



Grzegorz Surma

założyciel i redaktor naczelny  
www.relacjeinwestorskie.org.pl

# MARtwa sprawozdawczość?

3 lipca 2016 r. to ważna data dla wszystkich uczestników polskiego rynku kapitałowego, a IR menedżerów w szczególności. Wchodzi wówczas w życie rozporządzenie MAR (Market Abuse Regulation – dyrektywa w sprawie nadużyć rynkowych). W najbliższych dniach na naszym wortalu rozpoczynamy obszerny cykl omawiający najważniejsze założenia tego aktu prawnego. W tym krótkim tekście chcę jedynie zasygnalizować najważniejsze zagrożenia, które mogą się wiązać z jej wdrożeniem.

## MAR W PIGUŁCE

W największym skrócie – niniejsze rozporządzenie diametralnie odmieni obowiązki sprawozdawcze emitentów. Warto zauważyć, że rozporządzenie MAR zacznie obowiązywać na terenie wszystkich państw europejskich. Nie będą prowadzone osobne wdrożenia i dostosowania prawa polskiego. MAR ma zasięg ogólny, paneuropejski. To zmiana w giełdowej sprawozdawczości o skutkach dużo poważniejszych niż te powodowane przez kolejne aktualizacje Rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych. De facto usunięciu ulegnie obligatoryjny katalog sprawozdawczy z przytoczonego wyżej rozporządzenia. Niestety, dziś nie mamy jeszcze pewności, czy w polskich realiach będzie to oznaczać pełną likwidację katalogu obowiązkowych informacji sprawozdawczych, czy jedynie ich znaczne ograniczenie – w zamian za to poszerzona zostanie definicja informacji poufnej.

## JAKI Z TEGO WNIOSEK?

Każde zdarzenie, które spółka zdefiniuje jako precyzyjne i posiadające aspekt cenotwórczy, faktycznie stanie się informacją poufną. Największa zmiana to głębsza analiza „etapów pośrednich” danego wydarzenia będącego informacją poufną i analizowanie ich pod kątem obowiązku sprawozdawczego, czyli informacji poufnej (to jest rozbijanie ich na elementy i przyglądanie się im „z osobna” pod kątem sprawozdawczości). Ale tym również zajmiemy się szerzej już wkrótce na łamach naszego obszernego poradnika, który będą Państwo mogli znaleźć na <[www.relacjeinwestorskie.org.pl](http://www.relacjeinwestorskie.org.pl)>.

## CZY ABY NIE JEST NA TO ZA WCZEŚNIEJ?

To pierwsze pytanie, jakie się nasuwa. Czy polski rynek kapitałowy dojrzał do tego, by pozostawić taką swobodę emitentom giełdowym? Śmiem wątpić. Widzę dwa prawdopodobne modele komunikacyjne po wejściu w życie rozporządzenia MAR.

### MODEL 1. CISZA NA ŁĄCZACH

MARtwa sprawozdawczość będzie na rękę niektórym emitentom. Skoro znika obligatoryjny katalog obowiązków informacyjnych i sami definiujemy, co jest istotne i cenotwórcze, co należy przekazać inwestorom, to nic nie stoi na przeszkodzie, by naszą komunikację ograniczyć do prawdziwego „minimum”. Mówiąc to, nie mam na myśli konserwatywnego modelu IR, który polega głównie na wypełnianiu katalogowych obowiązków informacyjnych i jednokierunkowej komunikacji bez analizowania rynkowego feedbacku (czyli klasycznego modelu broadcastu), ale prawdziwą ciszę

informacyjną. Pamiętajmy, że w wariantcie radykalnym rozporządzenie w sprawie informacji bieżących i okresowych trafi do kosza. Skoro można, to dlaczego nie ponaginać prawa jeszcze bardziej niż do tej pory? Ryzyko – moim zdaniem – jest całkiem realne. Dużo zależy od giełdowego regulatora, czyli KNF. Nie sądzę, by nie zdawano tam sobie sprawy z tego ryzyka. Wspomnę jeszcze, że zaprzyjaźniony z nami bloger Uzo Borewicz opublikował ciekawą analizę dotyczącą częstotliwości publikacji raportów bieżących. Zacytujmy jej fragment: „[...] spółki, które opublikowały swój pierwszy raport giełdowy przed rokiem 2008, publikują średnio 48 raportów rocznie. Drastycznie poniżej tej średniej zeszyły spółki, które pojawiły się na giełdzie później. Te, które rozpoczęły wypełnianie obowiązków informacyjnych w latach 2008–2014, publikują średnio 17 raportów rocznie. To przepaść [...]”.

Jaki z tego morał? Liczba publikowanych raportów spada, a na serwerach ESPI coraz częściej hula wiatr. Ryzyko tego, że po wejściu w życie rozporządzenia MAR sytuacja się pogorszy, jest jak najbardziej realne.

### MODEL 2. NAJLEPSI WYCHODZĄ PRZED SZEREG

Być może nie zmieni się polityka świadomych emitentów, dla których IR oraz dwustronna komunikacja mają wartość, są elementem strategii spółki. Mimo że zamknięty katalog sprawozdawczy trafi do lamusa, nikt przecież nie zabroni dalej z niego korzystać pod kątem analizowania cenotwórczości danych informacji poufnych. Te kilkadziesiąt zdarzeń to kilkadziesiąt ważnych informacji poufnych, które należałoby zaraportować. To dobry punkt wyjścia do rozwijania swych sprawozdawczych kompetencji w dziedzinie informacji poufnych. Czy nie ułatwi to życia emitentom, niezależnie od poziomu ich branżowego doświadczenia? Jesteśmy zdania, że jak najbardziej tak! Warto również sporządzić odpowiednie procedury regulujące zasady sprawozdawcze u konkretnego emitenta, a także skorzystać z usług profesjonalnego doradcy, który rozwieje ewentualne wątpliwości i będzie stanowił wsparcie merytoryczne.

Zachowanie największych polskich „blue chipów” (w tym spółek będących laureatami branżowych plebiscytów) zapewne będzie uważnie obserwowane przez rynek (i przez nas!). To, jak najwięksi i najbardziej utytułowani zachowają się w procesie sprawozdawczym po wejściu w życie rozporządzenia MAR, będzie stanowił istotną informację zwrotną dla pozostałych emitentów. Nasz wortal jak zwykle będzie trzymać rękę na pulsie, lobbować za najlepszymi praktykami oraz ganić te „dobre inaczej”. ■