

Marcin Pachucki
Aleksander Plutecki

KNF

KOMISJA
NADZORU
FINANSOWEGO



Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne

Poradnik dla emitentów

**PORADNIK
DLA EMITENTÓW**

*Marcin Pachucki
Aleksander Plutecki*

JAK PRAWIDŁOWO WYPEŁNIAĆ OBOWIĄZKI INFORMACYJNE

Warszawa 2018

KNF

**KOMISJA
NADZORU
FINANSOWEGO**

Publikacja została wydana nakładem Komisji Nadzoru Finansowego

© Komisja Nadzoru Finansowego
ul. Piękna 20
00-549 Warszawa
www.knf.gov.pl

Warszawa 2018
Wydanie II zaktualizowane

ISBN 978-83-63380-40-3

Nakład: 2000 szt.

Stan prawny na dzień: 15 listopada 2018 r.

Przygotowanie do druku i druk:
Drukarnia Biały Kruk Milewscy sp.j.

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

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

SPIS TREŚCI

OBJAŚNIENIE UŻYTYCH SKRÓTÓW	4
WPROWADZENIE	6
RYNEK NOTOWAŃ PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH A OBOWIĄZKI INFORMACYJNE	8
INFORMACJE POUFNE	12
2.1. Definicja	12
2.2. Zdarzenia/okoliczności, które mogą stanowić informację poufną	13
2.3. Zakres ujawnianych informacji	15
INFORMACJE BIEŻĄCE	17
3.1. Uwagi ogólne	17
3.2. Informacje bieżące gospodarcze	18
3.3. Informacje bieżące korporacyjne	19
3.4. Pozostałe informacje wynikające z przepisów prawa, publikowane w formie raportów bieżących	21
INFORMACJE OKRESOWE	23
4.1. Uwagi ogólne	23
4.2. Raporty kwartalne	24
4.3. Raporty półroczne	27
4.4. Raporty roczne	28
4.5. Raporty o płatnościach na rzecz administracji publicznej	32
PUBLIKACJA RAPORTÓW	33
5.1. Uwagi ogólne	33
5.2. Publikacja informacji bieżących i poufnych	33
5.3. Terminy publikacji raportów okresowych	36
ODPOWIEDZIALNOŚĆ PRAWNA Z TYTUŁU NIENALEŻYTEGO WYPEŁNIANIA OBOWIĄZKÓW	38
REGULACJE PRAWNE	40
LITERATURA	42
SŁOWNICZEK	43

OBJAŚNIENIE UŻYTYCH SKRÓTÓW

Akty prawne

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. z 2018 r. poz. 512, z późn. zm.).

Ustawa o obrocie – ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768, z późn. zm.).

Kodeks Spółek Handlowych lub KSH – ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2017 r. poz. 1577, z późn. zm.).

Ustawa o rachunkowości – ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2018 r. poz. 395, tekst jednolity, z późn. zm.).

Rozporządzenie MAR lub MAR – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12 czerwca 2014 r., str. 1, z późn. zm.).

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

Dyrektywa o przejrzystości – dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 390 z dnia 31 grudnia 2004 r., str. 38, z późn. zm.).

Dyrektywa 2013/50/UE – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz. Urz. UE L 294 z 6 listopada 2013 r., str. 13, sprost. Dz. Urz. UE L 14 z 26 listopada 2013 r., str. 35).

Dyrektywa MAD – 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. Urz. UE L 96/16 z dnia 12 kwietnia 2003 r., str. 367).

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. Urz. UE L 2007.184.17, z późn. zm.).

Dyrektywa 2014/95/UE – Dyrektywa 2014/95/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy (Dz. Urz. UE L 2014.330.1, z późn. zm.).

Rozporządzenie MF z dnia 29 marca 2018 r. – rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 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. z 2018 r. poz. 757).

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. z 2017 r. poz. 1927, z późn. zm.).

Inne

ASO – alternatywny system obrotu

ESMA – Europejski Urząd Nadzoru Papierów Wartościowych i Giełd

GPW – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

KNF – Komisja Nadzoru Finansowego

MSR – Międzynarodowe Standardy Rachunkowości

UKNF – Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

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 to, po pierwsze, 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 papierów wartościowych czy też oferty prywatnej.

Te korzystne dla emitenta okoliczności wiążą się jednak ze swoistym „kosztem”, tj. koniecznością wypełniania obowiązków informacyjnych, jakie ciążyą 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 popełnienia 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 porusza temat obowiązków informacyjnych spółek publicznych związanych z dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Poradnik, co do zasady,

nie omawia obowiązków informacyjnych właściwych dla poszczególnych typów emitentów, takich jak publiczne fundusze inwestycyjne zamknięte, alternatywne spółki inwestycyjne, zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, czy też jednostki samorządu terytorialnego.

Jest to II, zaktualizowane, wydanie Poradnika. Konieczność aktualizacji wynika ze zmiany stanu prawnego, odnoszącego się do omawianego zagadnienia, tj. rozpoczęcia stosowania przez państwa członkowskie od dnia 3 lipca 2016 r. rozporządzenia MAR regulującego w szczególności kwestię publikacji informacji poufnych, a w jego konsekwencji nowelizacji ustawy o ofercie oraz wejścia w życie z dniem 30 kwietnia 2018 r. nowego rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych.

RYNEK NOTOWAŃ PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH A OBOWIĄZKI INFORMACYJNE

Zakres obowiązków informacyjnych nałożonych na emitentów papierów wartościowych jest zależny od systemu, w ramach którego dokonywany jest obrót instrumentami finansowymi. Może być on dokonywany w ramach obrotu zorganizowanego (rynek regulowany lub alternatywny system obrotu) bądź w ramach zorganizowanej platformy obrotu.

Ważne przepisy:
MAR – art. 17

Z perspektywy emitenta systemy 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 rynek regulowany organizowania **rynków wyodrębnionych pod względem rodzaju papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, jak również rodzaju ich emitentów**. Precyzuje jednocześnie, że spółka taka może, w ramach organizowania rynku regulowanego, wyodrębnić rynek oficjalnych notowań 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.

W praktyce, stosownie do powyższej systematyki, status rynku regulowanego w odniesieniu do rynków obrotu papierami wartościowymi mają:

- a) rynek podstawowy (tj. rynek oficjalnych notowań w rozumieniu ustawy o obrocie) oraz rynek równoległy, organizowane przez GPW¹,
- b) rynek organizowany przez BondSpot S.A.

Status alternatywnego systemu obrotu mają natomiast:

- dwa rynki organizowane przez GPW²,
- alternatywny system obrotu organizowany przez BondSpot S.A.³

¹ GPW określa w przekazach informacyjnych zbiorczo te rynki mianem „Główny Rynek GPW”.

² Jeden z rynków, dedykowany udziałowym papierom wartościowym małych i średnich spółek, działa pod nazwą handlową NewConnect.

³ W oparciu o rynek regulowany oraz alternatywny systemu obrotu, których organizatorami są GPW oraz Bondspot S.A., w zakresie obrotu instrumentami dłużnymi, funkcjonuje Catalyst (nazwa wykorzystywana przez GPW na potrzeby wspólnego ujęcia rynków obrotu instrumentami dłużnymi).

Natomiast na terytorium Polski nie funkcjonuje system obrotu papierami wartościowymi, który miałby charakter zorganizowanej platformy obrotu.

Obowiązki informacyjne emitentów w związku z ubieganiem się o notowanie papierów wartościowych (dopuszczenie do obrotu) i już po takim dopuszczeniu uregulowane są w Rozporządzeniu MAR, ustawie o ofercie oraz Rozporządzeniu MF z dnia 29 marca 2018 r.

Rozporządzenie MAR definiuje obowiązki emitentów ubiegających się o dopuszczenie swoich instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, lub których instrumenty finansowe zostały już dopuszczone do obrotu na takim rynku bądź – w przypadku instrumentów będących w obrocie jedynie na wielostronnej⁴ lub zorganizowanej platformie obrotu – emitentów, których instrumenty finansowe zostały dopuszczone do obrotu na jakiegokolwiek z ww. platform lub są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na wielostronnej platformie obrotu. Ten obowiązek sprowadza się do publikowania m.in. **informacji poufnych** w rozumieniu Rozporządzenia MAR. Należy w tym miejscu podkreślić, iż od dnia rozpoczęcia stosowania Rozporządzenia MAR modyfikacji uległ moment rozpoczęcia podlegania obowiązkowi publikacji informacji poufnych, który w poprzednio obowiązującym stanie prawnym następował dopiero od dnia dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym.

Obowiązki informacyjne emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym określa ustawa o ofercie w art. 56. Są oni mocą tego przepisu zobowiązani do publikacji informacji bieżących i okresowych.

O ile jednak obowiązek publikacji informacji poufnych spoczywa w takim samym zakresie na wszystkich emitentach (nie zależy od tego w jakim systemie papiery wartościowe są notowane), to w przypadku informacji bieżących i okresowych ustawa o ofercie 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 29 marca 2018 r., natomiast:
- w przypadku emitentów papierów wartościowych dopuszczonych wyłącznie do obrotu na rynku regulowanym niebędącym rynkiem oficjalnych notowań giełdowych raportowanie odbywa się zgodnie z postanowieniami regulaminu tego rynku.

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.

⁴ Wielostronnym systemem obrotu w rozumieniu Rozporządzenia MAR jest, zdefiniowany w ustawie o obrocie, alternatywny system obrotu.

