

Akcjonariusz  
kwiecień 2014

Piotr Biernacki  
Założyciel IDEAcraft  
Dyrektor Strategiczny, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych  
[twitter.com/piotrbiernacki](https://twitter.com/piotrbiernacki)

## **Rewolucja w obowiązkach informacyjnych**

Już w lipcu przyszłego roku spółki giełdowe mogą drastycznie ograniczyć ilość informacji przekazywanych inwestorom lub zalać ich falą drobnych i mało użytecznych komunikatów. Dziś nie jesteśmy w stanie przewidzieć jak zarządy spółek zachowają się wobec zmieniających się przepisów regulujących obowiązki informacyjne, głównie dlatego, że świadomość nadchodzących zmian jest niska i prawie żadne spółki nie rozpoczęły odpowiednich przygotowań.

Jedno jest pewne - wchodzące w życie nowe regulacje unijne i polskie diametralnie zmieniają cały system przekazywania istotnych informacji. U podstaw zmian tego systemu leży podstawowa zasada publicznego rynku kapitałowego, czyli eliminowanie asymetrii informacyjnej pomiędzy spółką, a jej akcjonariuszami. Spółkom pozostało niewiele czasu na solidne przygotowanie się do zmiany. Jestem przekonany, że warto, aby też inwestorzy indywidualni wiedzieli, co może ich czekać w 2016 roku.

### **Istota zmian**

3 lipca 2016 roku zacznie obowiązywać Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku (Market Abuse Regulation - MAR). Jednocześnie już od 26 listopada 2015 roku będzie obowiązywać Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady Transparency II. Do tego czasu polski ustawodawca powinien wprowadzić do krajowych przepisów odpowiednie przepisy implementujące postanowienia dyrektywy. Warto wspomnieć, że dziś (pół roku przed terminem implementacji) prace legislacyjne nad zmianą ustawy o ofercie publicznej jeszcze nie zostały rozpoczęte. MAR, odpowiadający za najistotniejsze zmiany w systemie, będzie obowiązywać bezpośrednio we wszystkich krajach członkowskich Unii Europejskiej. W przypadku tego rozporządzenia nie ma więc ryzyka żadnych opóźnień - ono po prostu zmieni realia rynku kapitałowego w połowie przyszłego roku.

Dyrektywa Transparency II wpłynie na publikowane przez spółki raporty okresowe. Termin publikacji raportu półrocznego zostanie wydłużony do trzech miesięcy (obecnie: dwa miesiące). Dyrektywa pozostawia też państwom członkowskim decyzję, czy nałożą na spółki obowiązek publikowania raportów kwartalnych. Raporty te stanowią moim zdaniem podstawę regularnego informowania inwestorów o wynikach finansowych spółek i trudno sobie bez nich wyobrazić dopływ na rynek uporządkowanych informacji na stanie finansów spółki. Komisja Nadzoru Finansowego na podstawie przeprowadzonego w ubiegłym roku badania ocenia, że raporty kwartalne powinny zostać utrzymane. Jednocześnie KNF zastanawia się, czy nie należy wydłużyć z 45 do 60 dni terminu publikacji raportu kwartalnego po zakończeniu kwartału, czy nie zlikwidować raportów za IV kwartał roku obrotowego i czy nie zmniejszyć zakresu informacji podawanych w raportach kwartalnych.

Największe zmiany w systemie wypełniania obowiązków informacyjnych wprowadzi jednak Rozporządzenie MAR. Na jego mocy przestanie obowiązywać funkcjonujący od początku

istnienia polskiej giełdy katalog informacji bieżących (Rozporządzenie w sprawie informacji bieżących i okresowych). Na spółkach będzie ciążył obowiązek podawania do publicznej wiadomości wszystkich informacji poufnych, czyli takich, które mogą wpłynąć na decyzje inwestorów odnośnie spółki. Definicja informacji poufnej zawarta w MAR jest bardziej skomplikowana, ale brak w felietonie miejsca na jej szczegółowe omówienie. Wystarczy jednak stwierdzić, że jest ona bardzo pojemna, a na zarządach spółek będzie ciążył obowiązek określenia, które informacje mogą być istotne dla inwestorów, a które nie. Rozporządzenie MAR określa też obowiązek podawania do publicznej wiadomości wybranych informacji finansowych poza raportami okresowymi po to, aby sama publikacja raportu z wynikami finansowymi nie powodowała zaskoczenia inwestorów (czyli nie wpływała na kurs akcji).

Dziś KNF nadzoruje wykonywanie obowiązków informacyjnych przez spółki notowane na rynku regulowanym. MAR spowoduje, że pod nadzór Komisji trafią wszystkie spółki notowane na NewConnect (dziś nadzorowane przez samą Giełdę). Każdy uważny obserwator polskiego rynku kapitałowego dobrze wie, czym różni się styl wykonywania nadzoru nad spółkami przez KNF i przez GPW.

Zarówno Dyrektywa Transparency II, jak i Rozporządzenie MAR zwiększają istotnie poziom kar, jakie KNF będzie mogła nakładać na spółki i członków jej władz. W niektórych przypadkach wysokość maksymalnych kar wzrośnie dwudziestokrotnie (np. kara dla członka zarządu spółki ze 100 tys. zł do 2 mln zł). Za niewypełnianie obowiązków informacyjnych Komisja będzie mogła ukarać spółkę karą sięgającą nawet 2% jej rocznych przychodów - wyobraźmy sobie, jakie to mogą być kwoty w przypadku nie tylko największych, ale nawet średniej wielkości spółek.

