

Korporacyjne strony internetowe spółek publicznych

1. Wprowadzenie

Regulacja obowiązków informacyjnych okazuje się kluczowa w kontekście postępującej globalizacji oraz rozwoju technologicznego. Zadaniem ustawodawcy jest takie zdefiniowanie obowiązków informacyjnych, aby wiedza na temat spółek była jak najbardziej szeroka, rzetelna oraz dostępna wszystkim uczestnikom rynku w tym samym czasie i na tych samych zasadach. Informacja jest dziś podstawą podejmowania trafnych decyzji inwestycyjnych, a wartość papierów wartościowych nie opiera się jedynie na prostym odzwierciedleniu kondycji ekonomicznej spółki.

Nie mniej istotną kwestią jest określenie, w jaki sposób informacje te powinny być podawane do wiadomości inwestorów. Kolejne zmiany stanu prawnego i rozszerzanie obowiązków informacyjnych skłaniają do rozważenia zasadności i kierunku tych zmian.

Celem niniejszego opracowania jest analiza praktyki wywiązywania się spółek publicznych z obowiązków prowadzenia stron internetowych i wyciągnięcie wniosków dotyczących przyszłych regulacji.

Praca jest oparta na badaniu przeprowadzonym wśród spółek z indeksu WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 oraz spółek z sektora przemysłu metalowego. Badaniu poddano zagadnienie

^{1*} Autorka jest studentką V roku Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego oraz absolwentką Wydziału Zarządzania Akademii Górniczo-Hutniczej; autor jest studentem V roku Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego.

zamieszczania na stronach internetowych spółek kluczowych dla dobrych relacji inwestorskich informacji, co do których Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW zalecają ich upublicznienie. Analizę oparto o wybrane dokumenty korporacyjne, kluczowe dla otoczenia spółki informacje oraz instrumenty pozwalające na ulepszenie komunikacji z inwestorami.

Zasadne jest również omówienie wzajemnego stosunku przepisów Kodeksu spółek handlowych² regulujących obowiązki prowadzenia stron internetowych wśród emitentów giełdowych do podobnej regulacji zawartej w Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW.

2. *Ratio legis* wprowadzania ustawowych obowiązków informacyjnych – znaczenie prawa akcjonariuszy (inwestorów) do informacji o spółce

Prawo akcjonariusza do informacji jest – obok praw korporacyjnych oraz majątkowych – fundamentem i gwarancją możliwości jego aktywnego udziału w spółce. Można powiedzieć, iż warunkuje ono wykonywanie innych pierwszoplanowych uprawnień, takich jak: prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, prawo głosu, prawo do zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia³. Jest ono również podstawą dla innego, nie mniej istotnego uprawnienia akcjonariusza – prawa zbycia akcji. W tym kontekście informacja traci swoje podstawowe znaczenie, jakim jest możliwość wykonywania praw korporacyjnych, a staje się podstawą skutecznego inwestowania.

Dostępność określonych informacji o spółce staje się jednym z kluczowych kryteriów lokowania kapitału (akcjonariusz nie ponosi odpowiedzialności za zobowiązania spółki, a kluczowe jest dla niego ryzyko utraty wniesionego wkładu na kapitał zakładowy). Dostęp do informacji ma zatem szczególne znaczenie dla zapewnienia dokładnej analizy spółki, przyczynia się do zwiększenia bezpieczeństwa inwestycji oraz buduje zaufanie inwestorów. Wzrost zaufania inwestorów do spółki prowadzi w prosty sposób do zwiększenia zainteresowania daną spółką, co najczęściej przekłada się na trend zwykły jej akcji. Szersza informacja dostępna uczestnikom rynku wpływa na obniżenie kosztów monitorowania rynku oraz poszukiwania niezbędnych informacji przez inwestorów, a tym samym redukuje ich oczekiwania co do zwrotu z inwestycji (w związku z redukcją kosztów)⁴.

Dostęp do informacji ma doniosły wpływ na decyzje podejmowane przez akcjonariuszy, czego najlepiej dowodzi analiza rynku kapitałowego. W przeprowadzonych badaniach⁵ wykazano,

² Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000, Nr 94, poz. 1037).

³ K. Bilewska, *Prawo do informacji – fundament statusu prawnego wspólników (akcjonariuszy) spółki kapitałowej*, HUK 4/2008, s. 448.

⁴ Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Luty 2011, s. 3, http://www.knf.gov.pl/Images/wzmocnienie_ochrony_uczestnikow_ryнку_kapitałowego_tcm75-25693.pdf, 15.03.2012.

⁵ J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Warszawa 2001 [za:] M. Budzicki, *Publikacja sprawozdań finansowych banków jako jeden z determinantów zmian wyceny akcji na rynku kapita-*

iż polski rynek kapitałowy jest efektywny w stopniu pólslnym, co oznacza, że szybko uwzględnia w cenach instrumentów finansowych większość pojawiających się informacji.

