rozumie się łączną wartość świadczeń wynikających z tej umowy, określoną dla całego okresu jej obowiązywania. W przypadku umowy znaczącej zawartej na czas nieoznaczony, wartością przedmiotu umowy znaczącej jest łączna wartość świadczeń wynikających z zawartej umowy na okres 5 lat. W przypadku braku możliwości określenia wartości świadczeń wynikających z zawartej umowy należy określić szacunkową wartość przedmiotu umowy.

Następne pozycje ze wspomnianego wyżej katalogu, które powodują obowiązek raportowy to:
6) nabycie lub zbycie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną **papierów wartościowych** wyemitowanych przez emitenta,
7) udzielenie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną **poręczenia** kredytu lub pożyczki, lub udzielenie gwarancji, jeżeli wartość poręczenia lub gwarancji stanowi równowartość co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta,

8) wszczęcie przed sądem, organem właściwym dla **postępowania** arbitrażowego lub organem administracji publicznej postępowania dotyczącego zobowiązań lub wierzytelności emitenta lub jednostki od niego zależnej, których wartość stanowi odpowiednio co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta,
9) **rejestracja** przez sąd zmiany wysokości lub struktury kapitału zakładowego emitenta.

Dalsze zdarzenia powiązane są z **papierami wartościowymi** wyemitowanymi przez emitenta[8]:
10) zmiana praw z papierów wartościowych emitenta,
11) emisja obligacji, w przypadku gdy wartość emitowanych obligacji przekracza 10% kapitałów własnych emitenta, oraz emisja obligacji zamiennych na akcje, obligacji z prawem pierwszeństwa oraz obligacji przychodowych,
12) umorzenie akcji emitenta.

Kolejna grupa pozycji z katalogu dotyczy obowiązków związanych z szeroko rozumianymi **przekształceniami emitenta**, są to:
13) podjęcie decyzji o zamiarze połączenia emitenta z innym podmiotem,
14) połączenie emitenta z innym podmiotem,
14a) podjęcie decyzji o zamiarze transgranicznego połączenia się emitenta z innym podmiotem,
14b) transgraniczne połączenie się emitenta z innym podmiotem,
15) podjęcie decyzji o zamiarze podziału emitenta,
16) podział emitenta,
17) podjęcie decyzji o zamiarze przekształcenia emitenta,
18) przekształcenie emitenta.

Następna grupa obowiązków dotyczy informacji o powołaniu lub odwołaniu **organów spółki** oraz **biegłego rewidenta** tj.:
19) wybór przez właściwy organ emitenta podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych, z którym ma zostać zawarta umowa o dokonanie badania, przeglądu lub innych usług dotyczących sprawozdań finansowych lub skonsolidowanych sprawozdań finansowych emitenta,
20) wypowiedzenie przez emitenta lub przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych umowy o badanie, przegląd lub inne usługi dotyczące sprawozdań finansowych lub skonsolidowanych sprawozdań finansowych emitenta, zawartej przez emitenta z podmiotem uprawnionym do badania sprawozdań finansowych, dokonującym badania lub przeglądu sprawozdań finansowych lub skonsolidowanych sprawozdań finansowych emitenta,
21) odwołanie lub rezygnacja osoby zarządzającej lub nadzorującej albo powzięcie przez emitenta informacji o decyzji osoby zarządzającej lub nadzorującej o rezygnacji z ubiegania się o wybór w następnej kadencji,
22) powołanie osoby zarządzającej lub nadzorującej.

[8] Oczywiście do tej grupy zdarzeń należy również zdarzenie wskazane w punkcie 6 tej części opracowania. Wskazując poszczególne zdarzenia zachowano jednak numerację Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r.

Pozostałe wymogi zawarte w katalogu to:

23) umieszczenie wpisu dotyczącego przedsiębiorstwa emitenta w dziale 4 rejestru przedsiębiorców, o którym mowa w ustawie o KRS. W dziale tym umieszcza się m.in. informacje dotyczące **należności i zaległości** emitenta,
24) złożenie wniosku o **ogłoszenie upadłości**; oddalenie wniosku o ogłoszenie upadłości, w przypadku, gdy majątek dłużnika nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania lub w razie stwierdzenia, że przedmioty majątkowe wchodzące w skład majątku dłużnika są obciążone jakąkolwiek formą zastawu lub hipoteki, a pozostały jego majątek nie wystarcza nawet na zaspokojenie kosztów postępowania; ogłoszenie upadłości obejmującej likwidację majątku; ogłoszenie upadłości obejmującej możliwość zawarcia układu; zmiana postanowienia o ogłoszeniu upadłości obejmującej likwidację majątku dłużnika na postanowienie o ogłoszeniu upadłości z możliwością zawarcia układu, zmiana postanowienia o ogłoszeniu upadłości z możliwością zawarcia układu na postanowienie o ogłoszeniu upadłości obejmującej likwidację majątku; odrzucenie wniosku o ogłoszenie upadłości; umorzenie postępowania upadłościowego; uchylenie postępowania upadłościowego; złożenie oświadczenia o wszczęcie postępowania naprawczego, zakaz wszczęcia postępowania naprawczego, wszczęcie postępowania naprawczego, zatwierdzenie układu, odmowa zatwierdzenia układu; umorzenie postępowania naprawczego; uchylenie układu; umorzenie prowadzonej przeciwko emitentowi egzekucji sądowej lub administracyjnej z uwagi na fakt, że z egzekucji nie uzyska się sumy większej od kosztów postępowania egzekucyjnego, otwarcie postępowania likwidacyjnego oraz zakończenie postępowania upadłościowego – w odniesieniu do emitenta lub jednostki od niego zależnej,
25) sporządzenie **prognozy** lub **szacunków wyników** finansowych emitenta lub jego grupy kapitałowej, jeżeli emitent podjął decyzję o ich przekazaniu do wiadomości publicznej,
26) przyznanie lub zmiana **ratingu** dokonanego na zlecenie emitenta.

Należy zauważyć, że każdy z przypadków wskazanych w powyższym katalogu znajduje swoje rozwinięcie w postaci szczegółowych kryteriów, które powinny być zawarte w odnoszących się do nich raportach bieżących. Kryteria te zostały uregulowane w § od 7 do 32 Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r.