Tabela nr 1: Źródło obowiązków informacyjnych na poszczególnych rynkach.

Rynek	Instrumenty finansowe mogące być przedmiotem obrotu	Źródło i zakres obowiązków informacyjnych ⁵
Rynek regulowany		
Rynek regulowany organizowany przez GPW (rynek podstawowy)	Instrumenty finansowe w rozumieniu art. 2 ustawy o obrocie	Art. 17 MAR, art. 56 ustawy o ofercie oraz Rozporządzenie MF z dnia 29 marca 2018 r.
Rynek regulowany organizowany przez GPW (rynek równoległy)	Instrumenty finansowe w rozumieniu art. 2 ustawy o obrocie	Art. 17 MAR, § 28 - § 28d Regulaminu Giełdy
Rynek regulowany organizowany przez BondSpot S.A.	Dłużne instrumenty finansowe	Art. 17 MAR, § 11a - § 17 Regulaminu obrotu rynku regulowanego BondSpot
ASO		
ASO organizowany przez GPW (NewConnect oraz ASO dla instrumentów dłużnych)	Akcje, prawa do akcji, prawa poboru, kwity depozytowe, inne udziałowe papiery wartościowe oraz dłużne instrumenty finansowe	Art. 17 MAR, § 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	Art. 17 MAR, § 20 Regulaminu ASO oraz załącznik nr 3 do ww. regulaminu

⁵ Wskazane przepisy obejmują kluczowy zakres obowiązków informacyjnych. W szczególności MAR poza art. 17 (informacje poufne) nakłada na emitentów obowiązek publikacji również np. informacji uzyskiwanych od osób pełniących obowiązki zarządcze w zakresie transakcji odnoszących się do instrumentów finansowych emitenta lub instrumentów z nimi powiązanych, a niektóre zapisy Regulaminu Giełdy odnoszące się do obowiązków informacyjnych nakładają te obowiązki także na spółki notowane na rynku podstawowym (zob. § 26, § 27, § 29 Regulaminu Giełdy).

Oczywiście większe wymagania (w tym informacyjne) zarówno na etapie procesu dopuszczania (wprowadzania) do notowań, jak i następnie notowania określonych instrumentów finansowych, stawiane są emitentom ubiegającym się o notowanie na rynku regulowanym, przy czym wymagania największe są konsekwencją funkcjonowania w ramach rynku oficjalnych notowań⁶. Należy jednak zwrócić uwagę, iż regulaminy pozostałych rynków zorganizowanych – odnosząc się do kwestii obowiązków informacyjnych – odwołują się do wymagań stawianych właśnie emitentom papierów wartościowych notowanych na rynku oficjalnych notowań, względnie wzorują się na tychże rynkach. Mając na uwadze tę okoliczność, w dalszej części niniejszego opracowania poruszono problematykę obowiązków informacyjnych wypełnianych przez emitentów w związku z przekazywaniem informacji poufnych, o których mowa w Rozporządzeniu MAR oraz informacji bieżących i okresowych, zdefiniowanych w rozporządzeniu MF z dnia 29 marca 2018 r., a więc aktu prawnego, który obowiązuje emitentów papierów wartościowych notowanych na rynku oficjalnych notowań.

⁶ 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 (informacje bieżące i okresowe) oraz terminy ich przekazywania określają przepisy państwa macierzystego. Warto wspomnieć, że rozporządzenie MAR odnoszące się do publikacji informacji poufnych obowiązuje bezpośrednio na terenie krajów członkowskich UE.

INFORMACJE POUFNE

2.1. Definicja

Ważne przepisy:
MAR – art. 7, 17

Jak już wskazano, obowiązek publikacji informacji poufnych wynika z Rozporządzenia MAR, a więc rozporządzenia UE jednolicie obowiązującego na terenie wszystkich państw członkowskich UE. Zgodnie z art. 7 Rozporządzenia

MAR taki charakter ma informacja, która:

- dotyczy, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub większej liczby emitentów lub jednego lub większej liczby instrumentów finansowych, jest określona w sposób precyzyjny,
- nie została przekazana do publicznej wiadomości, a po przekazaniu do publicznej wiadomości miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na cenę tych 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 przez inwestorów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych), **która niezwłocznie powinna być przekazywana inwestorom**⁷. Ową cenotwórczość należy oceniać przez pryzmat wagi informacji, a tym samym **istnienia możliwości**, iż po przekazaniu jej do publicznej wiadomości **w znaczący sposób** wpłynie na cenę instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Należy zwrócić uwagę, iż ów istotny wpływ nie jest w regulacjach prawnych doprecyzowany poprzez, jakby się wydawało najprostszy, sposób, tj. wskazanie procentowej wartości zmiany ceny, która miałyby wystąpić, aby twierdzenie, iż omawiana cecha 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.

⁷ Od tej reguły MAR przewiduje wyjątki w postaci możliwości opóźnienia publikacji określonych informacji poufnych. Więcej na ten temat w dalszej części Poradnika.

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, jeśli jest ona w wystarczającym stopniu szczegółowa, aby można było wyciągnąć z nich wnioski co do prawdopodobnego wpływu tych okoliczności lub zdarzenia na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów pochodnych. 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 miejsce⁸. Ta cecha informacji poufnej jest szalenie istotna w aspekcie właściwego identyfikowania takich informacji, a tym samym zgodnego z prawem wypełniania nałożonych na emitenta obowiązków.

Informacje poufne mogą oczywiście powstawać także na kolejnych etapach rozciągniętego w czasie procesu. Taki charakter mają chociażby negocjacje odnoszące się do istotnej dla emitenta umowy. W tym przypadku, o ile w trakcie negocjacji nie zajądą inne okoliczności wpływające na doniosłość umowy, sfinalizowanie negocjacji stanowić będzie informację poufną (zarówno w przypadku podpisania umowy, jak i fiaska wspomnianych negocjacji). W kontekście omawianego zagadnienia należy jednak podkreślić, że za informacje określone w sposób precyzyjny można uznać także etapy pośrednie tego procesu, związane z zaistnieniem lub spowodowaniem tego przyszłego stanu, tym samym również takie pośrednie etapy jak ustalenie kluczowych warunków umowy należy poddawać na bieżąco testowi w zakresie ewentualnego powstania informacji poufnej.

2.2. ZDARZENIA/OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGĄ STANOWIĆ INFORMACJĘ POUFNĄ

Wydawać by się mogło, że z uwagi na dość skomplikowaną definicję informacji poufnej, a przede wszystkim brak wskazania w szczególności w Rozporządzeniu MAR choćby przykładów zdarzeń, które mogą stanowić taką informację⁹, rozpoznawanie zdarzeń, o których emitent powinien poinformować publicznie może być szalenie trudne. Nic bardziej mylnego! Zarząd emitenta dążący do wzrostu wartości spółki i wyceny emitowanych przez niego udziałowych 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. Takie dokonywane na co dzień szacowanie wpływu zdarzeń (okoliczności), jest niczym innym, jak dokonywaniem testu na wystąpienie informacji o charakterze poufnym.

⁸ Zob. Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 28 czerwca 2012 r. w sprawie Geltl przeciwko Daimler AG, sygn. C-19/11 (curia.europa.eu). Wyrok zapadł w reżimie MAD. MAR już *expressis verbis* odnosi się do opisywanego zagadnienia (zob. art. 7 ust. 2, zdanie drugie).

⁹ W preambule do MAR (motyw 17) wskazano kilka przykładów wydarzeń lub zbioru okoliczności będących pośrednim etapem w długotrwałym procesie, które mogą stanowić informację poufną.

Jak wspomniano, regulacje prawne nie zawierają przykładowego katalogu zdarzeń mogących stanowić informację poufną. Nie oznacza to jednak, że takiego katalogu, siłą rzeczy katalogu otwartego, mogącego stanowić istotny pomocniczy środek przy ocenie informacji, nie można sformułować. **Konstruując taki katalog należy podkreślić, że każdy przypadek należy rozpatrywać indywidualnie w konkretnych okolicznościach. Dlatego też, także inne zdarzenia mogą stanowić informację poufną dla określonego emitenta, a jednocześnie nie zawsze zdarzenia wskazane w katalogu, z uwagi na całościowy kształt okoliczności danej sprawy, muszą automatycznie oznaczać, że mamy do czynienia z informacją poufną.** Biorąc pod uwagę specyfikę emitentów papierów wartościowych notowanych na rynkach zorganizowanych oraz przesłanki, którymi kierują się inwestorzy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, jako przykłady zdarzeń/okoliczności, które mogą stanowić informacje poufne, można wskazać¹⁰:

- wyniki działalności operacyjnej,
- zmiany w kontroli i umowy dotyczące kontroli,
- zmiany w składzie zarządu lub 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,
- 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 przysługujących z akcji emitenta,
- składanie wniosku o ogłoszenie upadłości lub wydanie orzeczeń w ramach 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,

¹⁰ 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. Dokument ten został opublikowany na potrzeby jednolitej interpretacji Dyrektywy MAD, tj. dyrektywy uprzedniej wobec Rozporządzenia MAR.

- 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.

