

STOWARZYSZENIE EMITENTÓW GIEŁDOWYCH

KONFERECJA - PODSUMOWANIE

"Informacja cenotwórcza - czyli, o czym spółki powinny informować rynek" (19-20 listopada 2013 r.)

W dniach 19 i 20 listopada 2013 r. Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych zorganizowało konferencję dotyczącą obowiązków informacyjnych pod hasłem "Informacja cenotwórcza - czyli, o czym spółki powinny informować rynek."

To już kolejna edycja tego wydarzenia poświęconego raportowaniu informacji cenotwórczych, komunikowaniu się spółek notowanych na warszawskim parkiecie z rynkiem kapitałowym i relacjom inwestorskim.

Od samego początku swojego istnienia SEG stara się dbać o prawidłowe wypełnianie obowiązków informacyjnych przez emitentów, ochrony informacji poufnych, jakość publikowanych komunikatów oraz tworzenie dobrych praktyki w zakresie komunikacji spółek z otoczeniem rynkowym.

Obowiązki informacyjne są niezwykle istotnym działaniem, do którego zobowiązani są emitenci. Poprawny komunikat musi z jednej strony być zgodny z prawem oraz spełniać oczekiwania Komisji Nadzoru Finansowego, a z drugiej realizować zapotrzebowanie na informacje uczestników rynku kapitałowego. Na jego podstawie inwestorzy są w stanie dokonać oceny kondycji spółek, jej sytuacji finansowej oraz oszacować perspektywy rozwoju i tym samym podejmować decyzje dotyczące realizowania strategii kapitałowych.

W tym roku głównym tematem konferencji było zbliżające się wielkimi krokami wprowadzenie do polskiego prawa ustawodawstwa Unii Europejskiej dotyczącego sposobu raportowania przez spółki wiadomości cenotwórczych. Implementacja ta ma przede wszystkim związek z unijnym rozporządzeniem MAR (Market Abuse Regulation) w sprawie wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku, dyrektywą transparenicy w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości o emitentach oraz rozporządzeniem nr 809 w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych,

Najistotniejszą konsekwencją implementacji unijnych przepisów będzie liberalizacja krajowego porządku prawnego i rezygnacja z obowiązującego dzisiaj rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych katalogu wydarzeń wymagających raportowania. Rynek czeka rewolucyjna zmiana, ponieważ to rozporządzenie od lat jest głównym wyznacznikiem praktyki w zakresie raportowania wiadomości cenotwórczych.

W chwili obecnej spółki decydując, czy jakieś istotne wydarzenie przekazać do wiadomości publicznej czy też nie, opierają się na katalogu spraw znajdującym się w rozporządzeniu Ministra Finansów. W niedalekiej przyszłości będą musiały samodzielnie ocenić i zdecydować czy dana informacja wpłynie na cenę akcji na giełdzie zgodnie z praktykami rynkowymi oraz postanowieniami prawa unijnego. Nowymi regulacjami będą objęte zarówno spółki z głównego parkietu warszawskiej giełdy jak i rynku New Connect.

Ustawodawstwo unijne obowiązuje wprost i polskie regulacje muszą być w tym zakresie dostosowane. Prace nad harmonizacją polskiego prawa z regulacjami unijnymi ciągle trwają. Niektóre już zaczęły obowiązywać, inne wejdą w życie w 2014 roku, a pełnej implementacji nowych zasad można się spodziewać w ciągu najbliższych 3 lat. Już dzisiaj wiele unijnych rozstrzygnięć stanowi punkt odniesienia podczas raportowania informacji poufnych.

Oprócz kwestii związanych z dostosowaniem polskiego prawa do wymagań UE, na konferencji nie zabrakło także aktualnych problemów z związanych interpretacją obowiązującego jeszcze rozporządzenia Ministra Finansów, z którymi spotykają się emitenci w trakcie wymiany informacji z otoczeniem i budowaniem wartości swoich firm w oczach inwestorów.

W konferencji uczestniczyli przedstawiciele organu nadzoru (KNF), dyrektorzy relacji inwestorskich spółek notowanych na GPW S.A. (ABC Data S.A., Bank Millennium S.A., Bank Pekao S.A., PGE S.A.) prawnicy kancelarii prawnych specjalizujących się w regulacjach rynku kapitałowego (Dentons, GESSEL Koziarowski, K&L Gates, Prof. Marek Wierzbowski i Partnerzy, PwC Legal), niezależni doradcy ds. relacji inwestorskich (NOBILI PARTNERS, IPO Doradztwo Strategiczne S.A.) oraz licznie zgromadzeni przedstawiciele emitentów. Możliwa była wymiana doświadczeń, a każdy poruszany na konferencji temat omawiany był z różnych punktów widzenia, dzięki czemu łatwiej jest osiągnąć konsensus rynkowy w zakresie różnych problemów interpretacyjnych i rozwiązań stosowanych w praktyce. Nad sprawnym przebiegiem spotkania czuwali w roli moderatorów Prezes Zarządu SEG Pan Mirosław Kachniewski oraz Dyrektor Generalny SEG Pan Dariusz Witkowski.