INFORMACJE BIEŻĄCE KORPORACYJNE

Oprócz wymienionego wcześniej katalogu informacji bieżących, przepisy omawianego rozporządzenia regulują szczególne przypadki przekazywania raportów bieżących. Zbiorczo informacje te należy określić jako informacje bieżące „korporacyjne". Wśród nich można dokonać następującego podziału: obowiązki dotyczące **poszczególnych grup emitentów**, które obejmują dodatkowe wymagania dla np. banków, zakładów ubezpieczeń, jednostek samorządu terytorialnego itp. oraz obowiązki związane z szeroko pojętym **uczestnictwem w obrocie na rynku oficjalnych notowań giełdowych**, takie jak: szczegółowe informacje dotyczące zwołania lub odbycia walnego zgromadzenia, zakończenie subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych, dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych.

Należy podkreślić, iż najistotniejsze w tej grupie wydają się **informacje związane z walnymi zgromadzeniami**. Dostęp do tych informacji daje bowiem akcjonariuszom możliwość bezpośredniego uczestnictwa w decydowaniu o losach spółki.

Jednym z najistotniejszych obowiązków jakie ma spółka publiczna, a więc taka, której akcje są zdematerializowane (kategoria ta obejmuje spółki, których akcje dopuszczone są do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych, innym rynku regulowanym, czy też w alternatywnym systemie obrotu) jest równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy. Obowiązek ten realizowany jest głównie poprzez umożliwienie uczestnictwa w walnych zgromadzeniach. Dlatego też regulacje europejskie (zwłaszcza dyrektywa o przejrzystości oraz dyrektywa o prawach akcjonariuszy) wiele miejsca poświęciły obowiązkom związanym ze zwoływaniem i odbywaniem walnych zgromadzeń. Na gruncie prawa polskiego problematykę tę reguluje KSH oraz Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r.

Zarówno przepisy KSH, jak i wspomnianego wyżej rozporządzenia zawierają bardzo dokładne wymogi, które spółka publiczna planując zwołanie walnego zgromadzenia powinna wziąć pod uwagę.

W przepisach KSH, które wyróżniają wymogi dla spółek publicznych na tle wymogów obowiązujących inne spółki akcyjne określono: sposób zwołania walnego zgromadzenia, termin jego zwołania, zawartość ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia, zasady prowadzenia strony internetowej spółki publicznej, czy też szczegółowe wymagania związane z uczestnictwem w walnych zgromadzeniach.

Przepisy Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. z kolei uściślają wskazane wyżej obowiązki poprzez wskazanie, iż w formie raportu bieżącego należy przekazać między innymi następujące informacje: zawartość ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia, informacje o ewentualnej zmianie statutu spółki, treść projektów uchwał oraz załączników do tych projektów, które mają być przedmiotem obrad walnego zgromadzenia, treść uchwał podjętych przez walne zgromadzenie, czy też informacje udzielone akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem.

Jako niezwykle istotne wymogi, właściwe wyłącznie dla spółek publicznych, które dotyczą walnych zgromadzeń należy uznać wymogi w zakresie ich zwoływania. Walne zgromadzenie spółki publicznej zwołuje się poprzez ogłoszenie dokonywane na stronie internetowej spółki oraz w formie raportu bieżącego wysyłanego poprzez system ESPI. Zwoływane ono być powinno co najmniej na dwadzieścia sześć dni przed terminem walnego zgromadzenia. Przepisy prawa regulują ponadto bardzo szczegółowo poszczególne elementy, które należy zawrzeć w treści ogłoszenia o walnym zgromadzeniu.

Akcjonariusze spółki publicznej, którzy chcą wziąć udział w walnym zgromadzeniu powinni też mieć na względzie, iż zgodnie z wymogami art. 406^1 KSH prawo uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki publicznej mają tylko osoby będące akcjonariuszami spółki na szesnaście dni przed datą walnego zgromadzenia. Dzień ten określa się terminem *record date* – dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu.

Co do zasady akcjonariusze spółek publicznych, których akcje są zdematerializowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych uczestniczą w walnym zgromadzeniu na podstawie imiennego zaświadczenia o prawie uczestnictwa w tym zgromadzeniu. Po wydaniu takiego zaświadczenia, zgodnie z art. 406^4 KSH istnieje możliwość sprzedaży akcji. Oznacza to, iż możliwe jest uczestnictwo w walnym zgromadzeniu dla podmiotów nie posiadających interesu ekonomicznego w decydowaniu o losach spółki.

POZOSTAŁE INFORMACJE BIEŻĄCE

Kolejna grupa obowiązków informacyjnych, które powinny być wykonywane poprzez publikację raportu bieżącego została określona w art. 70 Ustawy o ofercie oraz art. 160 ust. 4 Ustawy o obrocie.

Pierwszy z wymienionych wyżej przepisów zobowiązuje spółkę publiczną do przekazania do publicznej wiadomości raportu bieżącego w trzech przypadkach.

Na wstępie określone zostały wymogi publikacji raportu w przypadku otrzymania od akcjonariusza spółki **zawiadomienia o nabyciu lub zbyciu znacznego pakietu akcji**. Zgodnie z art. 69 Ustawy o ofercie każdy akcjonariusz, który przekroczył określony w ustawie próg z tytułu nabycia lub zbycia akcji zobowiązany jest niezwłocznie zawiadomić o tym KNF oraz spółkę, nie później niż w terminie 4 dni roboczych od dnia, w którym dowiedział się o zmianie udziału w ogólnej liczbie głosów lub przy zachowaniu należytej staranności mógł się o niej dowiedzieć, a w przypadku zmiany wynikającej z nabycia akcji spółki publicznej w transakcji zawartej na rynku regulowanym, nie później niż w terminie 6 dni sesyjnych od dnia zawarcia transakcji. Informacja ta ma być niezwłocznie przekazana przez spółkę równocześnie do publicznej wiadomości, KNF oraz spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są akcje tej spółki.