Występowanie monopolu informacji lub asymetria informacji mogą powodować występowanie trwałych, ponadnormalnych zysków, utrudniać dostęp do rynku produktów nowych podmiotów, zmniejszać przejrzystość rynku i wpływać niekorzystnie na konkurencyjność⁶. Obowiązki informacyjne w spółkach publicznych mają dużo szerszy zakres niż w modelowych spółkach akcyjnych. Oprócz art. 428 k.s.h. regulującego udzielanie odpowiedzi akcjonariuszom przez zarząd spółki w trakcie i poza walnym zgromadzeniem, a także przedstawiania sprawozdania z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego, które to dokumenty i informacje – zgodnie z art. 395 § 4 k.s.h. – powinny być wydane akcjonariuszom na ich żądanie na 15 dni przed zwyczajnym walnym zgromadzeniem oraz przedłożone zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu oraz – zgodnie z art. 5 § 1 k.s.h. – ogłoszone w Monitorze Sądowym i Gospodarczym (dalej zwanym MSiG) i złożone w sądzie rejestrowym, istnieją jeszcze szczególne obowiązki wynikające z art. 56-68a OfertPublU⁷.

Szczególnie istotne wydaje się być zagadnienie związane z umieszczaniem informacji przez spółki na ich stronach internetowych: zarówno z punktu widzenia akcjonariuszy czynnych – z uwagi na ułatwienie wykonywania przez nich praw korporacyjnych, jak i akcjonariuszy biernych – dla których celem pozyskania informacji jest odpowiednie jej odzwierciedlenie w kursie papierów wartościowych emitenta. Jest to łatwy oraz stosunkowo mało kosztowny sposób dostępu do informacji dla szerokiej rzeszy akcjonariuszy. Możliwość pozostawania spółki w stałym kontakcie z otoczeniem w sposób znaczący przyspiesza uzyskiwanie informacji, zdecydowanie sprawniej niż by to wynikało z tradycyjnych metod komunikacji⁸.

3. Obowiązek prowadzenia stron internetowych przez spółki publiczne

Obowiązek prowadzenia korporacyjnych stron internetowych przez spółki publiczne został wprowadzony do k.s.h. na mocy ustawy z dnia 5 grudnia 2008 r.⁹, w celu implementacji do porządku prawnego RP dyrektywy 2007/36/WE¹⁰. We wcześniejszym stanie prawnym za-

łowym, PUG 12/2010, s. 4; J. Bąk, K. Oplustil, *Ius cogens w prawie spółki akcyjnej – analiza prawno-ekonomiczna*, HUK 2/2007, s. 163.

⁶ K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Warszawa 2003, s. 135.

⁷ 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 2005, Nr 184, poz. 1539).

⁸ Przestarzałą formą publikacji w MSiG czy nawet przekazywaniem informacji poprzez agencję informacyjną lub za pośrednictwem Komisji Nadzoru Finansowego.

⁹ Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks Spółek Handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2009, Nr 13, poz. 69), dalej: ustawa nowelizująca.

¹⁰ Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania

den z przepisów powszechnie obowiązującego prawa nie tworzył *expressis verbis* obowiązku prowadzenia strony internetowej¹¹. Stan ten był dalece niepożądany, albowiem w tym samym czasie wiele przepisów – zarówno k.s.h., jak i innych ustaw – nakładało na spółki publiczne obowiązek zamieszczania pewnych informacji na ich stronach internetowych. Dla przykładu art. 374 § 1 k.s.h. obligował spółki do zamieszczania informacji enumeratywnie wymienionych w tych przepisach na ich stronach internetowych, nie tworząc jednocześnie samego obowiązku prowadzenia takich stron¹². W piśmiennictwie przeważało stanowisko, że obowiązek zamieszczenia informacji aktualizował się tylko w przypadku, gdy dana spółka prowadziła stronę internetową¹³. Podobny problem stwarzał obowiązek zamieszczania na stronach www prospektów emisyjnych¹⁴ czy informacji poufnych¹⁵. Jednocześnie jedynej w zasadzie podstawy dla obowiązku utrzymywania strony internetowej można było doszukiwać się w pkt II.1 Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW z 2007 r.¹⁶, a także w ich kolejnych wersjach¹⁷. Z uwagi jednak na brak normatywnego charakteru¹⁸ Dobrych Praktyk jako aktu *soft law*, sytuacja taka mogła rodzić pewne wątpliwości. Jediną sankcją za niewywiązanie się spółki z tego obowiązku było zaktualizowanie się zasady *comply or explain*, a więc podanie do wiadomości uczestników rynku informacji o tym, jakie były okoliczności i przyczyny niezastosowania zasady oraz w jaki sposób emitent zamierza usunąć ewentualne tego skutki lub jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko niezastosowania zasady w przyszłości (§ 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy¹⁹).

Obecnie obowiązek prowadzenia strony internetowej jest wyrażony *expressis verbis* w art. 402³ § 1 k.s.h., zgodnie z którym „spółka publiczna prowadzi własną stronę interneto-

niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz.U. UE z 2007, Nr L 184), dalej: Dyrektywa.

¹¹ Obowiązek taki wynikał jedynie z Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW, na ten temat por. w dalszej części artykułu.

¹² Por. np. J. Kołacz, *Prowadzenie internetowych stron korporacyjnych przez spółki publiczne – możliwość czy prawny obowiązek*, PSp. 3/2009, s. 43.