### **Kompletna cisza lub potop informacji**

Jak te zmiany wpłyną na politykę informacyjną spółek? Nie sposób tego precyzyjnie przewidzieć, bo - jak pisałem - większość zarządów nie jest dziś świadoma, że jakiegokolwiek zmiany nastąpią. Kampania informacyjna prowadzona od jesieni ubiegłego roku przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych dopiero zaczyna docierać do spółek. Sądzę, że istotną rolę odgrywa też podejście „jakoś to będzie”, skoro jeszcze przez rok z okładem można działać po starym. Jestem jednak przekonany, że większość spółek zachowa się zgodnie z jednym z czterech scenariuszy.

Niewielka (obym się mylił) część emitentów wykorzysta najbliższy rok, żeby dobrze przygotować się do nadchodzących zmian. Te spółki zdążą w najbliższych miesiącach opracować tzw. Indywidualne Standardy Raportowania (ISR). Jest to rodzaj przygotowanego przez spółkę i doświadczonych doradców własnego katalogu informacji, które są istotne dla jej oceny przez inwestorów i które zarząd spółki zawsze będzie uznawał za informacje poufne - a więc podlegające raportowaniu. Wyciąg z ISR-ów spółki będą publikowały na swoich stronach internetowych, aby inwestorzy wiedzieli, jakiego typu informacji powinni się spodziewać śledząc raporty.

Dobrze przygotowane ISR-y będą dostosowane do specyfiki biznesu danej spółki. Przecież inne rodzaje informacji są istotne przy ocenie kondycji dewelopera, a inne przy analizowaniu dużego hurtownika, banku lub firmy usługowej. Kształt ISR-ów określają ramowo Ogólne Standardy Raportowania (a konkretnie OSR 1), wydane po kilkumiesięcznych konsultacjach środowiskowych przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych. Stworzenie przez emitenta ISR-ów pozwoli mu także prowadzić spójną i konsekwentną politykę informacyjną w stosunku do inwestorów.

Zarządy pewnych spółek cechuje duża skłonność do chwalenia się. Mogą one uznać, że istotną dla inwestorów informacją jest każdy fakt, który ma miejsce w spółce lub w jej otoczeniu. Ze strony tej drugiej grupy emitentów może nas czekać zalew raportów o zawarciu umów (o małej wartości, ale za to z kontrahentami o uznanych markach), o przyznanych nagrodach, o nominacjach wybitnych menedżerów na stanowiska kierownicze, o wystawianiu stoisk na każdym targach branżowych itp. Zalewani potokiem informacyjnym inwestorzy będą musieli sami zdecydować, czy są w stanie wśród tych setek raportów wyłowić te naprawdę istotne.

Trzecia, duża grupa spółek notowanych stwierdzi prawdopodobnie, że wobec braku katalogu informacji, które trzeba publikować (pamiętajmy, że Rozporządzenie w sprawie informacji bieżących i okresowych przestanie obowiązywać), najlepiej będzie... nadal stosować się do tego katalogu. Najłatwiej jednak nic nie robić i liczyć na to, że nadzorca też przymknie oko, skoro działamy jak dawniej i nic istotnego się nie zmieniło. To bardzo wygodna i oszczędna kosztowo taktyka, jednak skuteczna tylko do pierwszego postępowania zakończonego nałożeniem (nowej, drastycznie wyższej) kary.

Czwarta, enigmatyczna i niestety chyba dość liczna grupa to spółki, które nigdy nie zrozumiały, czym jest giełda i na czym polega równy dostęp inwestorów do informacji. Zarządy tych spółek z radością przyjmą likwidację katalogu i uznają, że skoro w przepisach nie napisano, że coś trzeba opublikować, to znaczy, że można nie publikować. W ekstremalnych przypadkach okaże się, że ze strony niektórych emitentów inwestorzy będą mogli oczekiwać wyłącznie publikacji raportów okresowych i być może tych, w których informują o zwołaniu Walnego Zgromadzenia. Sądzę, że ta grupa spółek będzie najszybciej topniała pod wpływem wysokich kar pieniężnych nakładanych przez KNF i z powodu ich wykluczania z obrotu w przypadku najcięższych naruszeń obowiązków informacyjnych.

### **Czy inwestorzy skorzystają na zmianach?**

Jak przyszłoroczne zmiany wpłyną na inwestorów? W krótkim terminie zależy to od tego, ile spółek przygotuje się solidnie do nowego systemu obowiązków informacyjnych. Od tych spółek akcjonariusze będą otrzymywali komplet informacji odpowiednio dostosowanych do charakteru prowadzonego biznesu, co powinno ułatwić analizę i ocenianie przyszłych możliwości rozwoju. W średnim i dłuższym terminie nowe przepisy pozwolą wzmocnić nadzór (tym razem KNF, a nie GPW) nad spółkami z NewConnect. Dziś to właśnie na rynku alternatywnym zdarza się najwięcej przypadków bardzo słabego wypełniania obowiązków informacyjnych.

Ćwierćwiecze polskiej giełdy to dobry moment, by odejść od katalogu informacji bieżących z rozporządzenia. Taka instrukcja była przydatna, gdy rynek powstawał, a spółki i inwestorzy uczyli się wymiany informacji. Dziś można powierzyć emitentom większą odpowiedzialność za to, co mówią społeczności inwestorskiej. Część zarządów spółek dojrzała do tego, pewna grupa przejdzie intensywny kurs bycia podmiotem transparentnym (oby samodzielnie, a jak najrzadziej pod wpływem prowadzonych przez KNF postępowań i nakładanych kar) a niektóre być może zdecydują, że lepiej wycofać spółkę z obrotu giełdowego. Rynek kapitałowy powinien w wyniku tych zmian oczyścić się i wejść na poziom wyższych standardów.