W tym miejscu należy wskazać, iż przepisy Ustawy o ofercie dają spółce możliwość wystąpienia do KNF o zwolnienie z obowiązku przekazania informacji o nabyciu lub zbyciu znacznego pakietu akcji. Wskazać jednakże należy, iż wniosek o zwolnienie z przekazania takich informacji powinien być kierowany wyłącznie w wyjątkowych przypadkach. Zgodnie z dyspozycją art. 71 Ustawy o ofercie publicznej, KNF może zwolnić spółkę publiczną z obowiązku przekazania informacji, o których mowa w art. 70 pkt 1 w przypadku, gdy ujawnienie takich informacji mogłoby zaszkodzić interesowi publicznemu lub spowodować istotną szkodę dla interesów tej spółki. Należy jednak pamiętać, iż takie zwolnienie możliwe jest wyłącznie pod warunkiem, że brak przedmiotowej informacji nie spowoduje wprowadzenia w błąd ogółu inwestorów w zakresie oceny wartości papierów wartościowych.

Kolejne dwa wymogi związane są z przekazywaniem informacji na temat **uczestników walnych zgromadzeń**. Pierwszy z nich dotyczy informacji, które powinny być przekazane przed walnym zgromadzeniem. Drugi zaś, informacji po odbyciu walnego zgromadzenia.

Zgodnie z art. 70 pkt 2 Ustawy o ofercie, spółka publiczna zobowiązana jest do przekazywania KNF najpóźniej do dnia poprzedzającego wyznaczony dzień walnego zgromadzenia wykazu

akcjonariuszy uprawnionych do udziału w tym zgromadzeniu, z określeniem liczby akcji i głosów z akcji przysługujących każdemu z nich.

Ponadto na podstawie art. 70 pkt 3 spółka publiczna jest zobowiązana w terminie 7 dni od odbycia walnego zgromadzenia do przekazywania do publicznej wiadomości, KNF oraz spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są akcje tej spółki wykazu akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby głosów na tym zgromadzeniu, z określeniem liczby głosów przysługujących każdemu z nich z posiadanych akcji i wskazaniem ich procentowego udziału w liczbie głosów na tym zgromadzeniu oraz w ogólnej liczbie głosów.

Wymóg określony w art. 160 ust. 4 Ustawy o obrocie z kolei, zobowiązuje spółkę publiczną do niezwłocznej publikacji informacji **o transakcjach** nabycia lub zbycia wyemitowanych przez nią papierów wartościowych, dokonywanych przez osoby wchodzące w skład organów zarządzających lub nadzorczych emitenta albo będące jego prokurentami i innych osób pełniących funkcje kierownicze, które posiadają stały dostęp do informacji poufnych dotyczących emitenta oraz mogących podejmować decyzje odnośnie tej spółki.

INFORMACJE OKRESOWE

UWAGI OGÓLNE

Ważne przepisy:
Ustawa o ofercie – art. 56 ust. 1 pkt 2
Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r.

Trzecim obok informacji poufnych i raportów bieżących rodzajem informacji, które powinny być przekazywane do publicznej wiadomości przez emitenta papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych, są informacje okresowe. Informacje okresowe stanowią najistotniejsze źródło informacji finansowych o spółkach notowanych na rynku regulowanym. Obowiązek przekazywania raportów okresowych ma swoje bezpośrednie źródło w przepisach Dyrektywy o przejrzystości, która określa zakres i terminy publikacji tych raportów. Regulacje dyrektywy mają swoje odzwierciedlenie na gruncie prawa polskiego w Rozporządzeniu MF z dnia 19 lutego 2009 r. Zgodnie z § 82 rozporządzenia informacje okresowe przekazuje się w formie **raportów kwartalnych, półrocznych i rocznych**. Ponadto emitenci, którzy są jednostkami dominującymi i tworzą grupę kapitałową przekazują również raporty okresowe w formie skonsolidowanej.

Raporty okresowe zawierają dwie grupy informacji. Są to **dane finansowe** oraz **informacje opisowe**, które przedstawiają działalność i otoczenie biznesowe danej spółki w raportowanym okresie.

Sprawozdania finansowe i dane porównywalne emitentów z siedzibą lub miejscem sprawowania zarządu na terytorium Polski, sporządzane są zgodnie z polskimi zasadami rachunkowości, które określone zostały w Rozporządzeniu MF z dnia 18 października 2005 r. lub zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości określonymi w rozporządzeniu WE 1606/2002. Zakres informacji opisowych uregulowany został natomiast w przepisach Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. Analizując obowiązki związane z przekazywaniem raportów okresowych należy zwrócić uwagę na stopień skomplikowania poszczególnych raportów. Powoduje to, iż za ich przygotowanie, zbadanie i zatwierdzenie odpowiadają: zarząd spółki, biegły rewident i walne zgromadzenie.

Generalną zasadą wynikającą z przepisów Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. jest odpowiedzialność zarządu za sporządzenie sprawozdania finansowego zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości oraz zagwarantowanie, że dane przedstawione w tym sprawozdaniu odzwierciedlają w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację majątkową i finansową emitenta lub jego grupy kapitałowej. Ponadto, zarząd jest odpowiedzialny za przedstawienie w sprawozdaniu z działalności emitenta lub jego grupy kapitałowej prawdziwego obrazu rozwoju i osiągnięć oraz sytuacji tych podmiotów w szczególności poprzez opis podstawowych zagrożeń i ryzyka.

Odpowiedzialność biegłego polega na zbadaniu sprawozdania finansowego i sprawozdania z działalności emitenta lub jego grupy kapitałowej oraz przedstawieniu opinii odnośnie badanych sprawozdań. Opinia dotycząca sprawozdania finansowego powinna potwierdzać, czy sprawozdanie to jest zgodne

z obowiązującymi zasadami rachunkowości, czy rzetelnie i jasno przedstawia sytuację majątkową i finansową oraz wynik finansowy spółki, a także czy księgi rachunkowe stanowiące podstawę jego sporządzenia są prowadzone w sposób prawidłowy. Opinia dotycząca sprawozdania z działalności emitenta lub jego grupy kapitałowej powinna z kolei potwierdzać, czy sprawozdania te uwzględniają przepisy rozporządzenia i są zgodne z informacjami zawartymi w rocznym sprawozdaniu finansowym.