¹³ *Ibidem*, por. również powołane przez autorów tezy z piśmiennictwa: A. Kidyba, *Kodeks Spółek Handlowych. Komentarz*, t. II, Warszawa 2007, s. 664 oraz M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks Spółek Handlowych. Komentarz*, Warszawa 2007, s. 350.

¹⁴ Art. 47 ust. 3 OfertPublU.

¹⁵ Art. 56 ust. 2 OfertPublU.

¹⁶ Załącznik do Uchwały Rady Giełdy Nr 12/1170/2007 z dnia 4 lipca 2007 r., Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, <http://corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/dobrepraktyki2007.pdf>, 10.05.2012.

¹⁷ Załącznik do Uchwały Rady Giełdy Nr 17/1249/2010 z dnia 19 maja 2010 r. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/dpsn2010.pdf>, 10.05.2012; Załącznik do Uchwały Nr 20/1287/2011 Rady Giełdy z dnia 19 października 2011 r., http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre_praktyki_19_10_2011_final.pdf, 20.05.2012.

¹⁸ Por. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 353 i nast., P. Sokal, *Wpływ prawa giełdowego na funkcjonowanie oraz uczestników giełdy*, PSp. 5/2009, s. 43–44, A. Wactawik, *Zasady Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych w 2002 r. Pozaustawowa regulacja zagadnień corporate governance a odpowiedzialność za przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego*, TPP 4/2002, s. 20.

¹⁹ http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin_gpw.pdf, 12.05.2012.

wą”. Należy zasygnalizować, że choć w przypadku spółek publicznych regulacja ta ma szczególnie doniosłe znaczenie, z uwagi na rozszerzony katalog obowiązków informacyjnych, to pozostawia wątpliwość co do stosowania uprzednio przywołanego przepisu art. 374 § 1 k.s.h. O ile we wcześniejszym stanie prawnym brak legalnej podstawy ustawowej do prowadzenia strony internetowej, przy jednoczesnym istnieniu obowiązku zamieszczania na niej stosowanych informacji wynikających z przywołanego wyżej przepisu, mógł być interpretowany rozszerzająco i w drodze wykładni teleologicznej prowadzić do stwierdzenia obowiązku prowadzenia strony www, to obecnie argumentacja taka wydaje się być wykluczona. Skoro obowiązek ten istnieje tylko w stosunku do spółek publicznych, to – *a contrario* – nie istnieje w stosunku do spółek niepublicznych. Prowadzi to do wniosku, iż informacje wymienione w art. 374 § 1 k.s.h. będą zobowiązane publikować wszystkie spółki publiczne, natomiast spółki akcyjne niepubliczne tylko wtedy, jeżeli w rzeczywistości prowadzą stronę internetową. W przeciwnym razie obowiązek publikacji nie zaktualizuje się.

Wydaje się, że postulat *de lege ferenda* wprowadzenia obowiązku prowadzenia strony internetowej również przez spółki niepubliczne nie jest zbyt daleko idący. W dobie nowych technologii spółki niepubliczne i tak z reguły prowadzą stronę internetową. Wymóg ustawy w tym zakresie byłby więc sprowadzony jedynie do zamieszczenia na stronie istotnych z punktu widzenia obecnych i ewentualnych przyszłych akcjonariuszy informacji.

3.1. Przekazanie informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia na stronie internetowej spółki

Jedną z podstawowych funkcji wynikających wprost z k.s.h., jaką obecnie pełni strona internetowa emitenta, jest zamieszczanie na niej informacji związanych ze zwołaniem walnego zgromadzenia. Zgodnie z art. 402¹ § 1 k.s.h. walne zgromadzenie spółki publicznej zwołuje się przez ogłoszenie dokonywane na stronie internetowej spółki oraz w sposób określony dla przekazywania informacji bieżących zgodnie z przepisami OfertPublU. Stosownie natomiast do art. 402¹ § 2 k.s.h. ogłoszenie powinno być dokonane co najmniej na dwadzieścia sześć dni przed terminem walnego zgromadzenia. Przepis ten stanowi podstawę do obligatoryjnego zamieszczenia przez spółkę publiczną informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia na jej stronie internetowej. Termin odbycia walnego zgromadzenia powinien zostać podany do wiadomości inwestorów na dwa sposoby. Po pierwsze, spółka ma obowiązek zamieścić informację o terminie odbycia WZ na swojej stronie www. Po drugie, spółka musi przekazać tę informację za pośrednictwem agencji informacyjnej²⁰. Nie można uznać za trafny pogląd, według

²⁰ Art. 58 § 1 OfertPublU: Emitent ma obowiązek przekazywania do publicznej wiadomości informacji, o których mowa w art. 56 ust. 1 i art. 70 pkt 1 i 3, za pośrednictwem jednej lub więcej osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej, wskazanej w drodze decyzji Komisji, zwanej dalej „agencją informacyjną”.

