

Wpływ pandemii COVID-19 na prawo akcjonariuszy spółek publicznych do informacji

Justyna Halaś¹

Okres pandemii COVID-19 ma niewątpliwie wpływ na każdą sferę aktywności gospodarczej, a jej skutki mogą się aktualizować jeszcze przez wiele lat, trwale zmieniając rzeczywistość, na którą oddziałują. Nie inaczej jest w przypadku rynku kapitałowego, którego immanentną cechą powinna być transparentność i kompletność informacji niezbędnych do podejmowania właściwych decyzji inwestycyjnych. Ostatnie miesiące pokazały jednak, że pandemia miała wpływ także na sytuację akcjonariuszy i inwestorów, którzy w wielu przypadkach byli zmuszeni oceniać ryzyko inwestycyjne, nie znając dostatecznie wszystkich czynników mających na nie wpływ. Niewątpliwie czas ograniczeń w sferze kontaktów społecznych i związane z tym ryzyka dotyczące chociażby realizacji jednego z podstawowych praw korporacyjnych, polegającego na udziale w walnym zgromadzeniu, był także przyczyną faktycznych ograniczeń akcjonariuszy w dostępie do informacji. Pomimo wdrożonych w tym zakresie rozwiązań prawnych wydaje się, że proces transformacji nie tyle prawa, co praktyki spółek, chociaż został zainicjowany, wymaga jeszcze sporo czasu.

Wprowadzenie

Kiedy w pierwszym kwartale 2020 r. w Europie pojawiły się doniesienia o wirusie Sars-Cov-2, większość naukowców, komentatorów i ekspertów nie przewidywała, jak istotnie wpłynie on na sytuację społeczno-gospodarczą na Starym Kontynencie. Dynamicznie zmieniające się warunki, wynikające z wprowadzonych ograniczeń, jak również konieczność sprawnego dostosowania się do nowej rzeczywistości nie pozostały bez wpływu na regulacje prawne, które wprowadzano w tym okresie.

Pandemia COVID-19 w oczywisty sposób oddziaływała również na funkcjonowanie i komunikację z rynkiem spółek publicznych, które zarówno w Polsce, jak i w całej Europie musiały zweryfikować prognozy dotyczące swojej działalności operacyjnej, nie znając przy tym w pełni czynników, które będą miały na nią wpływ. Pierwsze tygodnie marca 2020 r., którym towarzyszył najpierw stan zagrożenia epidemicznego, a w końcu trwający do dzisiaj stan epidemii, nie pozwalały na dostateczne uwzględnianie w komunikacji z akcjonariuszami informacji o potencjalnych i możliwych do zidentyfikowania zagrożeniach. Dodatkowo wprowadzenie ograniczeń w życiu gospodarczym i społecznym, w tym związanych z przemieszczaniem się, a także przeniesienie aktywności zawodowej pracowników i współpracowników takich podmiotów poza siedzibę przedsiębiorcy, rodziło szereg wątpliwości w zakresie organizacji i przebiegu wydarzeń korporacyjnych, w tym posiedzeń organów spółek, a także obrad walnych zgromadzeń. Jednocześnie, mając na uwadze czas, w jakim nastąpiło wprowadzenie ograniczeń w codziennym funkcjonowaniu, pojawiały się problemy z terminowym przygotowaniem rocznych, a następnie kwartalnych i śródrocznych sprawozdań finansowych.

Pierwsze regulacje zmierzające do reakcji na zgłaszane wątpliwości² spółek publicznych pojawiły się już pod koniec marca 2020 r., wprowadzając możliwość odbywania posiedzeń przez organy spółek także z wykorzystaniem środków komunikowania się na odległość, a ponadto, co istotne z punktu widzenia akcjonariuszy, przedłużając terminy na odbycie walnych zgromadzeń. Inne zmiany obejmowały przedłużenie terminów do przygotowania sprawozdań rocznych i okresowych oraz wydłużały czas na przyjęcie polityki wynagrodzeń w spółkach publicznych, dostosowując go do maksymalnych terminów, w jakich mogły zostać zorganizowane obrady zwyczajnych walnych zgromadzeń.