Odnośząc się do wskazanych przykładów warto jednak jeszcze raz podkreślić, że informacja poufna może powstać nie tyle, gdy zaistnieje w szczególności wyżej wskazane zdarzenie, ale już wtedy, gdy pojawi się rzeczywista perspektywa jego wystąpienia. Warto zauważyć, iż niektóre zdarzenia/okoliczności, które mogą stanowić informacje poufne, mogą być również zdarzeniami wskazanymi w katalogu zawartym w Rozporządzeniu MF z dnia 29 marca 2018 r., tj. informacjami bieżącymi, o których więcej w dalszej części Poradnika.

2.3. ZAKRES UJAWNIANYCH INFORMACJI

Jeśli emitent zidentyfikował zdarzenie kreujące informację poufną, jest zobligowany do sporządzenia i przekazania do publicznej wiadomości stosownego raportu. W przeciwieństwie do informacji bieżących i okresowych emitent nie może się 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.

Ważne przepisy:
MAR – art. 17 ust. 1

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, jeżeli informacje te są w wystarczającym stopniu szczegółowe, aby można było wyciągnąć z nich wnioski, co do ich prawdopodobnego wpływu na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów pochodnych. Kluczowym elementem ww. fragmentu definicji, pozwalającym na określenie zakresu informacji, jaki winien być przekazany do publicznej wiadomości, jest ten fragment, który wskazuje na aspekt wyciągania wniosków co do wpływu informacji na cenę. Jeśli zestawimy ten fragment definicji z zapisami Rozporządzenia MAR odnoszącymi się do kwestii publikacji informacji poufnej, które nakazują podanie informacji poufnych do wiadomości publicznej w sposób umożliwiający pełną, prawidłową i terminową ocenę informacji przez inwestorów¹¹, będzie to oznaczało w praktyce, iż informacja poufna, którą emitent winien jest opublikować, 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 i rzetelną ich ocenę pod kątem ich cenotwórczego charakteru, takie jak np. wpływ tychże okoliczności na sytuację ekonomiczno-finansową czy prawną emitenta.

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 powinien przekazać w trybie właściwym dla informacji poufnej informację, które stanowią znaczącą zmianę przekazanej do publicznej wiadomości informacji poufnej, ponieważ pierwotna informacja nie może wprowadzać w błąd inwestorów. Takie rozwiązanie jest jak najbardziej naturalne, ponieważ inwestorzy winni mieć dostęp do aktualnych informacji dotyczących emitenta lub jego papierów wartościowych.

Odnosząc się do zakresu przekazywanych informacji należy jeszcze wskazać, iż Rozporządzenie MAR wymaga, aby publikacja informacji poufnych nie była łączona przez emitenta z reklamowaniem własnej działalności.

¹¹ Zob. art. 17 ust. 1 Rozporządzenia MAR.

INFORMACJE BIEŻĄCE

3.1. UWAGI OGÓLNE

Rozporządzenie MF z dnia 29 marca 2018 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 przez emitenta opublikowane. Ponadto rozporządzenie różnicuje zakres tych raportów w przypadku różnych grup podmiotów.

Ważne przepisy:
ustawa o ofercie – art. 56 ust. 1 pkt 2
KSH – art. 402¹-402³, 406¹ i 406⁴
rozporządzenie MF z dnia 29 marca 2018 r.

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 MF z dnia 29 marca 2018 r. Przepis ten wskazuje ogólne zasady, o których należy pamiętać przygotowując treść informacji bieżących i okresowych. **Zgodnie z przytoczonym przepisem, raporty bieżące i okresowe zawierają informacje odzwierciedlające specyfikę opisywanej sytuacji oraz są sporządzane w sposób prawdziwy, rzetelny i kompletny. W przypadku, gdy specyfika danego zdarzenia, którego dotyczy dany raport bieżący lub okresowy wymaga podania dodatkowych informacji gwarantujących jej prawdziwy, rzetelny i kompletny obraz, emitent zamieszcza te informacje w raporcie bieżącym lub okresowym. Raporty bieżące i okresowe mają być również sporządzane w sposób umożliwiający inwestorom ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację majątkową, finansową i wyniki emitenta oraz odpowiednio jego grupy kapitałowej.** Oznacza to, iż w przypadku przygotowywania raportu bieżącego, osoba sporządzająca taki raport powinna rozważyć, czy publikacja wyłączonej informacji wskazanych w szczegółowej części rozporządzenia (odnoszących się do poszczególnych zdarzeń generujących obowiązek interpretacyjny) jest wystarczająca dla spełnienia wyżej określonych zasad. Raporty bieżące i okresowe wskazują w końcu podstawę prawną, na jakiej są przekazywane, a w przypadku raportów bieżących rodzaj zdarzenia, którego dotyczy.

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 29 marca 2018 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 informacji poufnej.

3.2. INFORMACJE BIEŻĄCE GOSPODARCZE

W związku z rozpoczęciem stosowania rozporządzenia MAR w sposób znaczny zmodyfikowano przepisy rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych. Z katalogu informacji bieżących usunięto część informacji, które w poprzednio obowiązującym stanie prawnym zaliczano do informacji bieżących gospodarczych. Usunięcie części katalogu informacji bieżących może być postrzegane przez wielu emitentów jako utrudnienie w prawidłowym wykonywaniu obowiązków informacyjnych, bowiem dotychczas emitenci w przypadku zaistnienia stanu faktycznego z katalogu informacji bieżących i publikacji stosownego raportu, co do zasady nie wykonywali jednocześnie obowiązku polegającego na przekazaniu do publicznej wiadomości informacji poufnej. Obecnie zaś muszą dokonywać samodzielnej oceny zdarzeń i okoliczności pod kątem zaistnienia obowiązku publikacji informacji poufnej. Należy jednak wskazać na obowiązek bezpośredniego stosowania przepisów rozporządzenia MAR w tym zakresie. Przepisy rozporządzenia MAR mają zasięg ogólny, wiążą w całości i są bezpośrednio stosowane we wszystkich Państwach Członkowskich¹². Oznacza to konieczność takiego dostosowania prawa krajowego do przepisów rozporządzenia MAR, aby nie powodować kolizji z bezpośrednio stosowanymi przepisami europejskimi. Należy ponadto zauważyć, iż emitent powinien każdorazowo dokonać oceny, czy dana informacja w jego ocenie spełnia kryteria uznania jej za informację poufną i czy tym samym należy ją opublikować, czy ewentualnie zdecydować o opóźnieniu publikacji takiej informacji. Co za tym idzie, emitenci nie powinni przygotowywać sztywnego katalogu informacji, które należy publikować, opartego na przykład na katalogu informacji bieżących gospodarczych z poprzednio obowiązującego rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych lub specjalnie tworzonego katalogu zawierającego sztywne kryteria, zgodnie z którymi daną informację należy uznać za informację poufną.

Należy zauważyć, iż ustawodawca znacznie zmodyfikował katalog informacji bieżących gospodarczych poprzez: wspomniane wcześniej usunięcie informacji, które mogą stanowić informację poufną, pozostawienie informacji, które pozbawione są waloru cenotwórczości, ale ich publikacja może być istotna dla inwestorów w kontekście kontroli sytuacji prawnej i finansowej spółki, a także dodanie nowych wymagań, wprowadzonych przez regulacje unijne.

Zgodnie z § 5 Rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. obowiązek publikacji raportu bieżącego obejmuje niżej wskazane stany faktyczne:

- rejestrację lub odmowę rejestracji przez sąd zmiany statutu emitenta,
- zmianę praw z papierów wartościowych emitenta,

¹² Zob. stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w przedmiotowej kwestii https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_158153_przepisy_uchylane_przez_MAR_stanowisko_28_06_2016_47398.pdf

- wypowiedzenie lub rozwiązanie przez emitenta, lub firmę audytorską umowy o badanie lub przegląd sprawozdań finansowych, lub skonsolidowanych sprawozdań finansowych,
- odwołanie lub rezygnację 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,
- powołanie osoby zarządzającej lub nadzorującej,
- umieszczenie wpisu dotyczącego przedsiębiorstwa emitenta w dziale 4 rejestru przedsiębiorców, o którym mowa w ustawie o KRS,
- uprawomocnienie się postanowienia sądu o ogłoszeniu upadłości emitenta, oddalenie wniosku o ogłoszenie jego upadłości, w przypadku gdy majątek dłużnika nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania lub wystarcza jedynie na zaspokojenie tych kosztów, zmianie postanowienia o otwarciu postępowania restrukturyzacyjnego na postanowienie o ogłoszeniu upadłości emitenta,
- wydanie dokumentów akcji w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego emitenta,
- podjęcie przez zarząd emitenta uchwały w sprawie emisji akcji w ramach docelowego podwyższenia kapitału zakładowego emitenta,
- zmianę adresu siedziby emitenta lub adresu jego strony internetowej,
- zamieszczenie na stronie internetowej emitenta oświadczenia grupy kapitałowej na temat informacji niefinansowych lub sprawozdania grupy kapitałowej na temat informacji niefinansowych, sporządzonych przez jednostkę dominującą wyższego szczebla, zgodnie z art. 69 ust. 5 ustawy o rachunkowości.

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 6 do 15 rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r.