Odpowiedzialność walnego zgromadzenia sprowadza się z kolei do rozpatrzenia i zatwierdzenia sprawozdania zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego za ubiegły rok obrotowy, a także udzielenia absolutorium członkom organów spółki z wykonywania przez nich obowiązków. Zwyczajne walne zgromadzenie, które podejmuje uchwały w tych kwestiach, powinno się odbyć w terminie sześciu miesięcy po upływie roku obrotowego.

RAPORTY KWARTALNE

Przepisy Dyrektywy o przejrzystości przewidują udostępnianie do publicznej wiadomości przez emitenta, którego akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym śródrocznych sprawozdań zarządu, których publikacja miałaby następować w trakcie roku obrotowego. Obowiązek ten nie dotyczy emitentów, którzy zgodnie z przepisami prawa krajowego zobowiązani są do przekazywania raportów kwartalnych. Przepisy Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. przewidują obowiązek przekazywania raportów kwartalnych.

Raport kwartalny powinien zawierać dane za kwartał roku obrotowego objęty tym raportem oraz dane narastająco za wszystkie pełne kwartały danego roku obrotowego w formie kwartalnego skróconego sprawozdania finansowego, zawierającego co najmniej: bilans, rachunek zysków i strat, zestawienie zmian w kapitale własnym oraz rachunek przepływów pieniężnych. Dane sporządza się zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości, z zastosowaniem zasady wyceny aktywów i pasywów oraz pomiarów wyniku finansowego netto określonych na dzień bilansowy, z uwzględnieniem korekt z tytułu rezerw, rezerwy i aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego, o których mowa w Ustawie o rachunkowości oraz odpisów aktualizujących wartość składników aktywów. Przy wszystkich danych zawartych w kwartalnym skróconym sprawozdaniu finansowym prezentuje się dane porównywalne.

Kwartalne skrócone sprawozdanie finansowe, będące składnikiem raportu kwartalnego, zawiera **informację dodatkową** przedstawiającą informacje o zasadach przyjętych przy sporządzaniu raportu oraz informacje o istotnych zmianach wielkości szacunkowych. Ponadto informacja dodatkowa powinna zawierać szeroki katalog informacji, które w skrócie można określić jako mogące w istotny sposób wpłynąć na ocenę sytuacji majątkowej, finansowej i wyniku finansowego emitenta, takich jak: opis istotnych dokonań lub niepowodzeń emitenta w raportowanym okresie, opis czynników i zdarzeń, w szczególności o nietypowym charakterze, które mają wpływ na osiągnięte wyniki finansowe, czy też informacje na temat sytuacji gospodarczej i warunków prowadzenia działalności.

Ponadto raport kwartalny powinien zawierać szereg informacji, które w opinii emitenta są istotne dla oceny jego sytuacji kadrowej, majątkowej, finansowej, wyniku finansowego i ich zmian oraz informacje, które są istotne dla oceny możliwości realizacji zobowiązań przez emitenta. Powinny

to być między innymi: wybrane dane finansowe, zawierające podstawowe pozycje skróconego sprawozdania finansowego, opis organizacji grupy kapitałowej emitenta, wskazanie akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu emitenta, wskazanie toczących się postępowań sądowych dotyczących emitenta lub jednostki od niego zależnej, czy też informacje o zawarciu transakcji z podmiotami powiązanymi.

RAPORTY PÓŁROCZNE

Przepisy Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. przewidują wymagania dla raportów półrocznych sporządzanych w formie jednostkowej, a także skonsolidowanej.

Raport półroczny jednostkowy powinien zawierać wybrane **dane finansowe**, uwzględniające podstawowe pozycje półrocznego sprawozdania finansowego za półrocze bieżącego i poprzedniego roku obrotowego, a w przypadku bilansu na koniec półrocza bieżącego roku obrotowego i na koniec poprzedniego roku obrotowego.

Składnikiem raportu półrocznego powinno być również półroczne **skrócone sprawozdanie finansowe** obejmujące okres pierwszych sześciu miesięcy roku obrotowego, sporządzone zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości i poddane przeglądowi przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych zgodnie z obowiązującymi przepisami i normami zawodowymi.

Raport taki powinien zawierać również półroczne **sprawozdanie zarządu** z działalności emitenta wraz z **zasadami sporządzania półrocznego skróconego sprawozdania finansowego** oraz **opis podstawowych zagrożeń i ryzyk** związanych z pozostałymi miesiącami roku obrotowego, a ponadto **analogiczne informacje** istotne dla oceny sytuacji emitenta, które wymagane są w raportach kwartalnych.

Ponadto składnikiem raportu półrocznego powinny być również dwa **oświadczenia zarządu**. W pierwszym z nich należy zawrzeć deklarację odnośnie zgodności półrocznego sprawozdania finansowego i danych porównywalnych zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości oraz, że odzwierciedlają w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację majątkową i finansową emitenta oraz jego wynik finansowy oraz, że półroczne sprawozdanie z działalności emitenta zawiera prawdziwy obraz rozwoju i osiągnięć oraz sytuacji emitenta, w tym opis podstawowych zagrożeń i ryzyka. W drugim oświadczeniu należy złożyć deklarację, iż podmiot uprawniony do badania półrocznego sprawozdania finansowego został wybrany zgodnie z przepisami prawa oraz, że ten podmiot oraz biegli rewidenci dokonujący przeglądu lub badania sprawozdania, spełniali warunki do wydania bezstronnego i niezależnego raportu z przeglądu albo opinii o badanym sprawozdaniu finansowym.

Ostatnim elementem raportu półrocznego powinien być **raport audytora** z przeglądu półrocznego sprawozdania finansowego, a w przypadku, gdy sprawozdanie podlegało badaniu, opinia o badanym sprawozdaniu.

Podobne wymagania przewidziane są dla skonsolidowanych raportów półrocznych przy założeniu, iż przedstawiają one informacje dotyczące grupy kapitałowej emitenta. W odniesieniu do obowiązków spółek tworzących grupy kapitałowe należy wskazać, iż na gruncie § 83 Rozporządzenia

MF z dnia 19 lutego 2009 r. mogą one zwolnić się z obowiązku przekazania odrębnego jednostkowego raportu kwartalnego i odrębnego jednostkowego raportu półrocznego pod warunkiem zamieszczenia w odpowiednim raporcie skonsolidowanym kwartalnej jednostkowej informacji finansowej lub półrocznego skróconego sprawozdania finansowego jednostki.