którego termin ten jest zachowany, gdy ogłoszenie zostało dokonane tylko w drugi sposób²¹. Wynika to z brzmienia art. 402³ § 1 k.s.h., który nakłada obowiązek zamieszczenia na stronie internetowej spółki enumeratywnie wymienionych w tym przepisie informacji od dnia zwołania walnego zgromadzenia. Zwołanie następuje natomiast na 26 dni przed planowanym terminem walnego zgromadzenia, w praktyce więc informacje te będą musiały znaleźć się na stronie internetowej spółki najpóźniej dwudziestego szóstego dnia przed terminem walnego zgromadzenia. Ponadto okoliczność, że ustawodawca posłużył się w art. 402¹ § 1 k.s.h. koniunkcją zdań, wskazuje, że oba sposoby ogłoszenia są obligatoryjne²². Podanie informacji do wiadomości za pośrednictwem agencji informacyjnej nie zwalnia spółki od zamieszczenia jej na stronie www. Na takim stanowisku stanął również Sąd Najwyższy w uchwale z 17 grudnia 2010 r.²³, w której stwierdził:

odmowa zamieszczenia przez zarząd ogłoszenia, o którym mowa w art. 402¹ k.s.h., gdy z inicjatywą zwołania walnego zgromadzenia akcjonariuszy spółki publicznej występują akcjonariusze, na podstawie art. 399 § 3 k.s.h., oznacza niezwołanie przez zarząd walnego zgromadzenia, w rozumieniu art. 594 § 1 pkt 3 k.s.h.

Trzeba podkreślić, iż konsekwencją uchybień proceduralnych związanych z nieprawidłowym zwołaniem walnego zgromadzenia może być zaskarżenie podjętych na nim uchwał powództwem o stwierdzenie ich nieważności (art. 425 § 1 k.s.h.)²⁴, a nawet nieistnienie takich uchwał, jeśli przyjąć, iż w ogóle nie doszło do zwołania walnego zgromadzenia²⁵.

Istnieje również dodatkowa możliwość przekazania informacji dotyczących zwołania walnego zgromadzenia poprzez interfejs udostępniany zainteresowanym emitentom przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Uzyskanie dostępu do interfejsu wymaga wcześniejszego zawiadomienia KDPW o chęci uzyskania certyfikatu dostępu poprzez zgłoszenie odpowiedniego elektronicznego wniosku certyfikacyjnego²⁶. Przekazanie przez emitenta do

²¹ J. Bieniał [w:] J. Bieniał, M. Bieniał, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks Spółek Handlowych. Komentarz*, Warszawa 2011, s. 1210.

²² Tak słusznie: A. Kidyba, *Kodeks Spółek Handlowych. Komentarz do art. 301-633*, t. II, Warszawa 2010, s. 545.

²³ Uchwała SN z dnia 17 grudnia 2010 r., III CZP 96/10, OSNC 2011/7-8/81, LEX nr 646789.

²⁴ Wyrok SN z dnia 19 września 2007 r., II CSK 165/07, *niepubl.* Pomimo wydania go na kanwie wcześniej obowiązujących przepisów (sprzed ustawy nowelizującej) zachowuje on w pełni swoją aktualność.

²⁵ Takie stanowisko zajął SN w wyroku z dnia 13 marca 1998 r., I CKN 563/97, OSNC 1998/12 poz. 205, w którym uznał, iż nie można mówić o podjęciu przez wspólników uchwały, gdy w ogóle nie doszło do zwołania, chociażby w sposób wadliwy, zgromadzenia wspólników, a uchwałę przegłosowało np. kilku wspólników, którzy zebraли się przypadkowo. Tak samo przyjął SN w wyroku z dnia 12 grudnia 2008 r., II CSK 278/08, *Legalis*, w którym na kanwie sprawy dotyczącej sp. z o.o. przyjął, iż „o uchwale nieistniejącej można mówić wtedy, gdy (...) w ogóle nie doszło do zwołania zgromadzenia wspólników”. Koncepcja „uchwał nieistniejących” jest w literaturze krytykowana, por. zamiast wielu S. Sołtysiński, *Czy „istnieją” uchwały „nieistniejące” zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni?*, PPH 2/2006, s. 4 i nast.

²⁶ § 84a Regulaminu KDPW oraz Tytuł czwarty, Dział 10 Szczegółowych Zasad Działania KDPW (§§ 192a-192g).

KDPW informacji o zwołaniu WZ powinno nastąpić niezwłocznie po przekazaniu raportu bieżącego w tej sprawie i umieszczeniu stosownych informacji na stronie internetowej, nie później niż w dniu następnym po dokonaniu ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia²⁷.

Ze względu na brak jednoznacznej regulacji ustawowej spornym pozostaje końcowy termin, do którego spółka zobowiązana jest udostępniać na swojej stronie www informacje dotyczące zwołania WZ. Nie do końca przekonywający wydaje się być pogląd, iż powinny one znajdować się tam tylko do zakończenia walnego zgromadzenia. Część tych informacji może bowiem zostać wykorzystana w celu zaskarżenia uchwał walnego zgromadzenia. Z tego powodu należałoby przyjąć, iż informacje te, podobnie jak wyniki głosowania, powinny być zamieszczone na stronie internetowej spółki aż do upływu terminu do zaskarżenia uchwał (art. 421 § 4 zd. 2 k.s.h.). Także praktyka pokazuje, iż znakomita większość spółek notowanych na rynku regulowanym utrzymuje informacje związane ze zwołaniem walnych zgromadzeń (zarówno zwyczajnych, jak i nadzwyczajnych) przez okres kilkunastu miesięcy, a niektórzy emitenci dalece dłużej – nawet do kilku lat.