Dwudniowa konferencja podzielona została na 5 uzupełniających się bloków tematycznych.

W czasie pierwszego panelu uczestnicy zastanawiali się, jaki zakres informacji powinien zawierać dobry komunikat giełdowy. Czy raportować jak najwięcej, czy wręcz przeciwnie ograniczyć się tylko do minimalnej treści wymaganej przez prawo oraz jak sprostać przeciwnym oczekiwaniom urzędów nadzoru administracyjnego.

W związku z tym, że spółka giełdowa funkcjonuje w sferze publicznej, jej komunikaty mają charakter ogólnodostępny. Informacje śledzą nie tylko inwestorzy i akcjonariusze, ale także media i firmy konkurencyjne, dla których raporty mogą być źródłem cennej wiedzy o emitencie i rynku.

Raportom giełdowym przyglądają się także uważnie Komisja Nadzoru Finansowego oraz Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Nie można wykluczyć sytuacji, że każdy z tych urzędów inaczej zinterpretuje ten sam raport giełdowy i wyciągnie odmienne wnioski.

KNF przychylnym okiem patrzy na raporty zawierające jak najwięcej wyczerpujących informacji, dzięki którym inwestorzy mogą podejmować decyzje. Z drugiej strony nadmiernie rozbudowany raport giełdowy może z punktu widzenia UOKiK stanowić naruszenie zasad uczciwej konkurencji i sprowadzić na emitenta sankcje administracyjne ze strony tego organu.

Czyn nieuczciwej konkurencji definiuje ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów. Zakazane są w tym akcie prawnym porozumienia, których celem lub skutkiem jest wyeliminowanie, ograniczenie lub naruszenie w inny sposób konkurencji na rynku właściwym, polegające w szczególności na ustalaniu, bezpośrednio lub nawet pośrednio, cen i innych warunków zakupu lub sprzedaży towarów. Oznacza to, że nawet jednostronna informacja udostępniona przez emitenta w formie wypowiedzi medialnych lub publikacji giełdowych (raporty bieżące i okresowe oraz prognozy i szacunki), która dotyczy jego przyszłych planów, poziomu cen oraz wielkości sprzedaży podlega ocenie ze strony UOKiK.

UOKiK stoi na stanowisku, że im mniej informacji o działaniach i planach firmy na przyszłość tym większa konkurencja na rynku. Poznając upubliczniane informacje inni uczestnicy rynku mają możliwość uwzględnienia w swoich działaniach i modyfikowania swojego stanowiska. A stąd już tylko krok ograniczenia konkurencji ze szkodą dla konsumentów.

Należy pamiętać, że UOKiK wczytując się w komunikaty publikowane przez spółki giełdowe kieruje się regułą rozsądku i bada, czy istnieje obowiązek prawny na podstawie którego informacja została ujawniona czy też jest tylko wynikiem inicjatywy oraz dobrej woli spółki.

Uwzględnia ponadto otoczenie rynkowe emitenta, udział spółki w rynku, szczegółowość informacji i użyteczność dla konkurencji, aktualność z punktu widzenia konkurencji, częstotliwość i sposób ujawniania informacji, intencje spółki i stosowaną praktykę.

Stąd płyną dla emitentów wnioski dotyczące prawidłowego raportowania. Zawsze trzeba poszukiwać złotego środka pomiędzy szczegółowością i ogólnością komunikatów giełdowych oraz starać się wyśrodkować oczekiwania różnych adresatów. Im bardziej opublikowana informacja i jej zakres znajduje oparcie w obowiązujących przepisach tym mniejsze ryzyko narażenia się na zainteresowanie nie tylko ze strony UOKiK, ale także KNF.

O ile w przypadku raportów bieżących i okresowych istnieje obowiązek prawny ich publikowania, to już formułowanie prognoz i szacunków zysku zależy od indywidualnej decyzji każdej spółki. Także spółka w dużej mierze kształtuje treść publikowanych komunikatów. Aby ograniczyć ryzyko prawne informacje powinny bardziej wskazywać czynniki sukcesu, szanse i ryzyka związane z działalnością emitenta czy sposób realizacji celów biznesowych, a unikać precyzowania ceny produktów i wysokość przyszłej sprzedaży.

Nie warto też nadużywać raportów giełdowych do publikowania informacji nieistotnych z punktu widzenia inwestorów i przepisów prawa, ponieważ tworzy to chaos komunikacyjny oraz może być uznane przez UOKiK jako forma odpowiedzi na komunikaty prasowe lub raporty giełdowe konkurencji.