RAPORTY ROCZNE

Pierwszym dokumentem, który powinien być zawarty w raporcie rocznym jest **pismo prezesa zarządu**, w którym powinien on przedstawić najważniejsze dokonania lub niepowodzenia emitenta w danym roku obrotowym i perspektywy rozwoju jego działalności na rok najbliższy.

Następnie raport roczny powinien uwzględniać **wybrane dane finansowe**, które mają zawierać podstawowe pozycje rocznego sprawozdania finansowego za bieżący i poprzedni rok obrotowy.

Kolejnymi obligatoryjnymi elementami raportu rocznego są roczne **sprawozdanie finansowe** oraz **sprawozdanie zarządu** z działalności emitenta w okresie objętym raportem rocznym, które również powinno uwzględniać informację na temat zasad sporządzenia rocznego sprawozdania finansowego emitenta. W odniesieniu do rocznego sprawozdania finansowego należy pamiętać, iż wszystkie dane tam zaprezentowane powinny być przedstawione wraz z danymi za poprzedni rok obrotowy, tak aby zapewnić ich porównywalność. W przypadku sprawozdania z działalności emitenta, należy zauważyć, iż przepisy Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. zawierają, zestawienie informacji, które powinny być zawarte w raportach wszystkich spółek oraz w raportach przekazywanych przez poszczególne kategorie emitentów. W przypadku wszystkich emitentów sprawozdanie to powinno uwzględniać między innymi: informacje określone w przepisach o rachunkowości, omówienie podstawowych wielkości ekonomiczno-finansowych, ujawnionych w rocznym sprawozdaniu finansowym, opis istotnych czynników ryzyka i zagrożeń, z określeniem, w jakim stopniu emitent jest na nie narażony, stanowiące wyodrębnioną część tego sprawozdania oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego, wskazanie postępowań sądowych, arbitrażowych lub administracyjnych, których wartość przekracza co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta. Ponadto przepisy rozporządzenia przewidują dodatkowe wymagania dla poszczególnych grup emitentów.

W raporcie rocznym należy również zawrzeć **oświadczenia zarządu** na temat poprawności sporządzenia rocznego sprawozdania finansowego oraz wyboru biegłego, analogiczne do oświadczeń wymaganych w raporcie półrocznym.

W raporcie rocznym powinna również znaleźć się **opinia podmiotu uprawnionego do badania** sprawozdań finansowych o badanym rocznym sprawozdaniu finansowym, a także opinia tego podmiotu, czy informacje zawarte w sprawozdaniu z działalności emitenta uwzględniają przepisy Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r., czy są one zgodne z informacjami zawartymi w rocznym sprawozdaniu finansowym. Do przedmiotowych informacji należy również dołączyć **raport podmiotu uprawnionego do badania** sprawozdań finansowych z badania rocznego sprawozdania finansowego.

Podobne wymagania przewidziane są dla skonsolidowanych raportów rocznych przy założeniu, iż przedstawiają one informacje dotyczące grupy kapitałowej emitenta.

PUBLIKACJA RAPORTÓW

UWAGI OGÓLNE

Ważne przepisy:
Ustawa o ofercie – art. 56 ust. 2, art. 57, art. 66
Rozporządzenie MF z dnia 13 kwietnia 2006 r.
Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r.

Jak wcześniej wskazano, zgodnie z art. 56 ust. 1 Ustawy o ofercie, emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych zobowiązani są do przekazywania trzech różnych rodzajów informacji, to jest: informacji poufnych, bieżących i okresowych. Informacje te należy przekazać równocześnie do KNF, GPW oraz do publicznej wiadomości. Zgodnie z przyjętym w Polsce rozwiązaniem, powyższe informacje przesyłane są przy wykorzystaniu Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI). Obowiązek emitenta polega zatem jedynie na wysłaniu raportu systemem ESPI, który następnie dystrybuuje otrzymane komunikaty do KNF, GPW i za pośrednictwem agencji informacyjnych do publicznej wiadomości. Oznacza to, iż w czasie rzeczywistym i bez jakiejkolwiek uprzedniej weryfikacji trafiają one do odbiorcy końcowego. Dlatego też sporządzając i wysyłając raporty giełdowe należy być niezwykle ostrożnym i dokładnie sprawdzać wszystkie elementy, które powinny się w określonym komunikacie znaleźć, gdyż po przekazaniu do wiadomości publicznej nie ma możliwości ich usunięcia. Można jedynie dokonać sprostowania treści raportu poprzez przekazanie jego korekty.

„Sporządzając i wysyłając raporty giełdowe należy być niezwykle ostrożnym i dokładnie sprawdzać wszystkie elementy, które powinny się w określonym komunikacie znaleźć."

Przed przekazaniem wskazanych wyżej informacji do publicznej wiadomości mogą one zostać udostępnione jedynie ściśle określonym podmiotom, są to: osoby lub podmioty świadczące na rzecz spółki usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego, jak również te, z którymi prowadzi ona negocjacje; osoby lub podmioty uprawnione do otrzymania tych informacji w przypadkach określonych we właściwych przepisach prawa polskiego lub obcego, a także GPW w zakresie, w jakim jest to niezbędne do zawieszenia obrotu papierami wartościowymi, prawami pochodnymi lub innymi instrumentami z nimi powiązanymi. Wskazane wyżej osoby i podmioty są zobowiązane zachować poufność otrzymanych informacji.

Mając na uwadze czysto formalne zasady dotyczące przekazywania raportów bieżących należy stwierdzić, iż raporty bieżące przekazywane do publicznej wiadomości powinny być numerowane w sposób ciągły w danym roku kalendarzowym. Ponadto numeracja ta powinna uwzględniać również informacje poufne. Istotnym jest również, aby mieć na uwadze, iż w raportach przekazywanych do wyłącznej wiadomości Komisji Nadzoru Finansowego należy zachować odrębną numerację.

PUBLIKACJA INFORMACJI BIEŻĄCYCH I POUFNYCH

Zgodnie z przepisami Ustawy o ofercie oraz Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. raport bieżący, za wyjątkiem przypadków szczególnych, powinien być przekazany niezwłocznie, nie później jednak niż w ciągu 24 godzin od zaistnienia zdarzenia lub powzięcia o nim informacji przez emitenta.