W terminie tygodnia od zakończenia walnego zgromadzenia spółka jest zobowiązana do zamieszczenia informacji o wynikach głosowań (art. 421 § 4 zd. 1 k.s.h.). Informacje te powinny znajdować się tam aż do czasu upływu terminu do zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia (art. 421 § 4 zd. 2 k.s.h.).

4. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW w zakresie stron internetowych – stan i ocena

„Dobre Praktyki w spółkach publicznych” z lat 2002 i 2005²⁸ nie zawierały regulacji odnoszących się do stron internetowych emitentów. Taki stan rzeczy wynikał, jak się wydaje, po pierwsze z faktu postępującej dopiero informatyzacji społeczeństwa, a po drugie z naturalnej tendencji nienadążania regulacji prawnych za zmianami technologicznymi. Regulacje dotyczące korporacyjnych stron internetowych pojawiły się po raz pierwszy w „Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW” z 4 lipca 2007 r.

Dobre Praktyki w intencji twórców mają przyczyniać się do „umacniania i pogłębiania konkurencyjności” polskiego rynku kapitałowego poprzez poprawę „transparentności (...), jakości komunikacji spółek z inwestorami, wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy (...)”²⁹. Wymie-

²⁷ *Organizacja walnego zgromadzenia Rekomendacje dla uczestników rynku – zmiany Kodeksu Spółek Handlowych po 3 sierpnia 2009 r.* (wydanie drugie), s. 12, http://www.kdpw.pl/pl/KDPW/aktualnosci/News/Broszura_int_hi.pdf, 12.05.2012.

²⁸ Na temat historii regulacji Dobrych Praktyk oraz jej zakresu zob. zamiast wielu – K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru...*, s. 327 i nast.

²⁹ Cytaty pochodzą z Preambuły Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW.

nione cele nie mogą być osiągnięte bez wykorzystania nowoczesnych technologii. W związku z tym w Dobrych Praktykach znalazło się kilka zapisów mających za zadanie zarówno precyzować regulacje k.s.h., jak i promować zupełnie nowe rozwiązania, które mogą przyczynić się do zwiększania efektywności informacyjnej.

Istotne jest, aby to właśnie Dobre Praktyki rozszerzały katalog obowiązków informacyjnych ponad to, co wynika z przepisów prawa materialnego.

4.1. Rozdział I Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW

Dobre Praktyki w punkcie I.1 zawierają zalecenia odnoszące się do prowadzenia przez spółki stron internetowych według określonego modelu oraz wzmacniania komunikacji z inwestorami w formie internetowej.

Zalecenie prowadzenia strony internetowej według określonego przez GPW modelu stanowi daleko idące rozszerzenie obowiązku ustawowego wynikającego z art. 402³ § 1 k.s.h., które należy ocenić pozytywnie. Istotne jest, aby inwestorzy mogli w łatwy sposób porównać informacje zamieszczone na stronach internetowych różnych spółek. Ujednolicony model strony internetowej w założeniu powinien pozwolić na szybkie i efektywne zapoznanie się z niezbędnymi danymi.

Rekomendacja dotycząca komunikacji z inwestorami z wykorzystaniem nowoczesnych metod w praktyce³⁰ sprowadza się przede wszystkim do wykorzystywania newsletterów, kanałów informacyjnych (RSS) oraz umożliwienia akcjonariuszom zadawania pytań, czy to poprzez specjalne do tego przeznaczone okno, czy też pocztę e-mail. Wiele spółek korzysta także z internetowego okna FAQ, które zawiera zbiór najczęściej zadawanych pytań i odpowiedzi.

Powyższe zapisy Sekcji I w myśl Preambuły nie są objęte działaniem zasady *comply or explain*³¹. Nie jest zatem jasna relacja tych zaleceń do pozostałych części Dobrych Praktyk. Powstaje pytanie, czy spółka dopełnia obowiązku złożenia oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, jeżeli nie odnosi się do Sekcji I Dobrych Praktyk.

Powyższą wątpliwość rozstrzyga sama regulacja Dobrych Praktyk. Zasady wyrażone w części I Dobrych Praktyk – podobnie jak zasady objęte częściami II, III i IV – są przedmiotem corocznych sprawozdań dotyczących postępowania w zakresie przestrzegania zasad ładu korporacyjnego, sporządzanych przez spółki giełdowe³². Spółka nie dopełnia więc obowiązku, jeżeli nie odnosi się do Sekcji I Dobrych Praktyk. Czym innym jest bowiem aktualizacja zasady *comply*

³⁰ Por. niżej wyniki przeprowadzonych badań.

³¹ Krytykują to rozwiązanie K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru...*, s. 336 oraz A. Opalski, *Nowe Dobre Praktyki w spółkach publicznych*, PPH 3/2008, s. 14.