W związku z tym, że to emitent jest dysponentem informacji poufnej, za każdym razem musi wykazać się prawidłową i adekwatną oceną kontekstu. Przydatna jest znajomość dobrych praktyk i standardów rynkowych, specyfiki branży i spółki oraz relacji pomiędzy określonymi zdarzeniami a zachowaniem ceny

akcji na parkiecie. Ta umiejętność oceny informacji poufnej nabierze większego znaczenia w chwili, kiedy zaczną obowiązywać regulacje unijne.

W przypadkach szczególnie trudnych i wątpliwych warto się zwrócić do wyspecjalizowanej kancelarii prawnych lub zewnętrznego doradcy zajmującego się relacjami inwestorskimi i raportowaniem giełdowym lub nawet do właściwego urzędu o interpretację przepisów.

Kolejna część konferencji poświęcona była odpowiedzi na pytanie, co czeka rynek po zmianach regulacji UE i jak będzie wyglądało raportowanie bez rozporządzenia MF. Zasadnicza zmiana wynikająca z implementacji przepisów UE będzie polegała na zastąpieniu aktualnie obowiązującego katalogu informacji poufnych i bieżących określonych w rozporządzeniu Ministra Finansów ogólną i generalną klauzulą definiującą pojęcie informacji poufnych.

Ciężar identyfikacji i udowodnienia, jakie zdarzenie będzie miało charakter cenotwórczy zostanie przesunięty w kierunku emitentów i wewnętrznych standardów korporacyjnych. Istotnym elementem praktyki będą także Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority ESMA).

Emitent za każdym razem samodzielnie będzie musiał podejmować świadome decyzje, co jest informacją poufną i jakie znaczenie zdarzenia gospodarczego, kierując się znajomością rynku, oczekiwań inwestorów, interesem spółki oraz minimalizacją ryzyka niekontrolowanych wahań kursu na parkiecie. Zniknie możliwość automatycznego i ścisłego odniesienia informacji poufnej do wzorców wskazanych obecnie w rozporządzeniu Ministra Finansów. Znaczenia nabierze umiejętność interpretacji i określenia, czym jest informacja poufna w konkretnym przypadku danej firmy.

Wzrośnie rola standardów wewnętrznych spółek, władz i służb wyspecjalizowanych w relacjach inwestorskich, zasad korporacyjnych zawierających definicje i zdarzenia uznane za poufne oraz wewnętrznych reguły zbierania i upubliczniania informacji poufnych. Informacja, aby mogła być uznana za poufną będzie musiała najpierw spełnić kryteria wewnętrzne spółki i być dokonana najpierw na poziomie spółki i zarządu. Ważnym kryterium będą także kompetencje emitenta w zakresie ochrony i utrzymania poufności zdarzenia podlegającego raportowaniu.

Na spółce i jej wyspecjalizowanych służbach będzie spoczywał obowiązek uzasadnienia, dlaczego daną informację uznał lub nie uznał za poufną oraz dlaczego i kiedy przekazał do wiadomości publicznej. Tym samym zmieni się rola Komisji Nadzoru Finansowego, która będzie mogła się zwrócić z pytaniem, dlaczego konkretną informację uznano za cenotwórczą.

Taki system oznacza, że wiele informacji będzie miało charakter tylko zdarzenia wewnętrznego, które może w ogóle nie trafić na rynek. Przykładem takiej sytuacji mogą być rozpoczęte i prowadzone negocjacje dotyczących ważnej dla spółki umowy, które zakończą się fiaskiem. Testem dla spółki będzie obraz techniczny notowań akcji na parkiecie. Może się okazać, że jakaś informacja nie została opublikowana, a wystąpiły wahania kursu giełdowego, które dostrzegł KNF i wszczął postępowanie w tej sprawie. Większego znaczenia nabiorą też

informacje zawarte w raportach finansowych takie jak nadzwyczajnej zmiana wyników całościowych, rozbieżność kluczowych dla spółki wskaźników, zdarzenia jednorazowe lub nieprzewidzianych wcześniej.

Stąd płynie wniosek, że w przypadkach wątpliwych, kiedy nie jest możliwe oszacowanie ryzyka utajnienia informacji i jej konsekwencji cenotwórczych zawsze lepiej jest podać informację do wiadomości publicznej, aby zminimalizować ryzyko dla spółki.