3.3. 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 być **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 obowiązkowi związanym ze zwoływaniem i odbywaniem walnych zgromadzeń. Na gruncie prawa polskiego problematykę tę reguluje KSH oraz rozporządzenie MF z dnia 29 marca 2018 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 29 marca 2018 r. z kolei uściślają określone wyżej obowiązki poprzez wskazanie, iż w formie raportu bieżącego należy przekazać między innymi następujące informacje: zawartość ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia, treść projektów uchwał oraz dokumentów, które mają być przedmiotem obrad walnego zgromadzenia, istotnych dla podejmowanych uchwał, które nie zostały uprzednio przekazane do publicznej wiadomości; treść uchwał podjętych przez walne zgromadzenie oraz treść dokumentów, będących przedmiotem głosowania, a przy każdej uchwale również liczbę akcji, z których oddano ważne głosy oraz procentowy udział tychże akcji w kapitale zakładowym, łączną liczbę ważnych głosów, w tym liczbę głosów „za”, „przeciw” i „wstrzymujących się”, informacje o odstąpieniu przez walne zgromadzenie od rozpatrzenia któregośkolwiek z punktów planowanego porządku obrad, treść projektów uchwał, które były poddane pod głosowanie, a nie zostały podjęte, informacje o wniesieniu powództwa o uchylenie lub stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia oraz o wydaniu przez sąd wyroku w sprawie, jak również o terminie stwierdzenia nieważności lub uchylenia uchwały bądź oddalenia powództwa, czy też informacje udzielone akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem na podstawie art. 428 § 5 lub 6 KSH.

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. 406¹ 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. 406⁴ KSH istnieje możliwość sprzedaży akcji. Oznacza to, iż możliwe jest uczestnictwo w walnym zgromadzeniu podmiotów nieposiadających interesu ekonomicznego w decydowaniu o losach spółki.

3.4. POZOSTAŁE INFORMACJE WYNIKAJĄCE Z PRZEPISÓW PRAWA, PUBLIKOWANE W FORMIE RAPORTÓW BIEŻĄCYCH

Kolejna grupa obowiązków informacyjnych, które powinny być wykonywane poprzez publikację raportu bieżącego została określona w art. 70 ustawy o ofercie oraz art. 19 ust. 3 rozporządzenia MAR.

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

Na wstępie (art. 70 pkt 1 ustawy o ofercie) określony został obowiązek publikacji raportu w przypadku otrzymania od akcjonariusza spółki, przekazanego na podstawie art. 69 ustawy o ofercie **zawiadomienia o nabyciu lub zbyciu akcji emitenta lub instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69b ust. 1 tej ustawy**. 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 lub w alternatywnym systemie obrotu 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, KNF może zwolnić spółkę publiczną z obowiązku przekazania informacji, o których mowa w art. 70 pkt 1 ustawy o ofercie w przypadku, gdy ujawnienie takich informacji mogłoby zaszkodzić interesowi publicznemu lub spowodować istotną szkodę dla interesów tej spółki. Na-

leży 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 lub podmiotowi organizującemu alternatywny system obrotu, w którym notowane są te akcje, 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 walnym zgromadzeniu oraz w ogólnej liczbie głosów.

Wymóg określony w art. 19 ust. 3 rozporządzenia MAR z kolei, zobowiązuje wszystkich emitentów, którzy ubiegają się o dopuszczenie swoich instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, lub których instrumenty finansowe zostały do takiego obrotu dopuszczone, a także emitentów, którzy ubiegają się o dopuszczenie swoich instrumentów finansowych do obrotu w alternatywnym systemie obrotu lub których instrumenty finansowe zostały do takiego obrotu dopuszczone do publikacji stosownego raportu o transakcjach na ich instrumentach, które dokonane zostały przez osoby pełniące obowiązki zarządcze w strukturze tego emitenta lub osoby blisko z nimi związane. Informacja taka powinna zostać przekazana do wiadomości publicznej niezwłocznie oraz nie później niż w terminie trzech dni roboczych od zawarcia transakcji.

INFORMACJE OKRESOWE

4.1. UWAGI OGÓLNE

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 29 marca 2018 r. W ostatnich latach doszło do szeregu istotnych zmian w przepisach regulujących publikację raportów okresowych. Zmiany te obejmują zarówno dodanie nowych typów raportów okresowych, rozszerzenie zakresu wymaganych informacji, jak i modyfikację częstotliwości, a także terminów przekazywania raportów okresowych.

Ważne przepisy:
ustawa o ofercie – art. 56 ust. 1 pkt 2
rozporządzenie MF z dnia 29 marca 2018 r.

Zgodnie z § 60 ust. 1 rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. informacje okresowe przekazuje się w formie **raportów kwartalnych, półrocznych i rocznych**. Ponadto zgodnie z § 61 ust. 1 przedmiotowego rozporządzenia emitent działający w przemyśle wydobywczym lub zajmujący się wyrębem lasów pierwotnych dodatkowo przekazuje sprawozdanie z płatności na rzecz administracji publicznej. 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 29 marca 2018 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, firma audytorska i walne zgromadzenie spółki. Raporty okresowe zawierają również oświadczenia, opinie i oceny przygotowywane przez radę nadzorczą spółki.

Generalną zasadą wynikającą z przepisów rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. jest odpowiedzialność zarządu lub osoby zarządzającej za sporządzenie sprawozdania finansowego zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości oraz zagwarantowanie, że dane przedstawio-

ne w tym sprawozdaniu odzwierciedlają w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację majątkową i finansową emitenta lub jego grupy kapitałowej oraz wynik finansowy.

Ponadto zarząd lub osoba zarządzająca jest odpowiedzialna 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.

Zapewnienie wykonania powyższych obowiązków powinno znaleźć odzwierciedlenie w treści oświadczeń zawartych w raporcie rocznym i półrocznym. Najnowsza nowelizacja rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych wprowadza również obowiązek przedstawienia, w raporcie rocznym, przez zarząd emitenta informacji sporządzonej na podstawie oświadczenia rady nadzorczej lub osoby nadzorującej o dokonaniu wyboru firmy audytorskiej przeprowadzającej badanie rocznego sprawozdania finansowego zgodnie z przepisami, w tym dotyczącymi wyboru i procedury wyboru firmy audytorskiej.

Odpowiedzialność firmy audytorskiej polega na zbadaniu sprawozdania finansowego oraz przedstawieniu sprawozdania z tego badania. Sprawozdanie z badania sprawozdania finansowego powinno potwierdzać, że sprawozdanie finansowe sporządzone jest zgodnie z obowiązującymi przepisami oraz zawierać w odniesieniu do oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego opinię wskazującą, czy emitent zawarł w tym oświadczeniu wszystkie wymagane informacje.

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.

Odpowiedzialność rady nadzorczej lub osoby nadzorującej obejmuje przygotowanie opinii lub oświadczeń dotyczących między innymi wniosku z zastrzeżeniami, wniosku negatywnego lub odmowy wyrażenia wniosku firmy audytorskiej o półrocznym sprawozdaniu finansowym lub opinii z zastrzeżeniem, opinii negatywnej albo odmowy wyrażenia opinii o rocznym sprawozdaniu finansowym oraz na temat przestrzegania przepisów dotyczących powołania, składu i funkcjonowania komitetów audytu. Rada nadzorcza ma również za zadanie przedstawić ocenę wraz z uzasadnieniem dotyczącą sprawozdania z działalności emitenta i sprawozdania finansowego w zakresie ich zgodności z księgami, dokumentami i stanem faktycznym.

4.2. RAPORTY KWARTALNE

Zgodnie z nowym brzmieniem art. 3 dyrektywy o przejrzystości, ustalonym przepisami dyrektywy 2013/50/UE, państwa członkowskie nie są dłużej zobowiązane do nakładania obowiązku publikacji raportów okresowych przekazywanych z inną częstotliwością niż raporty roczne i półroczne, na emitentów papierów wartościowych, dla których mają one status Państwa Macierzystego, czyli co do zasady takiego, w którym znajduje się siedziba tego emitenta. Zakaz ten nie dotyczy instytucji finansowych.

Jednocześnie ustawodawca europejski wprowadza wyjątek od powyższej zasady. Dyrektywa 2013/50/UE przewiduje możliwość nałożenia obowiązku publikacji raportów okresowych, innych niż wspomniane wyżej pod warunkiem, że łącznie zostaną spełnione następujące przesłanki:

- dodatkowe okresowe informacje finansowe nie stanowią nieproporcjonalnego obciążenia dla **małych i średnich przedsiębiorstw** oraz
- treść wymaganych dodatkowych informacji finansowych jest proporcjonalna do czynników przyczyniających się do podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów.

Zgodnie z przepisami wskazanej wyżej dyrektywy, przesłanki te powinny być analizowane indywidualnie w każdym państwie członkowskim. Przed podjęciem decyzji nakładającej na emitentów wymóg publikowania dodatkowych okresowych informacji finansowych, państwa członkowskie mają obowiązek ocenić zarówno to, czy takie dodatkowe wymogi mogą prowadzić do nadmiernego skoncentrowania się na wynikach i wydajności emitentów w krótkim terminie, jak i to, czy wymogi te mogą mieć negatywny wpływ na dostęp małych i średnich emitentów do rynków regulowanych.