„Raport bieżący – za wyjątkiem przypadków szczególnych – powinien być przekazany niezwłocznie, nie później jednak niż w ciągu 24 godzin od zaistnienia zdarzenia lub powzięcia o nim informacji przez emitenta."

Art. 56 Ustawy o ofercie nakazuje także niezwłoczne przekazanie do publicznej wiadomości informacji poufnych, z wyłączeniem danych osobowych osób, których te dane dotyczą, w tym również poprzez zamieszczenie na stronie internetowej emitenta.

Jak wskazano wyżej, informacje poufne winny być przekazane do publicznej wiadomości w formie stosownego raportu, niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie, lub po powzięciu o nich wiadomości. Maksymalny termin na publikację to 24 godziny, przy czym należy oczywiście pamiętać, iż przede wszystkim publikacja winna nastąpić **niezwłocznie – co należy rozumieć, iż winno to mieć miejsce bez zbędnej zwłoki**. Tym samym bezsprzecznie w sytuacji, gdy emitent spodziewał się wystąpienia określonego zdarzenia, które może spowodować powstanie informacji poufnej (np. wyrok sądowy) względnie zdarzenie jest jednoznaczne i nie wymaga obszernej analizy, stosowny raport winien zostać opublikowany tuż po wystąpieniu zdarzenia (względnie uzyskaniu o nim wiedzy), a nie pod koniec ww. 24 godzinnego terminu. W tym kontekście szalenie istotnym jest odpowiednie **zorganizowanie przepływu wrażliwych informacji** w ramach struktury emitenta i jego grupy kapitałowej w taki sposób, aby realizowanie obowiązków informacyjnych rzeczywiście odbywało się niezwłocznie.

Powyższy tryb procedowania jest regułą, od której Ustawa o ofercie przewiduje jednak wyjątek. W pewnych okolicznościach bowiem emitent może na własną odpowiedzialność opóźnić na czas określony wykonanie tego obowiązku w zakresie informacji poufnych. Przesłanką umożliwiającą przyjęcie takiego rozwiązania jest możliwość naruszenia słusznego interesu emitenta pod warunkiem, że emitent zapewni zachowanie poufności tych informacji do chwili wykonania obowiązku oraz nie spowoduje to wprowadzenia w błąd opinii publicznej[9]. Informacjami poufnymi, których przekazanie do publicznej wiadomości może naruszyć słuszny interes emitenta[10] są informacje dotyczące:

1) prowadzonych przez emitenta negocjacji lub okoliczności związanych z prowadzonymi negocjacjami,
2) dokonanych czynności prawnych lub podjętych decyzji, które dla swej ważności wymagają zatwierdzenia przez inny uprawniony organ emitenta,
3) umów zawartych pod warunkiem zawieszającym,

[9] Środki jakie powinien wprowadzić emitent w takiej sytuacji wskazuje Rozporządzenie MF z 13 kwietnia 2006 r.
[10] Pod określonymi w Rozporządzeniu MF z dnia 13 kwietnia 2006 r. warunkami.

4) podmiotu, który nabył od emitenta lub jednostki od niego zależnej aktywa znacznej wartości lub zbył emitentowi lub jednostce od niego zależnej takie aktywa,
5) drugiej strony, przedmiotu oraz szczegółowych warunków finansowych umowy.

W przypadku skorzystania z omawianego uprawnienia emitent winien **przekazać KNF informację** o opóźnieniu wraz z podaniem przyczyn uzasadniających opóźnienie i wskazaniem terminu, w którym informacja będzie opublikowana.

TERMINY PUBLIKACJI RAPORTÓW OKRESOWYCH

Mając na uwadze przedstawiony wyżej zakres raportów okresowych, należy zauważyć, iż równie ważne jest, aby informacje te zostały przekazane do publicznej wiadomości w ściśle określonych przepisami prawa terminach. Informacje okresowe, które zawierają dane na temat sytuacji finansowej spółki mogą mieć bowiem zasadniczy wpływ na cenę jej akcji. Terminy publikacji raportów okresowych są więc powiązane na przykład z tak zwanymi okresami zamkniętymi, w których obowiązuje zakaz dokonywana transakcji sprzedaży lub kupna akcji spółki przez osoby wchodzące w skład organów zarządzających lub nadzorczych emitenta albo będących jego prokurentami i innych pełniących funkcje kierownicze, które posiadają stały dostęp do informacji poufnych dotyczących emitenta oraz mogących podejmować decyzje odnośnie tej spółki.

Przepisy Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. pozostawiają emitentom względną swobodę w kształtowaniu terminarza publikacji raportów okresowych. Przejawia się to **w wyznaczeniu jedynie maksymalnych terminów**, w których raporty te mają być przekazywane do publicznej wiadomości, przy jednoczesnym dopuszczeniu możliwości wskazania dogodnego terminu dla danego emitenta, czy też zapewnieniu możliwości zwolnienia się z obowiązku przekazania raportu kwartalnego za ostatni kwartał roku pod warunkiem wcześniejszej publikacji raportu rocznego.

„Emitent raportem bieżącym określa i przekazuje do końca pierwszego miesiąca danego roku obrotowego stałe daty przekazywania raportów okresowych."

Na mocy § 103 Rozporządzenia MF emitent raportem bieżącym określa i przekazuje do końca pierwszego miesiąca danego roku obrotowego stałe daty przekazywania raportów okresowych. W przypadku konieczności dokonania zmiany deklarowanego terminu istnieje konieczność przekazania takiej informacji nie później niż dwa dni przed przekazaniem raportu okresowego w nowym terminie oraz deklarowaną wcześniej datą publikacji.

Terminy maksymalne na publikację poszczególnych raportów okresowych zostały określone następująco:

- **raport kwartalny oraz skonsolidowany raport kwartalny** należy przekazać nie później niż 45 dni od dnia zakończenia kwartału roku obrotowego, którego dotyczy. Nie dotyczy to raportu za ostatni kwartał roku obrotowego, który przekazuje się nie później niż w terminie 60 dni od zakończenia ostatniego kwartału. Emitent zwolniony jest z obowiązku przekazania raportu kwartalnego za ostatni kwartał pod warunkiem publikacji raportu rocznego nie później niż

80 dni od zakończenia roku obrotowego. Emitent nie ma ponadto obowiązku przekazywania raportu kwartalnego za drugi kwartał. Zwolnienie to nie dotyczy funduszy;

- **raport półroczny i skonsolidowany raport półroczny** przekazany powinien być maksymalnie w terminie dwóch miesięcy od dnia zakończenia półrocza, którego dotyczy. Nie ma obowiązku przekazywania raportu półrocznego za drugie półrocze;
- **raport roczny** przekazuje się nie później niż cztery miesiące od dnia zakończenia roku obrotowego.