Uczestnicy konferencji w większości uznali nowe rozwiązania za trudne, ale jednocześnie posiadające wiele zalet dla samych spółek i inwestorów. W wielu przypadkach spowodują zmniejszenie ilości raportów. W tej chwili pod rządami rozporządzenia Ministra Finansów wiele spółek, zwłaszcza tych największych publikuje nawet kilkaset raportów rocznie zawierających mało istotne zdarzenia dla inwestorów, które nie mają ściśle cenotwórczego charakteru i powodują tylko chaos komunikacyjny. Wzrośnie rola świadomych decyzji opartych na znajomości spółki, otoczenia rynkowego i oczekiwaniach inwestorów. Nie będzie już ustawowego katalogu spraw zgodnie z którym spółka przekazuje informacje.

Jako wady wprowadzenia nowych regulacji uczestnicy konferencji wskazali trudności w przewidzeniu jakie zdarzenia mogą mieć wpływ na cenę akcji, ryzyko pominięcia istotnych zdarzeń, brak kontroli nad niespodziewanymi wahaniami cen akcji wynikającymi ze zjawisk niepowiązanych ze spółką oraz konieczność udowodnienia przed organem nadzoru, że coś było lub nie było informacją poufną.

Zmienia się regulacje dotyczące opóźnienia publikacji informacji poufnej. Emitent nie będzie musiał ujawniać informacji, jeżeli stoi za tym jego ważny interes, potrafi utrzymać poufność zdarzenia, a brak publikacji takiej informacji nie wprowadzi inwestorów w błąd. Regulacje unijne zakładają także, że o takim opóźnieniu emitent nie będzie musiał informować organu nadzoru. W praktyce może to oznaczać, że wiele informacji w ogóle nie ujrzy światła dziennego, jeżeli stracą charakter poufności i istotności po pewnym czasie. Jednocześnie będą musiały wzrosnąć wewnętrzne standardy ochrony i dostępu do informacji poufnych. Możliwe, że spółki w celu należytej ochrony informacji poufnych częściej będą musiały posługiwać się listami osób uprzywilejowanych i zmniejszyć szarą strefę dotyczącą gromadzenia i dostępu do tajemnicy przedsiębiorstwa. Ustawowa lista tzw. insiderów zostanie ograniczona do członków zarządu.

Dużą nowością proponowaną przez ustawodawstwo unijne jest rezygnacja z konieczności publikowania przez spółki raportów kwartalnych. Obowiązkowe będą tylko raporty okresowe w przedziałach półrocznych i rocznych. Takie rozwiązanie na pewno jest bardziej wygodne dla spółek, natomiast może stworzyć dużą lukę informacyjną, zwłaszcza w przypadku mniejszych spółek o krótkiej historii giełdowej.

Kwestia eliminacji raportów kwartalnych ciągle nie została jeszcze rozstrzygnięta w polskim systemie prawa. Przepisy unijne przewidują możliwość utrzymania raportów kwartalnych przez ustawodawstwo państwa członkowskiego, gdy nie stanowią one istotnego obciążenia finansowego dla emitentów oraz są korzystne z punktu widzenia inwestorów. Konsultacje w tym zakresie ciągle trwają. Większość uczestników polskiego rynku w tym SEG opowiada się za utrzymaniem raportów kwartalnych – jest to ukłon w kierunku inwestorów i opowiedzenie się za większą transparentnością rynku. Jest to także zgodne z dotychczasową praktyką polskiego rynku kapitałowego, gdzie inwestorzy przyzwyczaili się i oczekują na raporty kwartalne.

Rynek kapitałowy ma około 3 lata na dostosowanie się do nowych regulacji UE. W tym okresie rozporządzenie Ministra Finansów cały czas będzie punktem odniesienia dla emitentów, a później ważnym źródłem praktyk i zwyczajów w zakresie komunikacji informacji poufnych.

Wiodącym zagadnieniem w trzecim panelu konferencji była prognoza finansowa i różne znaczenia tego instrumentu w budowaniu wartości spółki. Najbardziej doniosła jest definicja prawna. Często używa się terminu prognoza na potrzeby budowania relacji z inwestorami. Była także mowa o prognozach wewnętrznych i zewnętrznych.

Definicję prognozy w znaczeniu prawnym zawiera rozporządzenie nr 809 w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych. Zgodnie z tym aktem „prognoza zysków” oznacza sformułowanie, które określa wprost lub poprzez dorozumienie wartość albo wartość minimalną lub maksymalną prawdopodobnego poziomu zysków lub strat za bieżący okres obrotowy lub okresy obrotowe następujące po tym okresie lub które zawiera dane umożliwiające wyliczenie takiej wartości przyszłych zysków lub strat mimo braku konkretnej wartości i braku słowa „zysk”.

Kluczowym elementem tej definicji jest słowo zysk. Prognoza to spojrzenie w przyszłość, które odnosi się do przyszłych zysków lub strat. Jest to każde sformułowanie wypowiedziane wprost lub w sposób dorozumiany.