W celu ustalenia, czy w warunkach rynku polskiego spełnione są przesłanki pozwalające na utrzymanie wymogu publikacji raportów kwartalnych, skierowano liczne zapytania zarówno do instytucji zrzeszających uczestników rynku kapitałowego, jak i do wszystkich spółek publicznych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. Otrzymane dane i informacje jasno pokazują, iż raporty kwartalne nie stanowią nieproporcjonalnego obciążenia dla spółek publicznych z rynku regulowanego. Odpowiedzi instytucji rynku kapitałowego wskazywały natomiast, iż raporty kwartalne stanowią dla większości uczestników rynku użyteczne narzędzie oceny bieżącej sytuacji emitentów. Jak wskazywali ankietowani likwidacja obowiązku przekazywania raportów kwartalnych mogłaby niekorzystnie wpłynąć na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów, szczególnie w odniesieniu do małych i średnich spółek poprzez przewidywany wzrost niepewności co do oceny takich spółek, a także zwiększone ryzyko wykorzystania informacji poufnych.

Mając na uwadze przekazane sugestie ustawodawca krajowy zdecydował o utrzymaniu wymogu publikacji raportów kwartalnych, wziął jednak pod uwagę sugestie dotyczące likwidacji obowiązku publikacji raportu za czwarty kwartał oraz wydłużenia terminu na przekazanie raportu za pierwszy i trzeci kwartał do 60 dni po zakończeniu danego kwartału.

Raport kwartalny powinien zawierać, odpowiednio do rodzaju prowadzonej działalności, 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. Dodatkowo zestawienie lokat oraz zestawienie informacji dodatkowych o alternatywnej spółce inwestycyjnej – w przypadku emitenta będącego alternatywną spółką inwestycyjną.

Informacje te przedstawia się w zakresie określonym odpowiednio w przepisach rozporządzenia o sprawozdaniach finansowych w prospekcie, a w przypadku emitenta będącego spółdzielczą kasą oszczędnościowo-kredytową lub Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo

-Kredytową – w zakresie wskazanym w przepisach ustawy o rachunkowości i rozporządzenia w sprawie szczególnych zasad rachunkowości spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych.

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.

Kwartałne skrócone sprawozdanie finansowe, będące składnikiem raportu kwartalnego, zawiera **informację dodatkową** przedstawiającą informacje o zasadach przyjętych przy sporządzaniu raportu, w tym informacje o zmianach stosowanych zasad (polityki) rachunkowości 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, między innymi takich jak: objaśnienia dotyczące sezonowości lub cykliczności działalności emitenta w prezentowanym okresie, informacje o odpisach aktualizujących wartość zapasów do wartości netto możliwej do uzyskania i odwróceniu odpisów z tego tytułu, informacje o odpisach aktualizujących z tytułu utraty wartości aktywów finansowych, rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych lub innych aktywów oraz odwróceniu takich odpisów, informacje o zawarciu przez emitenta lub jednostkę od niego zależną jednej lub wielu transakcji z podmiotami powiązanymi, jeżeli zostały zawarte na warunkach innych niż rynkowe, czy też wskazanie zdarzeń, które wystąpiły po dniu, na który sporządzono kwartałne skrócone sprawozdanie finansowe, nieujętych w tym sprawozdaniu, które mogą w znaczący sposób wpłynąć na przyszłe wyniki finansowe emitenta. W przypadku emitentów, którzy stosują MSR, kwartałne sprawozdanie finansowe sporządza się w wersji skróconej, określonej w tych standardach. W przypadku emitentów stosujących inne standardy rachunkowości niż polskie zasady rachunkowości i MSR, kwartałne sprawozdanie finansowe może zostać sporządzone zgodnie z zakresem określonym w tych standardach albo w krajowych przepisach o rachunkowości, dotyczących emitentów, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

Ponadto raport kwartałny 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, zwięzły opis istotnych dokonań lub niepowodzeń emitenta w raportowanym okresie, wraz ze wskazaniem najważniejszych zdarzeń dotyczących emitenta, 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.

4.3. RAPORTY PÓŁROCZNE

Raport półroczny 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 firmę audytorską, zgodnie z obowiązującymi przepisami i standardami zawodowymi, w tym że: w przypadku stosowania polskich zasad rachunkowości półroczne skrócone sprawozdanie finansowe sporządza się w zakresie określonym dla kwartalnych skróconych sprawozdań finansowych, w przypadku stosowania MSR półroczne sprawozdanie finansowe sporządza się co najmniej w wersji skróconej, której zakres został określony w tych standardach. Odrębne zasady zostały określone w przypadku emitentów stosujących standardy rachunkowości z krajów trzecich.

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

Składnikiem raportu półrocznego powinno być również **oświadczenie zarządu lub osoby zarządzającej** w odniesieniu do zgodności półrocznego sprawozdania finansowego i danych porównywalnych z obowiązującymi zasadami rachunkowości oraz tego, że odzwierciedlają w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację majątkową i finansową emitenta oraz jego wynik finansowy, a półroczne sprawozdanie z działalności emitenta zawiera prawdziwy obraz rozwoju i osiągnięć oraz sytuacji emitenta, w tym opis podstawowych zagrożeń i ryzyka.

Dwa ostatnie elementy raportu półrocznego związane są z przeglądem półrocznego skróconego sprawozdania finansowego, jest to **raport z przeglądu** półrocznego skróconego sprawozdania finansowego albo sprawozdanie z badania, jeśli półroczne skrócone sprawozdanie finansowe podlegało badaniu oraz **stanowisko zarządu lub osoby zarządzającej** wraz z opinią rady nadzorczej lub osoby nadzorującej emitenta odnoszące się do wyrażonego przez firmę audytorską w raporcie z przeglądu półrocznego sprawozdania finansowego wniosku z zastrzeżeniami, wniosku negatywnego albo odmowy wyrażenia wniosku o półrocznym sprawozdaniu finansowym, a w przypadku, gdy półroczne skrócone sprawozdanie finansowe podlegało badaniu przez firmę audytorską – do wyrażonej przez firmę audytorską w sprawozdaniu z badania opinii z zastrzeżeniem, opinii negatywnej albo odmowy wyrażenia opinii o półrocznym skróconym sprawozdaniu finansowym. Stanowisko to zawiera również wskazanie wpływu wniosku negatywnego albo odmowy wyrażenia wniosku w raporcie z przeglądu, a w przypadku, gdy sprawozdanie finansowe podlegało badaniu przez firmę audytorską – przedmiotu zastrzeżenia, opinii negatywnej oraz odmowy wyrażenia opinii, na półroczne sprawozdanie finansowe, w tym na wyniki oraz inne dane finansowe, z przedstawieniem w każdym przypadku istotności, przedstawienie podjętych lub planowanych przez emitenta działań związanych z zaistniałą sytuacją.

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 § 62 rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. mogą one zwolnić się z obowiązku przekazania odrębnego jednostkowego raportu kwartalnego i odrębnego jednostkowego raportu półrocznego. Jest to uzależnione od zamieszczenia w skonsolidowanym raporcie kwartalnym, kwartalnej jednostkowej informacji finansowej oraz przekazania, w formie raportu bieżącego, oświadczenia o zamiarze przekazywania skonsolidowanych raportów kwartalnych zawierających tę kwartalną informację finansową. W przypadku raportów półrocznych emitent nie musi przekazywać odrębnego raportu półrocznego, jeżeli zamieści, w skonsolidowanym raporcie półrocznym, półroczne skrócone sprawozdanie finansowe wraz z raportem firmy audytorskiej z przeglądu lub sprawozdaniem z badania tego sprawozdania.

4.4. RAPORTY ROCZNE

Pierwszym dokumentem, który ma 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.

Kolejnym obligatoryjnym elementem raportu rocznego jest roczne **sprawozdanie finansowe**, sporządzone zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości, które musi być **zbadane przez firmę audytorską**, zgodnie z obowiązującymi przepisami i standardami zawodowymi. Należy pamiętać, iż w przypadku stosowania polskich zasad rachunkowości roczne sprawozdanie finansowe sporządza się odpowiednio w zakresie określonym w przepisach rozporządzenia o sprawozdaniach finansowych w prospekcie (w przypadku jednostek samorządu terytorialnego i społecznych kas oszczędnościowo-kredytowych – w zakresie określonym w rozporządzeniach dotyczących rachunkowości tych jednostek) w przypadku stosowania MSR roczne sprawozdanie finansowe sporządza się w zakresie określonym w tych standardach. Odrębne zasady zostały określone w przypadku emitentów stosujących standardy rachunkowości z krajów trzecich. Warto podkreślić, iż wszystkie dane zaprezentowane w sprawozdaniu finansowym powinny być przedstawione wraz z danymi za poprzedni rok obrotowy tak, aby zapewnić ich porównywalność.