Poza wskazanymi wyżej terminami właściwymi dla wszystkich emitentów przepisy Rozporządzenia MF z dnia 19 lutego 2009 r. wskazują **osobne terminy** publikacji raportów okresowych dla jednostek samorządu terytorialnego i funduszy inwestycyjnych.

ODPOWIEDZIALNOŚĆ PRAWNA Z TYTUŁU NIENALEŻYTEGO WYPEŁNIANIA OBOWIĄZKÓW

Ważne przepisy:
Ustawa o ofercie – art. 96, 98, 100

Nadzór nad wypełnianiem obowiązków informacyjnych przez emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym sprawuje KNF. W przypadku alternatywnych systemów obrotu taki nadzór sprawuje organizator rynku.

Trudne do przecenienia znaczenie prawidłowego wypełniania obowiązków informacyjnych dla funkcjonowania rynku kapitałowego wymusza wprowadzenie odpowiedzialności prawnej z tytułu nie tylko niewypełniania, ale także nierzetelnego wypełniania tych obowiązków. Odpowiedzialność prawna związana z obowiązkiem raportowania istotnych informacji może w określonym przypadku sprowadzić się do odpowiedzialności administracyjnej (rynek regulowany) lub regulaminowej (alternatywny system obrotu), karnej oraz cywilnej.

W przypadku emitentów papierów wartościowych notowanych na rynku regulowanym **sankcja administracyjnoprawna** nakładana przez KNF może dotyczyć:

a) emitenta (pieniężna, zawieszenie obrotu lub wykluczenie z obrotu instrumentów finansowych emitenta),
b) członków zarządu emitenta (pieniężna; po uprzednim nałożeniu kary na emitenta za rażące naruszenie prawa)[11].

Regulaminy alternatywnych systemów obrotu przewidują sankcje prawne w postaci zawieszenia obrotu instrumentami finansowymi emitenta, nałożenia kary pieniężnej na emitenta lub wykluczenia instrumentów finansowych emitenta z obrotu.

W praktyce nakładane przez KNF kary administracyjne są konsekwencją:

- niezidentyfikowania danych okoliczności jako tych, które kreują informację poufną, względnie umyślnego nieopublikowania raportu (brak raportu),
- nierzetelnego sporządzenia raportu (brak wszystkich niezbędnych informacji umożliwiających inwestorom ocenę istotności danej informacji – jej wpływu na cenę instrumentów finansowych),
- przekazania raportu z naruszeniem wymogu niezwłoczności.

[11] W odniesieniu jednak do emitenta, dla którego Polska jest państwem przyjmującym, KNF jest zobligowana do poinformowania właściwego organu nadzoru państwa macierzystego, a dopiero gdy organ ten nie podejmie działań lub gdy są one nieskuteczne KNF może zastosować wspomniane sankcje administracyjne.

Informacje o nałożonych karach administracyjnych lub regulaminowych są dostępne na stronach internetowych, odpowiednio KNF lub organizatora alternatywnego systemu obrotu[12].

Niezależnie od rynku, na którym notowane są papiery wartościowe, potencjalne konsekwencje prawne nierzetelnego wypełniania obowiązków informacyjnych mogą, jak już wspomniano, również na podstawie Ustawy o ofercie przybrać formę **sankcji karnej** w stosunku do osób odpowiedzialnych za nieprawidłowości.

Pociągnięcie do odpowiedzialności karnej może mieć miejsce w sytuacji, gdy w odniesieniu do istotnych informacji podawane są informacje nieprawdziwe lub prawdziwe są zatajane. Oznacza to, iż w sytuacji w której na emitenta zostanie nałożona kara administracyjna (przy powyższym założeniu istotności informacji) zastosowanie może znaleźć także odpowiedzialność karna, o ile niedopełnienie obowiązku informacyjnego będzie miało charakter umyślny.

Ponadto w przypadku nieprawidłowego wypełniania obowiązków informacyjnych emitent lub osoby odpowiedzialne za sporządzenie (zatajenie) określonych informacji mogą z tytułu **odpowiedzialności cywilnej** zostać zobligowane do naprawienia akcjonariuszom wyrządzonej szkody.

[12] Adresy stron: KNF (rynek regulowany): http://bip.knf.gov.pl/?l=/Komisja/050_Kary/kary.html, GPW (ASO): http://www.newconnect.pl/index. php?page=uchwały.

REGULACJE PRAWNE

1. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U.2013.330 j.t.).

2. Ustawa z dnia z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U.2014.94 j.t. ze zm.).

3. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U.2013.1382 j.t.).

4. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych, skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości (Dz.U.2014.300 j.t.).

5. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 13 kwietnia 2006 r. w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnianiem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych (Dz.U.2006.67.476).

6. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U.2014.133 j.t.).

7. Rozporządzenie WE nr 1606/2002 – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (Dz. UE. L 243/1).

8. Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz. UE. L 96/16).

9. Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. UE. L 390/38).

10. Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz. UE. L 184/17).

11. Regulamin alternatywnego systemu obrotu organizowanego przez BondSpot S.A. (www.bondspot.pl).

12. Regulamin alternatywnego systemu obrotu (www.newconnect.pl).

13. Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego (www.bondspot.pl).

14. Zasady przekazywania informacji bieżących i okresowych w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect i na Catalyst, informacji bieżących i okresowych przez emitentów dłużnych instrumentów finansowych, które uzyskały autoryzację przy Catalyst oraz przekazywania przez spółki giełdowe raportów dotyczących stosowania zasad ładu korporacyjnego (www.newconnect.pl).

LITERATURA

Michalski M. (red.), „Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz", C.H. Beck, Warszawa 2014.