Regulacje dotyczące prognozy znajdują się także w rozporządzenie Ministra Finansów, gdzie, jako kluczowe elementy prognozy wyników wskazano pewien okres, którego prognoza dotyczy, sposób i założenia na podstawie których sformułowano prognozę, sposób monitorowania i ewentualnej korekty możliwości realizacji założonych wyników.

W tym znaczeniu sformalizowana prognoza zawierająca stwierdzenie, co do przyszłego zysku, opracowana na podstawie jasnych zasad jest prognozą zewnętrzną, która wiąże spółkę i jest obietnicą złożoną publicznie inwestorom.

Spółki nie mają prawnego obowiązku przygotowywania i publikowania prognoz. Za każdym razem to spółka decyduje czy przygotować i opublikować prognozy, czy też nie. Emitent powinien jednak pamiętać, że KNF może uznać, że nawet luźne wypowiedzi medialne i formułowane plany dotyczące przyszłości są prognozą i zastosować karę administracyjną, jeżeli można na ich podstawie zidentyfikować informacje dotyczące przyszłego zysku.

Jeżeli emitent w wypowiedziach publicznych lub na spotkaniach z inwestorami mówi o strategii i nie formułuje precyzyjnych wypowiedzi dotyczących przyszłego zysku, nie można takich wypowiedzi uznać za prognozę w rozumieniu przepisów prawa.

W odróżnieniu od definicji prawnej, prognoza dla inwestorów wszystko to, co pozwala im ustalić jak będzie zachowała się spółka w przyszłości, jakie będzie podejmowała działania i jakich efektów się spodziewa. Bardziej można w tym momencie mówić o prognozie jako informacji dotyczącej pozafinansowej działalności spółki. Tak rozumiana prognoza to sposób komunikowania się z rynkiem, komentowania wydarzeń, zarządzanie oczekiwaniami inwestorów i analityków giełdowych.

Także z taką prognozą nieformalną, na podstawie której nie można określić przyszłego zysku wiąże się ryzyko otrzymania kary administracyjnej. Jeżeli wypowiedzi te nie są oparte na konkretnych podstawach mogą zostać uznane przez KNF jako rozpowszechnianie niezetelnych informacji, które mogą wprowadzić inwestorów w błąd.

Prognozy sformalizowane tworzone w oparciu o przepisy prawa nie są powszechnie stosowanym sposobem komunikowania z rynkiem na warszawskim parkiecie i stosunkowo niewiele spółek decyduje się na opracowanie takiego dokumentu. W trakcie konferencji wskazano kilka przyczyn takiego zjawiska.

Najważniejszą czynnikami jest chyba brak mody na opracowywanie prognoz. Wiele spółek ma rozdrobniony i często zmieniający się akcjonariat, a inwestorzy lokujący swoje środki w krótkim horyzoncie czasowym, nie są zainteresowani prognozami nawet w perspektywie jednego roku.

Także analitycy giełdowi nie tworzą presji na zarządy, aby te przygotowywały prognozy. Opieka analityczna nad spółkami często jest selektywna, ograniczona do wybranych firm lub sektorów, co do których można próbować wypracować rynkowy konsensus. Analitycy prowadzą własne obserwacje, a prognozy przygotowywane przez spółki brane są pod uwagę tylko pomocniczo.

Sformalizowana prognoza nie jest też dobrym instrumentem dla wszystkich spółek. Trudno jest opracować prognozy dla spółek, które mają niestabilny przedmiot działalności, znajdują się w restrukturyzacji, których przychody mają charakter sezonowy lub oparty na zdarzeniach jednorazowych. Prognozy sprawdzają się przede wszystkim w przypadku spółek stabilnych mających za sobą długą historię funkcjonowania na rynku.

Spółkom brakuje może także wypracowanych własnych procedur w tym zakresie tworzenia prognoz, metodologii, mierzalnych standardów i mechanizmów kontroli.

Większość spółek poprzestaje na prognozie zamieszczonej tylko raz, w prospekcie emisyjnym przygotowywanym na potrzeby debiutu.

Wreszcie prognoza to kłopotliwe zobowiązanie, które wiąże spółkę wobec rynku. Opublikowaną prognozę trzeba później monitorować i w przypadku nie zrealizowania wytłumaczyć się przed inwestorami. Dotyczy to zarówno niedotrzymania opublikowanych planów finansowych jak i ich przekroczenia.

Emitent przekazuje niezwłocznie, w formie raportu bieżącego, korektę prognozy zawartej w raporcie bieżącym, w przypadku gdy co najmniej jedna z prognozowanych pozycji różni się o co najmniej 10 % w stosunku do pozycji zamieszczonej w ostatniej przekazanej do publicznej wiadomości prognozie i wyjaśnić rynkowi dlaczego tak się stało. Raport korygujący prognozę powinien wskazać prognozowane nowe wyniki po dokonaniu korekty, jak również czynniki, które wpłynęły na podwyższenie lub obniżenie opublikowanej wcześniej prognozy. Raport bieżący zawierający korektę prognozy przekazanej przez emitenta w ciągu danego roku obrotowego stanowi nową prognozę wyników emitenta.