Raport roczny zawiera również **sprawozdanie zarządu** lub **osoby zarządzające** z działalności emitenta w okresie objętym raportem rocznym, które również powinno uwzględniać informację na temat zasad sporządzenia rocznego sprawozdania finansowego emitenta. W przypadku sprawozdania z działalności emitenta, należy zauważyć, iż przepisy rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 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, informacje o przyjętej

strategii rozwoju emitenta i jego grupy kapitałowej oraz działaniach podjętych w ramach jej realizacji, opis istotnych czynników ryzyka i zagrożeń, z określeniem, w jakim stopniu emitent jest na nie narażony, wskazanie istotnych postępowań toczących się przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej, dotyczących zobowiązań oraz wierzytelności emitenta lub jego jednostki zależnej, ze wskazaniem przedmiotu postępowania, wartości przedmiotu sporu, daty wszczęcia postępowania, stron wszczętego postępowania oraz stanowiska emitenta. Spółka zgodnie z § 70 ust. 6 pkt 5 Rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. zobowiązana jest do przekazania w sprawozdaniu z działalności emitenta oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego. Aktualne przepisy rozporządzenia poszerzają zakres przedmiotowego oświadczenia o informacje dotyczące komitetu audytu albo odpowiednio rady nadzorczej lub innego organu nadzorczego lub kontrolującego w przypadku wykonywania przez ten organ obowiązków komitetu audytu. Zgodnie z § 70 ust. 6 pkt 5 lit. I przedmiotowego rozporządzenia emitenci są zobowiązani do wskazania osób wchodzących w skład komitetu audytu, które spełniają kryteria niezależności, posiadają wiedzę i umiejętności w zakresie rachunkowości lub badania sprawozdań finansowych, ze wskazaniem sposobu ich nabycia oraz posiadają wiedzę i umiejętności z zakresu branży, w której działa emitent, ze wskazaniem sposobu ich nabycia. Dodatkowo emitenci są zobowiązani do przekazania informacji o liczbie odbytych posiedzeń komitetu audytu bądź rady nadzorczej lub innego organu, któremu powierzono pełnienie funkcji komitetu audytu. W tym oświadczeniu emitent ponadto musi zamieścić dość szczegółowe informacje dotyczące firmy audytorskiej badającej jego sprawozdanie finansowe.

Przepisy rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. poszerzają zakres sprawozdania z działalności o stanowiące wyodrębnioną część tego sprawozdania oświadczenie na temat informacji niefinansowych, sporządzone zgodnie z art. 49b ust. 2-8 ustawy o rachunkowości. Przedmiotowy przepis zawężył z kolei katalog podmiotów posiadających obowiązek sporządzenia przedmiotowego sprawozdania do spółek, w których w roku obrotowym, za który sporządza się sprawozdanie finansowe oraz w roku poprzedzającym ten rok średnioroczne zatrudnienie w przeliczeniu na pełne etaty przekracza 500 osób oraz suma aktywów bilansu na koniec roku obrotowego przekracza 85 000 000 zł lub przychody netto ze sprzedaży towarów i produktów za rok obrotowy przekraczają 170 000 000 zł. Należy zatem zauważyć, iż obowiązek ten obejmuje jedynie największych emitentów.

Oświadczenie na temat informacji niefinansowych powinno zawierać co najmniej:

- zwięzły opis modelu biznesowego jednostki,
- kluczowe niefinansowe wskaźniki efektywności związane z działalnością jednostki,
- opis polityk stosowanych przez jednostkę w odniesieniu do zagadnień społecznych, pracowniczych, środowiska naturalnego, poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji, a także opis rezultatów stosowania tych polityk,
- opis procedur należytej staranności – jeżeli jednostka je stosuje w ramach polityk, o których mowa w punkcie powyżej,
- opis istotnych ryzyk związanych z działalnością jednostki mogących wywierać niekorzystny wpływ na zagadnienia, o których mowa powyżej, w tym ryzyk związanych z produktami

jednostki lub jej relacjami z otoczeniem zewnętrznym, w tym kontrahentami, a także opis zarządzania tymi ryzykami.

Zgodnie z art. 49b ust. 9 ustawy o rachunkowości emitent może również podjąć decyzję, aby zamiast oświadczenia na temat informacji niefinansowych, które jest elementem sprawozdania z działalności, informacje te były zawarte w odrębnym sprawozdaniu. Dokument ten powinien być zamieszczony również na stronie internetowej emitenta najpóźniej w terminie 6 miesięcy od zakończenia roku obrotowego. Sprawozdanie z działalności powinno też zawierać informację o sporządzeniu odrębnego sprawozdania na temat informacji niefinansowych.

Warto zauważyć, iż przepis art. 49b ust. 11 ustawy o rachunkowości daje możliwość zwolnienia się emitentowi z obowiązku sporządzania sprawozdania lub oświadczenia na temat informacji niefinansowych, jeżeli dokument taki przygotowuje jego spółka matka.

Ponadto przepisy rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. przewidują dodatkowe elementy, które powinny być zawarte w sprawozdaniu z działalności w zależności od prowadzonej przez danego emitenta działalności.

W raporcie rocznym należy również zawrzeć **oświadczenie zarządu** lub **osoby zarządzającej**, zgodnie z którym wedle ich najlepszej wiedzy roczne sprawozdanie finansowe i dane porównywalne sporządzone zostały zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości oraz, że odzwierciedlają w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację majątkową i finansową emitenta i jego wynik finansowy, a w przypadku funduszu – wynik z operacji, a także, że sprawozdanie z działalności zawiera prawdziwy obraz rozwoju i osiągnięć oraz sytuacji emitenta, w tym opis podstawowych zagrożeń i ryzyka.

Kolejna grupa dokumentów, które powinny znaleźć się w raporcie rocznym związana jest ściśle z nowymi wymogami dotyczącymi informowania o wyborze i zadaniach podmiotów upoważnionych do badania sprawozdań finansowych. Odpowiedzialność za przygotowanie przedmiotowych dokumentów spoczywa na organach zarządzających i nadzorczych spółki.

Realizując przedmiotowe obowiązki zarząd spółki powinien przedstawić informację sporządzoną na podstawie oświadczenia rady nadzorczej o dokonaniu wyboru firmy audytorskiej przeprowadzającej badanie rocznego sprawozdania finansowego zgodnie z przepisami, w tym dotyczącymi wyboru i procedury wyboru firmy audytorskiej, wraz ze wskazaniem, że:

- ➔ firma audytorska oraz członkowie zespołu wykonującego badanie spełniali warunki do sporządzenia bezstronnego i niezależnego sprawozdania z badania rocznego sprawozdania finansowego zgodnie z obowiązującymi przepisami, standardami wykonywania zawodu i zasadami etyki zawodowej,
- ➔ są przestrzegane obowiązujące przepisy związane z rotacją firmy audytorskiej i kluczowego biegłego rewidenta oraz obowiązkowymi okresami karencji,
- ➔ emitent posiada politykę w zakresie wyboru firmy audytorskiej oraz politykę w zakresie świadczenia na rzecz emitenta przez firmę audytorską, podmiot powiązany z firmą audytorską lub członka jego sieci dodatkowych usług niebędących badaniem, w tym usług warunkowo zwolnionych z zakazu świadczenia przez firmę audytorską.

Rada Nadzorcza, w zależności od sytuacji, powinna z kolei przedstawić stosowne oświadczenie:

- w przypadku, gdy został powołany komitet audytu oświadczenie, że przestrzegane są przepisy dotyczące powołania, składu i funkcjonowania komitetu audytu, w tym dotyczące spełnienia przez jego członków kryteriów niezależności oraz wymagań odnośnie do posiadania wiedzy i umiejętności z zakresu branży, w której działa emitent oraz w zakresie rachunkowości lub badania sprawozdań finansowych,
- w przypadku pełnienia obowiązków komitetu audytu przez radę nadzorczą lub inny organ nadzorujący, lub kontrolujący, oświadczenie, że zostały spełnione warunki określone w obowiązujących przepisach umożliwiające powierzenie komitetu audytu radzie nadzorczej lub innemu organowi nadzorującemu, lub kontrolującemu, a członkowie tego organu spełniają wymagania przepisów odnośnie do niezależności oraz posiadania wiedzy i umiejętności z zakresu branży, w której działa emitent oraz w zakresie rachunkowości lub badania sprawozdań finansowych, a ponadto, że są przestrzegane przepisy dotyczące funkcjonowania rady nadzorczej lub innego organu nadzorującego, lub kontrolującego w roli komitetu audytu,
- oraz, że komitet audytu albo rada nadzorcza lub inny organ nadzorujący, lub kontrolujący, w przypadku powierzenia temu organowi sprawowania funkcji komitetu audytu, wykonywał zadania komitetu audytu przewidziane w obowiązujących przepisach.

W raporcie rocznym powinno również znaleźć się wreszcie **sprawozdanie z badania rocznego sprawozdania finansowego**, sporządzone zgodnie z obowiązującymi przepisami, zawierające w odniesieniu do oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego opinię wskazującą, czy emitent zawarł w tym oświadczeniu wszystkie wymagane przepisami prawa informacje, a także czy są one zgodne z mającymi zastosowanie przepisami oraz z informacjami zawartymi w rocznym sprawozdaniu finansowym.

Ostatnie dwa elementy raportu rocznego dotyczą oceny zarządu oraz rady nadzorczej odnośnie do działalności firmy audytorskiej, sprawozdania finansowego oraz sprawozdania z działalności. Są to:

- stanowisko zarządu lub osoby zarządzającej wraz z opinią rady nadzorczej lub osoby nadzorującej emitenta odnoszące się do wyrażonej przez firmę audytorską w sprawozdaniu z badania opinii z zastrzeżeniem, opinii negatywnej albo do odmowy wyrażenia opinii o sprawozdaniu finansowym zawierające również: wskazanie wpływu, w ujęciu ilościowym i jakościowym, przedmiotu zastrzeżenia, opinii negatywnej lub odmowy wyrażenia opinii, na roczne sprawozdanie finansowe, w tym na wyniki oraz inne dane finansowe, z przedstawieniem w każdym przypadku istotności oraz przedstawienie podjętych lub planowanych przez emitenta działań w związku z zaistniałą sytuacją,
- ocena dokonywana przez radę nadzorczą lub inny organ nadzorujący wraz z uzasadnieniem, dotycząca sprawozdania z działalności emitenta i sprawozdania finansowego w zakresie ich zgodności z księgami, dokumentami oraz ze stanem faktycznym.