Pachucki M., „Raportowanie informacji poufnych", Przegląd Prawa Handlowego, nr 5/2012.

Pismo Przewodniczącego KNF z 26.02.2013 r. (www.knf.gov.pl/Images/obowiazki_informacje_poufne_tcm75-33576.pdf).

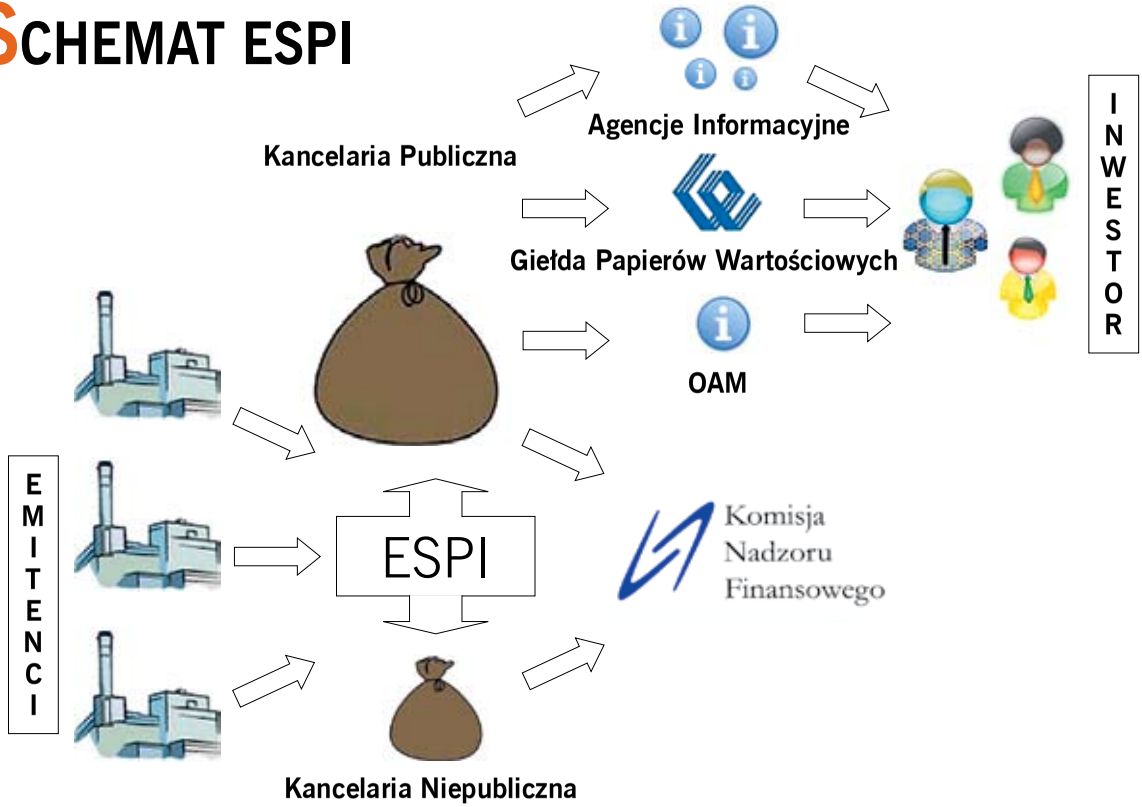
Romanowska A., „Informacje poufne w świetle nowych obowiązków prawnych *insider trading*", Przegląd Prawa Handlowego, nr 9/2006.

Romanowska A., „Insider trading – obowiązki emitentów oraz insiderów", Przegląd Prawa Handlowego, nr 4/2007.

Sójka T., „Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie", Wolters Kluwer, Warszawa 2008.

Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), „Prawo rynku kapitałowego. Komentarz", C.H. Beck, Warszawa 2014.

SCHEMAT ESPI



Autor: Przemysław Adamski

SŁOWNICZEK

Alternatywny system obrotu – organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami. Nie stanowi alternatywnego systemu obrotu rynek organizowany przez Narodowy Bank Polski, jak również organy publiczne, którym powierzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu.

Firma inwestycyjna – dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczna osoba prawna z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadząca na terytorium Polski działalność maklerską.

Instrumenty finansowe (typy, stosownie do Ustawy o obrocie) –
1) papiery wartościowe;
2) niebędące papierami wartościowymi:
   a) tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania,
   b) instrumenty rynku pieniężnego,
   c) instrumenty pochodne takie, jak w szczególności: opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward, kontrakty na różnicę.

Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) – państwowy organ nadzoru, sprawujący nadzór nad sektorem bankowym, rynkiem kapitałowym, ubezpieczeniowym i emerytalnym, nad instytucjami płatniczymi i biurami usług płatniczych oraz nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi i Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową; celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku.

Państwo macierzyste – co do zasady, państwo członkowskie UE lub będące stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym:
- na terytorium którego emitent ma siedzibę, bądź
- w przypadku emitenta, którego siedziba nie znajduje się w takim państwie, państwo członkowskie UE lub będące stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym, w którym będzie przeprowadzona oferta publiczna papierów wartościowych, albo
- w którym te papiery będą (zostały) dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym – według wyboru uprawnionego podmiotu.

Państwo przyjmujące – państwo członkowskie UE lub będące stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym, inne niż państwo macierzyste, w którym jest przeprowadzana oferta publiczna lub w którym emitent lub podmiot uprawniony w danym państwie członkowskim do ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, inny niż ich emitent, ubiega się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym lub państwo członkowskie, inne niż państwo macierzyste, na terytorium którego papiery wartościowe emitenta są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

Rynek oficjalnych notowań giełdowych – wyodrębniony w ramach rynku giełdowego, rynek spełniający dodatkowe, w stosunku do minimalnych wymogów określonych dla rynku regulowanego, wymogi dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tym rynku.

Rynek regulowany – działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach Ustawy o obrocie, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

Rynek zorganizowany – rynek obrotu instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Polski na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu.

Komisja Nadzoru Finansowego
Pl. Powstańców Warszawy 1
Skr. poczt. nr 419, 00-950 Warszawa 1
Tel. (+48) 22 262 50 00
Fax (+48) 22 262 51 11
knf@knf.gov.pl
www.knf.gov.pl

ISBN 978-83-63380-45-8