Statystyki giełdowe pokazują, że jeżeli spółki zdecydowały się już na projekcję przyszłych zysków to robią to w rocznym horyzoncie czasowym. Popularna jest też prognoza zamieszczana w prospekcie emisyjnym, na potrzeby oferty pierwotnej. Po debiucie ta prognoza zamiera, pomimo że emitent na własne potrzeby monitoruje i projektuje wyniki finansowe spółki. Mowa tu o wszystkich wewnętrznych prognozach, obserwacjach i sprawozdawczości finansowej wykorzystywanych przez zarząd w działalności operacyjnej czy informacje gromadzone na potrzeby raportów okresowych. Pomimo, że takie informacje nie są przekazywane poza spółkę, trzeba pamiętać, że te wewnętrzne, czasami cząstkowe dane mogą w pewnych okolicznościach stać się informacją poufną i wtedy pojawi się obowiązek opublikowania raportu bieżącego lub nawet całościowej prognozy.

Publikacja prognozy giełdowej to element długoterminowego badania wartości spółki. Pozwala na budowanie stabilnego akcjonariatu i zaufania rynku. Wykonanie prognozy lub kilku następujących po sobie potwierdza dobrą kondycję spółki, sprawne procedury wewnętrzne, odpowiednią metodologię i mierzalne standardy. Jest świadectwem kompetencji zarządu i kadry menedżerskiej, znajomości firmy i otoczenia rynkowego. Inwestorzy zyskują pewność, że pieniądze które powierzyli emitentowi są dobrze zarządzane, a spółka staje się przewidywalna. Podanie w prognozie przewidywanych i konkretnych liczb dotyczących zysku oraz wskazanie na podstawie jakich kryteriów te wartości zostały określone to najbardziej precyzyjny sposób komunikowania się z rynkiem.

Z raportowaniem danych finansowych przez emitenta oprócz prognoz związane są także szacunki zysków. Szacunkom zysków poświęcona była czwarta część konferencji. Uczestnicy starali się także odpowiedzieć na pytanie, kiedy można i warto przekazywać w raportach bieżących dane finansowe, które co do zasady publikowane w raportach okresowych.

Definicję szacunkowego zysku zawiera unijne rozporządzenie nr 809, które mówi, że szacunkowe zyski oznaczają prognozę zysków za miniony okres oborowy, dla którego nie opublikowano jeszcze wyników.

Już na pierwszy rzut oka widać różnicę pomiędzy prognozą finansową a szacunkiem zysków. Prognoza odnosi się do przyszłości, natomiast szacowane zyski do niedalekiej przeszłości. Dotyczą okresu, który już się zakończył, a wyniki okresowe, których dotyczy szacunek, będą opublikowane w bliskiej przyszłości.

Tak jak w przypadku prognozy finansowej, publikacja szacunkowych zysków jest dobrowolna. W oby tych przypadkach decyzja należy do spółki. Dane szacunkowe powinny być prawidłowe, rzetelne obiektywne, oparte o reguły dające możliwość porównania z historycznymi informacjami finansowymi.

W czasie konferencji wskazano dwie sytuacje, w których uzasadnione jest publikowanie danych finansowych w formie szacunku zysków.

Pierwszy przypadek dotyczy tzw. raportu prewencyjnego, poprzedzającego opublikowanie raportu okresowego. Ma to na celu zapewnienie przejrzystości danych finansowych i zapewnienie równego dostępu do informacji. Dotyczy to przede wszystkim emitentów, którzy wchodzi w skład holdingów międzynarodowych, które konsolidują wyniki finansowe na poziomie spółki matki i publikują dane finansowe wcześniej niż spółka córka

w Polsce. W związku z tym, że z raportu spółki dominującej można wyinterpretować dane finansowe dotyczące spółki podległej, pojawia się potrzeba raportowania szybciej, przed raportem okresowym.

Zaletą takiego rozwiązania jest z jednej strony minimalizacja ryzyka ujawnienia informacji cenotwórczych i zapewnienie równego dostępu do informacji, a z drugiej także przyciągnięcie zainteresowania inwestorów, analityków i mediów.

Największe ryzyko wiąże się z odstępem czasowym, który dzieli opublikowanie szacunku zysków z właściwym raportem okresowym. W tym okresie mogą wystąpić nieprzewidziane okoliczności, które sprawiają, że raport okresowy będzie się różnił od opublikowanych szacunków. To nie wszystko – emitent może w związku z tym być narażony na zarzut manipulacji informacją ze strony KNF. Aby uniknąć takiej niespodzianki warto uzupełnić dane szacunkowe o dodatkowy opis warunków i czynników, które mogą mieć wpływ na wynik końcowy, tak aby rynek rozumiał jak powstał szacunek i jaka może być jego relacja do końcowego raportu okresowego.