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

4.5. RAPORTY O PŁATNOŚCIACH NA RZECZ ADMINISTRACJI PUBLICZNEJ

Zgodnie z § 61 rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. emitent działający **w przemyśle wydobywczym lub zajmujący się wyrobem lasów pierwotnych**, oprócz obowiązku przekazania wyżej omówionych raportów okresowych dodatkowo przekazuje sprawozdanie z płatności na rzecz administracji publicznej. Grupę podmiotów zobowiązanych do przekazania sprawozdania oraz jego zakres określa art. 63f ustawy o rachunkowości. Zgodnie z tym przepisem do przekazania raportu o płatnościach zobowiązani są tylko ci emitenci działający we wskazanych wyżej branżach, którzy w roku obrotowym, za który sporządzają sprawozdanie finansowe oraz w roku poprzedzającym ten rok przekraczają co najmniej dwie z następujących trzech wielkości: suma aktywów bilansu na koniec roku obrotowego przekracza 85 000 000 zł, przychody netto za sprzedaż towarów i produktów za rok obrotowy przekraczają 1 70 000 000 zł, średnioroczne zatrudnienie w przeliczeniu na pełne etaty przekracza 250 osób. Ponadto konieczność sporządzenia sprawozdania o płatnościach będzie aktualna wyłącznie, jeżeli pojedyncza płatność lub suma płatności powiązanych, dokonanych przez tę jednostkę stanowiła w roku obrotowym co najmniej równowartość kwoty 424 700 zł.

Zgodnie z art. 63f ust. 2 ustawy o rachunkowości w sprawozdaniu z płatności wykazuje się, w odniesieniu do danego roku obrotowego, między innymi, następujące informacje: łączną kwotę płatności dokonanych na rzecz administracji publicznej danego państwa, z podziałem na płatności na rzecz odpowiednich szczebli administracji publicznej; łączną kwotę płatności z podziałem na tytuły wskazane w art. 63e pkt 6 ustawy o rachunkowości dokonanych na rzecz odpowiedniego szczebla administracji publicznej danego państwa; oraz w przypadku, gdy płatności zostały przypisane przez jednostkę do określonego projektu – łączną kwotę dokonanych płatności z tytułu poszczególnych projektów.

PUBLIKACJA RAPORTÓW

5.1. UWAGI OGÓLNE

Jak wcześniej wskazano, zgodnie z art. 56 ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie, emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych zobowiązani są do przekazywania informacji bieżących i okresowych. Ponadto zgodnie z art. 17

ust. 1 Rozporządzenia MAR emitenci, którzy ubiegają się o dopuszczenie swoich instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, lub których instrumenty finansowe zostały do takiego obrotu dopuszczone, a także emitenci, którzy ubiegają się o dopuszczenie swoich instrumentów finansowych do obrotu w alternatywnym systemie obrotu lub których instrumenty finansowe zostały do takiego obrotu dopuszczone, zobowiązani są do przekazywania informacji poufnych.

Ważne przepisy:
ustawa o ofercie – art. 56 ust. 1
MAR – art. 17

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 wystaniu 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 jakiegokolwiek 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.

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.

5.2. PUBLIKACJA INFORMACJI BIEŻĄCYCH I POUFNYCH

Jak już wskazano określone zdarzenie może stanowić informację poufną, ale może też być zdarzeniem wskazanym w katalogu informacji bieżących zdefiniowanym w Rozporządzeniu MF z dnia 29 marca 2018 r. W takich przypadkach, o ile informacja ta została już przekazana do publicznej wiadomości jako informacja poufna, nie powstaje obowiązek publikacji w trybie ww. rozporządzenia nawet wówczas gdy treść przekazanej informacji poufnej nie zawiera wszystkich informacji wymaganych dla raportu bieżącego.

Zgodnie z przepisami Rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 r. raport bieżący, za wyjątkiem przypadków szczególnych, **powinien być przekazany niezwłocznie po zaistnieniu zdarzenia lub powzięciu o nim informacji przez emitenta**. Przypadki szczególne zostały wskazane w § 78 ust. 2-9 rozporządzenia i obejmują one sytuacje związane z organizacją i przebiegiem walnych zgromadzeń oraz subskrypcją papierów wartościowych emitenta.

Art. 17 ust. 1 Rozporządzenia MAR nakazuje emitentowi także niezwłoczne przekazanie do publicznej wiadomości informacji poufnych. 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. Szczególnie w przypadku, gdy emitent spodziewał się wystąpienia określonego zdarzenia, które może spowodować powstanie obowiązku informacyjnego (np. wyrok sądowy), względnie zdarzenia się nie spodziewał, ale jest ono jednoznaczne i nie wymaga obszernej analizy, stosowny raport winien zostać opublikowany tuż po wystąpieniu zdarzenia (względnie uzyskaniu o nim wiedzy).

Rozporządzenie MAR przewiduje wyjątki od zasady niezwłocznego przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnej, określone w art. 17 ust. 4 i 5 Rozporządzenia MAR. W pewnych okolicznościach bowiem emitent może na własną odpowiedzialność opóźnić wykonanie tego obowiązku. 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 publicznej¹³. Ta sama reguła odnosi się do informacji poufnych powstających w związku z rozciągniętym w czasie procesem.

Zgodnie z wytycznymi ESMA¹⁴ przypadki, w których niezwłoczne ujawnienie informacji poufnych mogłoby naruszyć prawnie uzasadnione interesy emitenta, mogą obejmować m.in. następujące okoliczności:

- emitent prowadzi negocjacje, a natychmiastowe ujawnienie informacji może negatywnie wpłynąć na ich wynik (negocjacje mogą przykładowo obejmować fuzje, przejęcia, podziały i wydzielenia, nabycie lub zbycie znacznych aktywów lub części przedsiębiorstwa, restrukturyzacje i reorganizacje),
- kondycja finansowa emitenta jest poważnie i bezpośrednio zagrożona, a nie mają zastosowania przepisy dotyczące upadłości, przy czym natychmiastowe podanie informacji poufnych do wiadomości publicznej mogłoby poważnie naruszyć interesy dotychczasowych i potencjalnych akcjonariuszy poprzez negatywny wpływ na ukończenie negocjacji mających na celu zapewnienie poprawy sytuacji finansowej emitenta,

¹³ Środki, jakie powinien wprowadzić emitent w takiej sytuacji wskazuje Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1055 z dnia 29 czerwca 2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do technicznych warunków właściwego podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych i opóźniania podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014.

¹⁴ Katalog został wskazany w dokumencie ESMA zatytułowanym „Wytyczne dotyczące rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Opóźnienie ujawnienia informacji poufnych” (ESMA/2016/1478). Przedmiotowe wytyczne zostały przyjęte przez KNF do stosowania.

- informacje poufne dotyczą decyzji podjętych lub umów zawartych przez organ zarządczy emitenta, które, zgodnie z prawem krajowym lub uregulowaniami emitenta, wymagają zaawizowania przez inny organ emitenta, lecz nie przez walne zgromadzenie akcjonariuszy, aby były skuteczne, o ile:
 - a) natychmiastowe podanie informacji do publicznej wiadomości przed podjęciem ostatecznej decyzji mogłoby zagrozić właściwej ocenie informacji przez opinię publiczną oraz
 - b) emitent podjął stosowne działania, by podjęcie ostatecznej decyzji nastąpiło możliwe jak najszybciej;
- emitent opracował produkt lub wynalazek, a natychmiastowe podanie tej informacji do wiadomości publicznej może naruszyć prawa własności intelektualnej emitenta,
- emitent planuje kupić lub sprzedać znaczny udział w innym podmiocie, a ujawnienie takiej informacji mogłoby mieć negatywny wpływ na wykonanie tego planu,
- wcześniej ogłoszona transakcja wymaga zgody organu publicznego, a zgoda ta jest uwarunkowana dodatkowymi wymogami, zaś natychmiastowe ujawnienie tych wymogów może mieć wpływ na zdolność emitenta do ich spełnienia, a tym samym zagrozić powodzeniu przedsięwzięcia lub transakcji.

Sytuacje, w których opóźnienie ujawnienia informacji poufnych może wprowadzić w błąd opinię publiczną obejmują¹⁵ w szczególności następujące okoliczności:

- informacje poufne, których ujawnienie emitent zamierza opóźnić, różnią się znacząco od wcześniejszego publicznego ogłoszenia emitenta w sprawie, do której odnoszą się informacje poufne; lub
- informacje poufne, których ujawnienie emitent zamierza opóźnić, dotyczą tego, że cele finansowe emitenta mogą nie zostać osiągnięte, przy czym cele te zostały wcześniej podane do wiadomości publicznej; lub
- informacje poufne, których ujawnienie emitent zamierza opóźnić, kontrastują z oczekiwaniami rynku, przy czym takie oczekiwania opierają się na sygnałach, które emitent wysyłał wcześniej na rynek, np. wywiadach, prezentacjach lub innych działaniach komunikacyjnych zorganizowanych przez emitenta lub za jego zgodą.