Z punktu widzenia akcjonariuszy spółek publicznych najistotniejsze były jednak bieżące informacje od emitentów w zakresie wpływu pandemii na sytuację finansową i perspektywę spółki, jak również komunikacja z inwestorami, która,

¹ Autorka jest radcą prawnym, komplementariuszem w Kancelarii Adwokatów i Radców Prawnych Halaś i Wspólnicy sp.k., przygotowuje rozprawę doktorską w Katedrze Prawa Handlowego Uczelni Łazarskiego w Warszawie.

² Pismem z 19.3.2020 r. Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych zrzeczające spółki notowane na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wystąpiło z wnioskiem o przesunięcie terminu i sposobu udziału w Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy do Departamentu Legislacyjnego Prawa Cywilnego Ministerstwa Sprawiedliwości. Pierwsze rozwiązania zmierzające do wydłużenia terminów wypełnienia obowiązków sprawozdawczych oraz dotyczące walnych zgromadzeń zostały wprowadzone: ustawą z 31.3.2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. z 2020 r., poz. 568 ze zm., dalej jako: ZmKoronawirusU20(1); rozporządzeniem Ministra Finansów z 31.3.2020 r. w sprawie określenia innych terminów wypełniania obowiązków w zakresie ewidencji oraz w zakresie sporządzenia, zatwierdzenia, udostępnienia i przekazania do właściwego rejestru, jednostki lub organu sprawozdań lub informacji, Dz.U. z 2020 r. poz. 570 ze zm., dalej jako: InneTermSprawozdR; rozporządzeniem Ministra Finansów z 7.4.2020 r. w sprawie określenia innych terminów wykonania niektórych obowiązków sprawozdawczych i informacyjnych, Dz.U. z 2020 r. poz. 622 ze zm.

ze względu na brak możliwości organizacji spotkań bezpośrednich, w istotnej części była realizowana z wykorzystaniem elektronicznych środków komunikacji. W celu zapewnienia dostępu akcjonariuszy spółek publicznych do informacji, poza wprowadzaniem rozwiązań legislacyjnych ułatwiających zdalną komunikację, wydawano również wytyczne pozwalające na szybkie wdrożenie i zaadaptowanie zmian wynikających ze stanu epidemii. Już w marcu ubiegłego roku Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), zauważając możliwe negatywne następstwa braku bieżących informacji o wpływie COVID-19 na sytuację spółek giełdowych, wydał zalecenia zmierzające nie tylko do możliwie najpełniejszego ujawniania informacji rynkowi kapitałowemu, ale także do podjęcia działań zmierzających do zabezpieczenia ciągłości prowadzonej przez emitentów działalności i zapewnienia przejrzystości w realizacji celów gospodarczych.

Obowiązki emitentów w zakresie ujawniania wpływu pandemii na działalność spółki

Po pierwszych doświadczeniach związanych z wprowadzaniem ograniczeń w życiu społeczno-gospodarczym w Europie zarówno krajowe organy nadzoru, jak i ESMA z uwagą przyglądały się dynamice rozwoju pandemii, a także jej wpływowi na stabilność rynków kapitałowych w całej Unii Europejskiej. Podobne obserwacje dotyczyły także innych kluczowych rynków światowych, w tym amerykańskiego, na którym zaobserwowano niepokojące zjawisko związane z trzykrotnym wzrostem liczby transakcji menedżerów spółek giełdowych w stosunku do analogicznych okresów lat poprzednich³. Rodziło to zagrożenia związane z naruszeniem zasady równego dostępu do informacji oraz brakiem aktualnych danych o prognozowanym wpływie pandemii na sytuację spółki, które to mogły mieć wpływ na sytuację akcjonariuszy zaangażowanych w finansowanie określonego podmiotu⁴. Dla zachowania równowagi w dostępie akcjonariuszy do informacji w połowie marca ubiegłego roku ESMA wydał zalecenia⁵ dla uczestników rynków finansowych, w tym działających na rynku polskim, które opierały się na trzech filarach:

- 1) **planowanie ciągłości działań** – zalecenie to dotyczyło zarówno podmiotów rynku kapitałowego, jak i tych, które prowadzą rynek regulowany; założeniem tej wytycznej było podjęcie działań, które umożliwią funkcjonowanie przedsiębiorców także w sytuacjach awaryjnych tak, żeby ich działalność operacyjna nie została gwałtownie przerwana. Podobne uwagi można sformułować w odniesieniu do podmiotów prowadzących rynek regulowany (np. Giełda Papierów Wartościowych), których zadaniem

było wdrożenie procedur awaryjnych w celu zapewnienia ciągłości notowań;

- 2) **ujawnianie informacji rynkowych** – zasada ta była w istocie przypomnieniem emitentom o obowiązках wynikających z rozporządzenia MAR⁶, ponieważ odnosiła się do konieczności ujawniania przez emitentów wszelkich istotnych informacji o wpływie pandemii COVID-19 na ich fundamentalne parametry, prognozy lub sytuację finansową, co spowodowało w krótkim czasie po opublikowaniu tych wytycznych znaczną liczbę raportów bieżących, z których dominująca część prezentowała raczej potencjał spółki i jej odporność na czynniki związane z pandemią, a nie ryzyko i skutki wynikające z jej negatywnego wpływu na działalność emitenta;
- 3) **sprawozdawczość finansowa** – ESMA wskazywał, że poza raportem bieżącym opisującym aktualne czynniki mające wpływ na sytuację spółki potencjalne skutki pandemii wraz z analizą jakościową i ilościową działalności, sytuacji finansowej i wyników finansowych powinny zostać opisane w najbliższych raportach rocznych lub śródrocznych.

Niewątpliwie zalecenia wydane przez europejski organ nadzoru miały swoje źródło w bezprecedensowej sytuacji i dążeniu do ochrony inwestorów, w szczególności indywidualnych, którzy na skutek działania bez dostatecznego rozeznania i wiedzy na temat rzeczywistych ryzyk mogących mieć wpływ na wycenę papierów wartościowych spółek notowanych na giełdzie mogli podjąć nieprawidłowe decyzje inwestycyjne⁷. Z drugiej strony istniało ryzyko, że bez wyraźnego

³ Zob. <https://www.wsj.com/articles/bezos-other-corporate-executives-sold-shares-just-in-time-11585042204> (sprawdzone: 10.2.2021 r.).

⁴ J. Velasco, The Fundamental Rights of the Shareholder, 40 U.C. Davis L. Rev. 407, 419, 423 (2006), s. 421.

⁵ Zob. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-recommends-action-financial-market-participants-covid-19-impact> (sprawdzone: 10.2.2021 r.).

⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.4.2014 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. L Nr 173 z 12.6.2014 r., s. 1 ze zm.

⁷ Warto wskazać, że pojawiały się także głosy, które nakazywały w pierwszej kolejności dążenie do zabezpieczenia działalności operacyjnej emitentów, które to działania miały realizować zasadę ochrony akcjonariuszy. W opinii Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych, które w marcu 2020 r. odniosło się na swojej stronie internetowej www.seg.org.pl do komunikatu ESMA, wskazując, że: „(...) najważniejsze, co emitenci mogą dziś zrobić dla ochrony inwestorów, to zadbanie o ciągłość funkcjonowania spółek pomimo dramatycznych okoliczności zewnętrznych – zaburzonego łańcucha dostaw, spadającej liczby zamówień, ograniczenia efektywności i mobilności pracowników oraz ogólnej niepewności co do przyszłego rozwoju sytuacji. Oczywiście jeśli jakiś emitent dysponuje analizami pozwalającymi ocenić wpływ koronawirusa na prowadzenie biznesu, to powinien takie dane niezwłocznie opublikować. Ale poświęcanie zasobów przedsiębiorstwa na przeprowadzanie takich analiz wobec olbrzymich zagrożeń i dynamicznie zmieniającego się otoczenia nie wydaje się w tym momencie działaniem niezbędnym, a nawet mogłoby być odebrane jako działanie na szkodę spółki”, najważniejsze było zabezpieczenie zdolności działania operacyjnego spółek tak, żeby mogły generować wyniki finansowe na poziomie zapewniającym stabilność wyceny ich waloru.