Druga sytuacja w której warto rozważyć opublikowanie szacunkowych zysków, związana jest z identyfikacją informacji poufnej na etapie zbierania danych i opracowywania raportu okresowego.

Przygotowywanie raportów okresowych to proces, który trwa przez dłuższy czas i angażuje wiele osób. Może się okazać, że w trakcie zbierania i przetwarzania danych jakaś informacja wewnętrzna okaże się poufna i zaistnieje konieczność podzielenia się nią z rynkiem.

Aby można było uznać cząstkową informację finansową zidentyfikowaną jako poufną na etapie tworzenia raportu okresowego musi zostać spełnionych kilka przesłanek. Po pierwsze informacja taka musi być istotna i ważna dla inwestorów. Po drugie musi mieć charakter cenotwórczy ze względu na specyfikę danej spółki. Ponadto jest nieoczekiwana oraz pewna, a także istnieje ryzyko, że utraci przymiot poufności.

Ocena poufności informacji zawsze należy do spółki. Brak możliwości utrzymania poufności stanowi element wpływający na przekształcenie się informacji finansowej w informację cenotwórczą i analogicznie raportu okresowego w raport bieżący.

Jednym z kluczowych elementów w przypadku, który decyduje o przekształceniu się informacji wewnętrznej w informację poufną jest prawidłowe określenie momentu tej zmiany. Pomocne mogą być procedury korporacyjne w zakresie obiegu i zbierania informacji cenotwórczych. Takim punktem odniesienia będzie zamknięcie jakiegoś etapu prac nad raportem finansowym np. uchwała zarządu nadająca informacji formalny charakter. W przypadkach spornych z KNF procedury wewnętrzne i dokumentacja korporacyjna mogą służyć jako potwierdzenie zachowania należytej staranności ochronie informacji poufnych. Takim dokumentem może być też szczegółowa i aktualna lista osób mających dostęp do informacji poufnych w czasie gromadzenia i przetwarzania informacji finansowych potrzebnych do przygotowania raportu okresowego.

Szacunek zysków jest przydatnym instrumentem w przypadku, jeżeli emitent nie jest pewny i ma wątpliwości jakie informacje są cenotwórcze i jaka może być reakcja inwestorów w przypadku ich upublicznienia. Wyjściem

z takiej sytuacji jest opublikowanie szacunku zysków, który ma charakter całościowy, a zawarta w nim treść na ogół pokrywa się z późniejszym raportem okresowym. Stanowi doskonałą furtkę bezpieczeństwa, która pozwala na szybkie ujawnienie informacji poufnej dotyczącej informacji finansowej, publikowanej co do zasady w formie raportów okresowych i tym samym ograniczenie ryzyka dla spółki.

Prognozę wyników oraz dane szacunkowe przygotowywane przez emitenta trzeba odróżnić od przewidywań i szacunków dotyczących wyników spółki przygotowywanych przez niezależnych analityków, obserwatorów i komentatorów. Inwestorzy, media i analitycy giełdowi bardzo często uważnie obserwują emitenta i przygotowują własne prognozy.

Takie prognozy mają charakter zewnętrzny i ich publikacja jest niezależna od spółki. Często opierają się na niepotwierdzonych danych, analizach porównawczych, przypuszczeniach oraz wielu innych zmiennych na które emitent nie ma wpływu. Spółka ma własną metodologię i dostępne do najbardziej autentycznych danych. Publikacja takich zewnętrznych projekcji wyników, zmierzających do konsensusu rynkowego nie wymaga odniesienia się ani raportowania przez spółkę.

Ostatni część konferencji poświęcony była dystrybucji informacji poufnych poza spółkę i współpracy z doradcami zewnętrznymi.