W przypadku skorzystania z omawianego uprawnienia emitent natychmiast po podaniu do publicznej wiadomości informacji opóźnianej **informuje KNF** o tym opóźnieniu i spełnianiu warunków, o których mowa powyżej. Należy jednak zauważyć, że opublikowanie opóźnionej w omawianym trybie informacji nie jest wymagane, jeśli w okresie opóźnienia utraciła ona cenotwórczy charakter¹⁶.

¹⁵ Jak wyżej.

¹⁶ Zob. pytanie 5.2 w opracowaniu ESMA „Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR)” (ESMA70-145-111).

Rozporządzenie MAR przewiduje jeszcze jeden tryb opóźniania publikacji informacji poufnych, z którego mogą skorzystać wyłącznie emitenci będący instytucją kredytową lub instytucją finansową.

Instytucje te w celu zachowania stabilności systemu finansowego mogą opóźnić publikację informacji związanych z tymczasowym problemem z płynnością, a w szczególności z potrzebą otrzymania tymczasowego wsparcia płynnościowego z banku centralnego lub od pożyczkodawcy ostatejnej instancji. Także w tym przypadku muszą zostać jednak spełnione określone warunki a mianowicie:

- a) ujawnienie informacji poufnych pociąga za sobą zagrożenie dla stabilności finansowej emitenta i systemu finansowego,
- b) opóźnienie ujawnienia informacji leży w interesie publicznym,
- c) można zapewnić poufność tych informacji,
- d) emitent uzyskał zgodę właściwego organu na opóźnienie.

W celu uzyskania stosownej zgody emitent jest zobowiązany powiadomić właściwy organ o zamiarze opóźnienia ujawnienia informacji poufnych i dostarczyć dowody, że warunki wskazane powyżej są spełnione.

Jeżeli ujawnienie informacji poufnych zostało opóźnione w którymkolwiek ze wskazanych powyżej trybów, a ich poufność nie jest już dłużej gwarantowana, emitent powinien niezwłocznie podać te informacje poufne do wiadomości publicznej. Obowiązek ten powstaje także wówczas, gdy rozpowszechniana plotka dotyczy wyraźnie informacji poufnej, której ujawnienie zostało opóźnione, i gdy plotka ta dostatecznie wyraźnie wskazuje, że poufność tych informacji nie jest dłużej zapewniona.

Jeśli emitent ujawnia jakiegokolwiek informacje poufne osobie trzeciej w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, musi dokonać pełnego i skutecznego ujawnienia takich informacji, równocześnie w przypadku umyślnego ujawnienia informacji i niezwłocznie w przypadku nieumyślnego ujawnienia informacji. Ten tryb nie ma jednak zastosowania, jeżeli osoba otrzymująca informacje jest zobowiązana do zachowania ich poufności, bez względu na to, czy taki obowiązek powstał na mocy przepisów ustawowych, wykonawczych, umowy spółki lub innej umowy.

5.3. TERMINY PUBLIKACJI RAPORTÓW OKRESOWYCH

Mając na uwadze przedstawiony wyżej zakres raportów okresowych, należy zauważyć, iż oprócz oczekiwanej kompletności tych raportów, równie ważne jest, aby informacje te zostały przekazane do publicznej wiadomości w ściśle określonych przepisami prawa terminach. Informacje okresowe zawierają bowiem najistotniejsze dane na temat sytuacji finansowej spółki, które mogą mieć znaczący wpływ na cenę walorów spółki. Terminy publikacji raportów okresowych są więc powiązane na przykład z tak zwanymi okresami zamkniętymi, w których obowiązuje zakaz

dokonywania transakcji sprzedaży lub kupna akcji lub innych instrumentów finansowych spółki przez osoby pełniące obowiązki zarządcze.

Przepisy rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 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.

Na mocy § 80 ww. rozporządzenia **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, o ile raport okresowy ma być przekazany po tej dacie.

Terminy maksymalne na publikację poszczególnych raportów okresowych zostały określone następująco:

Raport kwartalny oraz skonsolidowany raport kwartalny należy przekazać nie później niż 60 dni od dnia zakończenia kwartału roku obrotowego, którego dotyczy. Emitent nie ma ponadto obowiązku przekazywania raportu kwartalnego za drugi i ostatni kwartał. Zwolnienie to nie dotyczy funduszy.

Raport półroczny i skonsolidowany raport półroczny przekazany powinien być maksymalnie w terminie trzech miesięcy od dnia zakończenia półrocza, którego dotyczy. Nie ma obowiązku przekazywania raportu półrocznego za drugie półrocze.

Raport roczny i skonsolidowany raport roczny przekazuje się nie później niż cztery miesiące od dnia zakończenia roku obrotowego.

Sprawozdanie z płatności i skonsolidowane sprawozdanie z płatności na rzecz administracji publicznej przekazuje się nie później niż w terminie sześciu miesięcy od dnia zakończenia roku obrotowego.

Poza wskazanymi wyżej terminami właściwymi dla wszystkich emitentów przepisy rozporządzenia MF z dnia 29 marca 2018 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, 101

Trudne do przecenienia znaczenie prawidłowego wypełniania obowiązków informacyjnych dla funkcjonowania rynku kapitałowego wymusza wprowadzenie odpowiedzialności prawnej z tytułu nie tylko niewypełnienia, 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 alternatywny system obrotu), regulaminowej (alternatywny system obrotu), karnej oraz cywilnej.

W przypadku emitentów papierów wartościowych **sankcja administracyjnoprawna**, nakładana przez KNF, może dotyczyć:

- a) emitenta (pieniężna, wykluczenie z obrotu instrumentów finansowych emitenta bądź obie sankcje łącznie),
- b) członka zarządu emitenta (pieniężna; po uprzednim nałożeniu kary na emitenta),
- c) członka rady nadzorczej (pieniężna; po uprzednim nałożeniu kary na emitenta, w przypadku rażącego naruszenia obowiązków informacyjnych przez emitenta).

Miarkując wysokość kary, KNF zobowiązana jest, aby wziąć pod uwagę w szczególności:

- 1) wagę naruszenia oraz czas jego trwania,
- 2) przyczyny naruszenia,
- 3) sytuację finansową podmiotu, na który nakładana jest kara,
- 4) skalę korzyści uzyskanych lub strat unikniętych przez podmiot, który dopuścił się naruszenia, lub podmiot, w którego imieniu lub interesie działał podmiot, który dopuścił się naruszenia, o ile można tę skalę ustalić,
- 5) straty poniesione przez osoby trzecie w związku z naruszeniem, o ile można te straty ustalić,
- 6) gotowość podmiotu dopuszczającego się naruszenia do współpracy z KNF podczas wyjaśniania okoliczności tego naruszenia,
- 7) uprzednie naruszenia przepisów ustawy o ofercie, a także bezpośrednio stosowanych aktów prawa Unii Europejskiej, regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego przez podmiot, na który jest nakładana kara.

Regulaminy alternatywnych systemów obrotu przewidują sankcje prawne w postaci upomnienia emitenta lub nałożenia na emitenta kary pieniężnej wskazując, że wymiar kary uzależniony jest od stopnia i zakresu powstałego naruszenia.

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, w szczególności w przypadku informacji poufnych, umożliwiających inwestorom ocenę istotności danej informacji, jej wpływu na cenę instrumentów finansowych),
- przekazania raportu z naruszeniem wymogu niezwłocznej publikacji bądź innego, określonego terminu.

Informacje o nałożonych karach administracyjnych lub regulaminowych są dostępne na stronach internetowych odpowiednio KNF lub organizatora alternatywnego systemu obrotu¹⁸.

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 administracyjnoprawna (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.

¹⁸ Adresy stron: KNF - www.knf.gov.pl/o_nas/Kary_nalozone_przez_KNF_GPW (ASO): <https://newconnect.pl/zestawienie-sankcji-emitentow>, BondSpot (rynek regulowany i ASO) - <http://www.bondspot.pl/1269>.

REGULACJE PRAWNE

1. 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. z 2018 r. poz. 512, z późn. zm.).
2. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768, z późn. zm.).
3. Ustawa o rachunkowości – ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2018 r. poz. 395, tekst jednolity).
4. Rozporządzenie MAR – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12 czerwca 2014 r. str. 1, z późn. zm.).
5. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 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. z 2018 r. poz. 757).
6. 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. z 2017 r. poz. 1927, z późn. zm.).
7. Rozporządzenie WE nr 1606/2002 – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (Dz. Urz. UE. L 243/1).
8. Dyrektywa o przejrzystości – dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 390 z dnia 31 grudnia 2004 r., str. 38, z późn. zm.).
9. Dyrektywa 2013/50/UE – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdroże-

nia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz. Urz. UE L 294 z 6 listopada 2013 r., str. 13, sprost. Dz. Urz. UE L 14 z 26 listopada 2013 r., str. 35).

10. 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. Urz. UE L 2007.184.17, z późn. zm.).
11. Regulamin alternatywnego systemu obrotu (www.newconnect.pl).
12. Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu organizowanego przez BondSpot S.A. (www.bondspot.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., Informacja 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.

KNF

CEDUR

Centrum Edukacji dla
Uczestników Rynku

Komisja Nadzoru Finansowego
ul. Piękna 20
00-549 Warszawa
Adres korespondencyjny:
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 978-83-63380-40-3

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 (od października 2012 r.) 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 – 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, 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.

Spółka publiczna – spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana, tj. nie ma formy dokumentu z uwagą na rejestrację w depozycie papierów wartościowych.