³² Obowiązek zamieszczania oświadczenia w sprawie stosowania zasad ładu korporacyjnego na stronie internetowej emitenta wynika z Dobrych Praktyk – zasada II.1 pkt 13.

or explain, a czym innym obowiązek publikacji oświadczenia o stosowaniu zasad – wszystkich, a nie tylko tych, co do których Dobre Praktyki przewidują działanie powyższej zasady.

Należy również mieć na uwadze, że obecnie³³ obowiązek publikacji oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego wynika także z przepisów prawa powszechnie obowiązującego. Zgodnie z art. 49 ust. 2 pkt 8 Ustawy o rachunkowości³⁴ sprawozdanie z działalności jednostki, które sporządza się wraz z rocznym sprawozdaniem finansowym, powinno obejmować informacje dotyczące stosowania zasad ładu korporacyjnego w przypadku jednostek, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na jednym z rynków regulowanych Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Termin na sporządzenie sprawozdania z działalności jednostki wynosi 6 miesięcy od zakończenia roku obrotowego. Ponadto, zgodnie z § 91 ust. 5 pkt 4 lit. a-b InfBieżOkresR³⁵ w przypadku wszystkich emitentów, sprawozdanie z działalności emitenta zawiera stanowiące wyodrębnioną część tego sprawozdania oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego, które obejmuje przynajmniej następujące informacje:

- wskazanie zbioru zasad ładu korporacyjnego, któremu podlega emitent, oraz miejsca, gdzie tekst zbioru zasad jest publicznie dostępny (oraz w zakresie, w jakim emitent odstąpił od postanowień zbioru zasad ładu korporacyjnego wskazanie tych postanowień oraz wyjaśnienie przyczyn tego odstąpienia);
- wskazanie zbioru zasad ładu korporacyjnego, na którego stosowanie emitent mógł się zdecydować dobrowolnie, oraz miejsce, gdzie tekst zbioru jest publicznie dostępny (oraz w zakresie, w jakim emitent odstąpił od postanowień zbioru zasad ładu korporacyjnego, wskazanie tych postanowień oraz wyjaśnienie przyczyn tego odstąpienia);
- wskazanie wszelkich odpowiednich informacji dotyczących stosowanych przez emitenta praktyk w zakresie ładu korporacyjnego, wykraczających poza wymogi przewidziane prawem krajowym wraz z przedstawieniem informacji o stosowanych przez niego praktykach w zakresie ładu korporacyjnego.

4.2. Rozdział II Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW

Rozdział II Dobrych Praktyk, zatytułowany „Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych”, odnosi się w ust. 1 wprost do tematu opracowania, wprowadzając wymóg prowadzenia strony internetowej spółki w określonym kształcie. Jak już wyżej wskazano, normatywną podstawą obowiązku prowadzenia korporacyjnych stron internetowych

³³ Art. 49 ust. 2 pkt 8 dodany przez art. 1 pkt 19 ustawy z dnia 18 marca 2008 r. (Dz. U. z 2008, Nr 69, poz. 393) zmieniający ustawę o rachunkowości z dniem 2 maja 2008 r., który ma zastosowanie po raz pierwszy do sprawozdań finansowych za rok obrotowy rozpoczynający się w 2008 r.

³⁴ Ustawa z dnia 2 września 2009 r. (Dz.U. z 2009, Nr 152, poz. 1223, tj.).

³⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim z dnia 19 lutego 2009 r. (Dz.U. z 2009, Nr 33, poz. 259).

jest art. 402³ § 1 k.s.h. Powołany przepis wprowadza katalog informacji, które muszą znaleźć się na stronie internetowej spółki. Wszystkie te informacje (o zwołaniu walnego zgromadzenia, liczbie akcji i głosów, projekty uchwał, formularze do głosowania korespondencyjnego) służą bezpośrednio zapewnieniu prawidłowego przebiegu walnego zgromadzenia spółki. W związku z tym słusznie Dobre Praktyki odwołują się do obowiązków związanych z udostępnianiem informacji oraz wprowadzają w tym zakresie regulację opartą na zasadzie *comply or explain*.

Informacje publikowane na podstawie zasady II.1, w podpunktach 1), 2), 6), 10), 11), 12), 14) stanowią za założenia źródło aktualnych i precyzyjnych danych na temat sytuacji spółki³⁶. Znajdziemy tutaj, istotne z punktu widzenia akcjonariuszy, rekomendacje dotyczące udostępniania danych o członkach organów spółki, podstawowych dokumentów korporacyjnych, tj. zwłaszcza statutu spółki i regulaminów organów, a także sprawozdania z działalności rady nadzorczej oraz oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego.

Komunikacja z inwestorami wspierana jest także przez podpunkty 8) – informacja o powodach odwołania/przełożenia walnego zgromadzenia, 9) – informacja o przerwach w walnym zgromadzeniu.

Zasada II.2 wprowadza obowiązek prowadzenia wersji strony internetowej w języku angielskim przynajmniej w zakresie wynikającym z zasady II.1. Należy zaaprobować pogląd, że informacje w obu językach powinny być tożsame³⁷. Powstaje jednak wątpliwość, czy wymieniona zasada Dobrych Praktyk statuuje wymóg umieszczania dokumentów korporacyjnych (sprawozdań finansowych, raportów bieżących itd.) także w języku angielskim? Z punktu widzenia ewentualnych kosztów ponoszonych przez spółki wymóg taki wydaje się być nadmierny. Z drugiej jednak strony należy przyjąć, iż to właśnie te informacje stanowią podstawowe źródło wiedzy na temat spółki dla inwestorów zagranicznych. Sama informacja o opublikowaniu raportu zamieszczona w języku angielskim, bez przedstawienia treści raportu w tymże języku, poddaje w wątpliwość sens obowiązku prowadzenia angielskiej wersji strony internetowej.