Podstawową zasadą wynikającą z przepisów i dobrych praktyk emitentów notowanych na giełdzie jest równy dostęp do informacji poufnych dotyczących spółek publicznych. Kodeks Spółek Handlowych oraz Ustawa o ofercie jasną mówią, że wszyscy akcjonariusze powinni być traktowani jednakowo. Poza akcjonariuszami zasadniczo nie ma osób, które mogłyby otrzymywać informacje poufne. Są jednak odstępstwa od tej podstawowej reguły. Pierwszy wyjątek dotyczy osób, które są związane ze spółką, czyli tzw. insiderów. Ze względu na pełnione funkcje w spółce często sami uczestniczą w powstawaniu informacji poufnej lub dowiadują się o pewnych sprawach szybciej niż zwyczajny akcjonariusz czy inwestor. Aby przeciwdziałać wykorzystaniu przez te osoby informacji poufnych, został na te osoby nałożony zakaz obrotu akcjami w trakcie tzw. okresów zamkniętych. Kolejny wyjątek został określony w ustawie o ofercie publicznej, która mówi, że przed wykonaniem obowiązków informacyjnych emitent może przekazywać niektóre informacje osobom lub podmiotom świadczącym na jego rzecz usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego, a także osobom z którymi prowadzi negocjacje. Dostęp do pewnych ważnych informacji może być dla tych osób niezbędny ze względu na wykonywane obowiązki. Także Skarb Państwa jako strategiczny akcjonariusz wielu spółek posiada pozycję uprzywilejowaną na podstawie przepisów szczególnych. Poza tym prawo jest bardzo restrykcyjne i nie daje możliwości udostępniania informacji innym osobom.

Bardzo często spółka nie może obejść się bez wsparcia ekspertów z zewnątrz, takich jak doradcy prawni, podatkowi czy audytorzy, zwłaszcza przy specjalistycznych transakcjach fuzji i przejęć oraz nietypowych pajątkach, których nie są w stanie obsłużyć wewnętrzne służby.

Spółki publiczne, zwłaszcza mniejsze i debiutujące na parkiecie bardzo często korzystają także z usług specjalistów od public relations oraz inwestor relations oraz raportowania giełdowego, ponieważ nie dysponują własnymi specjalistami w tym zakresie. Współpraca z doradcami IR przy raportowaniu czasami ma wiele zalet i czasami jest niezbędna. Zewnętrzni doradcy mogą mieć szerszą perspektywę, duże doświadczenie oraz potrafią

właściwie sformułować komunikat giełdowy, np. w przypadku sprzecznych oczekiwań KNF i UOKiK. Często wypełnianiem obowiązków informacyjnych pełną zadania w zakresie kontaktów z szeroko rozumianym rynkiem kapitałowym i mediami.

Jeżeli dysponują specjalistycznym wykształceniem, można próbować dokonywać funkcjonalnej wykładni przepisów i zakwalifikować ich działania jako doradztwo szczególnego rodzaju doradztwo finansowe lub ekonomiczne. Wiele grup zawodowych takich jak adwokaci i radcowie mają swoje własne regulacje zobowiązujące ich do przestrzegania tajemnicy bankowej. Także w przypadku obowiązku zachowania tajemnicy bankowej może mówić o obowiązku do zachowania informacji poufnych.

Jeżeli nie ma odpowiednich przepisów wyjściem z sytuacji może być umowa lub klauzula o zachowaniu poufności (Non Disclosure Agreement NDA). wszystkie inne zapisy, które pozwolą na zachowanie poufności informacji i ograniczą do minimum ryzyko emitenta.

Uczestnicy konferencji opowiedzieli się także za unikaniem tzw. szare strefy w dostępie do informacji cenotwórczych. Rozwiązaniem zwłaszcza w przypadku pracowników spółki jest tworzenie szczegółowych list dostępu lub listy insiderów. Takie listy powinny być tworzone jak najczęściej i obejmować aktualną grupę osób mających dostęp do informacji cenotwórczych.

W ciągu dwóch dni konferencji poruszono najważniejsze aktualnie zagadnienia związane z ze skutecznym komunikowaniem się spółki giełdowej z rynkiem, jakością udostępnianych informacji oraz raportowaniem w nowych warunkach po nowelizacji polskiego prawa wynikającej w ustawodawstwa unijnego. Wymiana doświadczenia i spojrzenie na wiele tematów z różnych punktów widzenia pozwoli uczestnikom na wzmocnienie kompetencji w zakresie relacji inwestorskich oraz lepsze zrozumienie i przygotowania się na czekające rynek kapitałowy zmiany wynikające z implementacji prawa europejskiego.

Dzięki współpracy z firmą UNICOMP WZA konferencja miała charakter interaktywny. Uczestnicy zostali wyposażeni w mobilne tablety z połączeniem on-line, dzięki którym na bieżąco komunikowali się z prowadzącym spotkanie, zadając pytania i wyrażając opinie dotyczące kluczowych kwestii poruszanych w trakcie spotkania i tym samym dysponując możliwością wpływania na przebieg dyskusji. Wyniki głosowań i wyrażanych opinii były bezpośrednio prezentowane w formie graficznej.

Spotkanie było na żywo transmitowane w Internecie przez firmę GPW MEDIA, która także zamieściła relację z imprezy.

Partnerem wydarzenia była Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Polska Agencja Prasowa. Patronatem honorowym objął przedsięwzięcie Urząd Komisji Nadzoru Finansowego oraz Centrum Edukacji dla Uczestników Rynku.

Autor:

Andrzej Woźniak