5. Analiza wypełniania wybranych obowiązków informacyjnych przez spółki z indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 oraz z sektora przemysłu metalowego

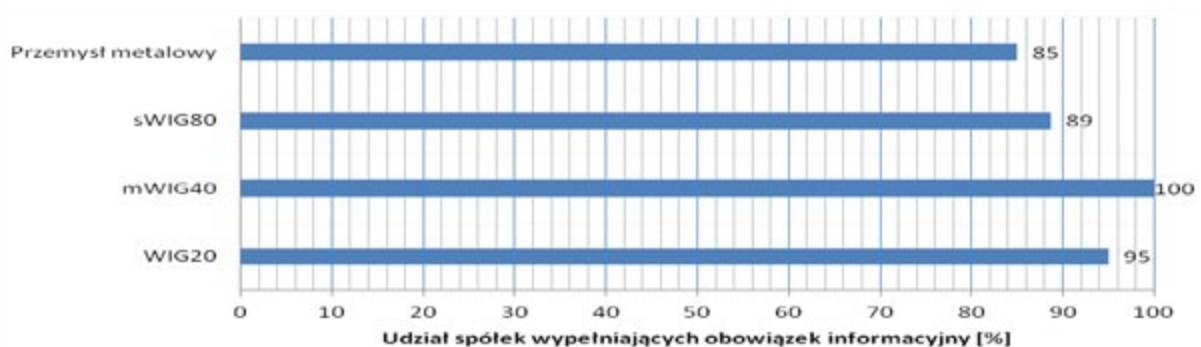
Badaniu przeprowadzonym w okresie od 21 października 2011 r. do 3 listopada 2011 r. zostały poddane spółki z indeksu WIG20, mWIG40, sWIG80 oraz dwadzieścia spółek z sektora

³⁶ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru...*, s. 337; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 42-43.

³⁷ *Ibidem*.

przemysłu metalowego, tj. w sumie 154 spółki³⁸. Popierwsze, badane były podstawowe, ogólne informacje, takie jak zamieszczenie na stronie internetowej emitenta historii spółki, informacji o członkach zarządu i rady nadzorczej wraz z życiorysami. Po drugie, publikacja wybranych dokumentów korporacyjnych, tj. rocznego sprawozdania z działalności rady nadzorczej oraz oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego. Wreszcie po trzecie, analiza dotyczyła obecnego poziomu komunikowania się spółki z otoczeniem za pomocą elektronicznych środków porozumiewania się na odległość, takich jak e-mail, RSS czy newsletter.

Pierwszym badanym zaleceniem jest podawanie przez spółki na swoich stronach internetowych informacji o kadrze menadżerskiej. *Prima facie*, mogłoby się wydawać, iż tak kluczowa z punktu widzenia akcjonariuszy informacja powinna być co do zasady zamieszczana na stronach internetowych emitentów. Analiza praktyki korporacyjnej ujawniła jednak braki w tym zakresie. Co ciekawsze, obowiązek ten wypełniają w 100% spółki z mWIG40, podczas gdy spółki z WIG20 zanotowały wynik na niższym poziomie wynoszącym 95%, podobnym do wyniku spółek z sWIG80 – 94%. We wszystkich niemalże spółkach widoczna jest również zależność w postaci tendencji to zamieszczania życiorysów zarządu i pomijania życiorysów rady nadzorczej, szczególnie w przypadku spółek z indeksu średnich spółek. Życiorysy zarządu zamieszcza na stronie 95% spółek z WIG20 oraz 89% spółek z sWIG80, natomiast życiorysy członków rady nadzorczej odpowiednio 85% – WIG20 oraz 78% – sWIG80. W przypadku spółek z sektora przemysłu metalowego, spory ich odsetek wywiązuje się z tego nakazu, tj. 85% spółek zamieszcza życiorysy członków zarządu, a 80% – członków rady nadzorczej.



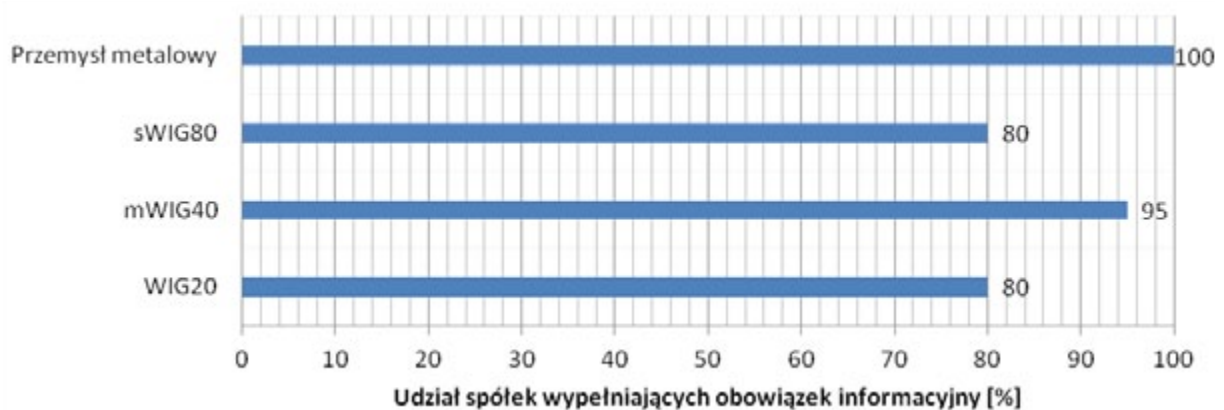
Wyk. 1. Publikacja życiorysów członków zarządu (oprac. własne).

³⁸ Sześć spółek branżowych związanych z sektorem przemysłu metalowego było równocześnie notowanych w pozostałych indeksach, stąd liczba poddanych badaniu spółek wyniosła ogółem 154.



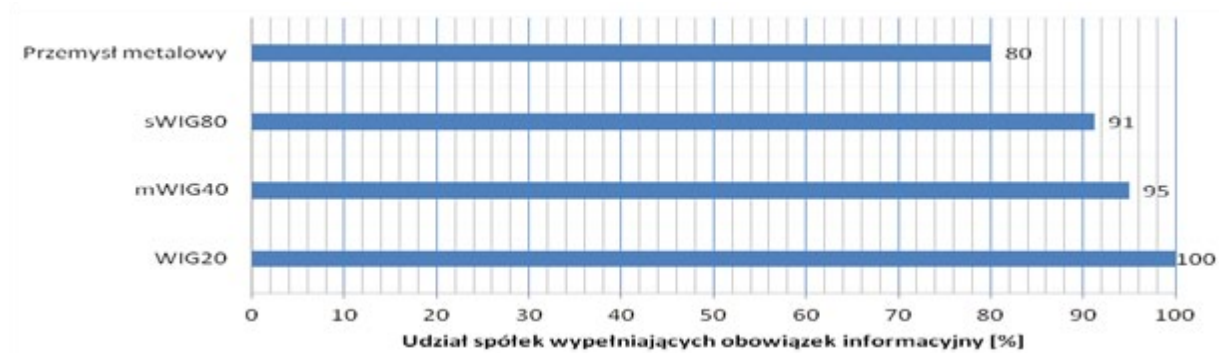
Wyk. 2. Publikacja życiorysów członków rady nadzorczej (oprac. własne).

Podobna sytuacja dotyczy podawania do wiadomości akcjonariuszy historii spółki. Szczegółowe omówienie tej kwestii może być pomocne dla podejmowania trafnej oceny fundamentalnej spółki. Nie jest więc zrozumiałe, dlaczego część emitentów rezygnuje z zamieszczenia tej informacji, pomimo iż jest ona jedną z podstawowych i nie wymaga praktycznie żadnego nakładu finansowego. W wyniku badania ustalono, iż 132 emitentów na przebadanych 154 zamieściło historię spółki na stronie internetowej (85%), w tym 100% spółek z sektora przemysłu metalowego. Udział procentowany kształtował się następująco: WIG20 – 80%, mWIG40 – 95%, sWIG80 – 80%.



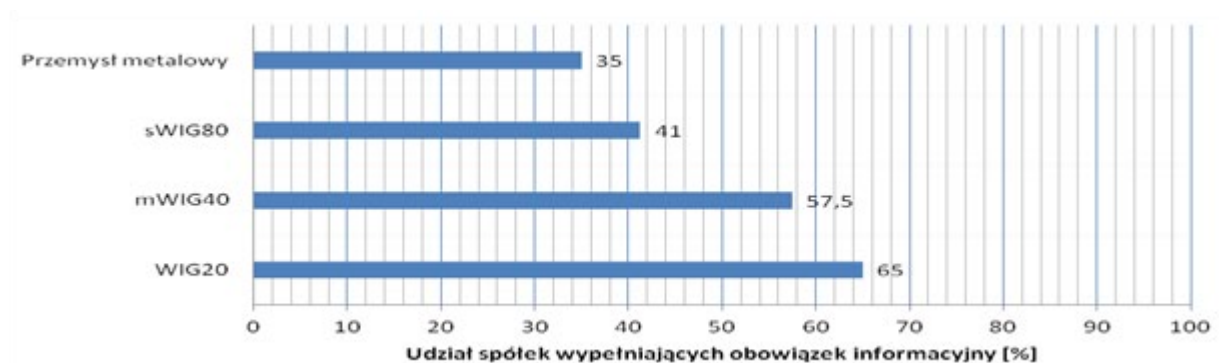
Wyk. 3. Publikacja historii spółki (oprac. własne).

Bardzo wysoki odsetek spółek prowadzi strony w języku angielskim. Ten wymóg nabiera szczególnego znaczenia w przypadku akcjonariuszy (inwestorów) zagranicznych. Zjawisko to należy ocenić bardzo pozytywnie.



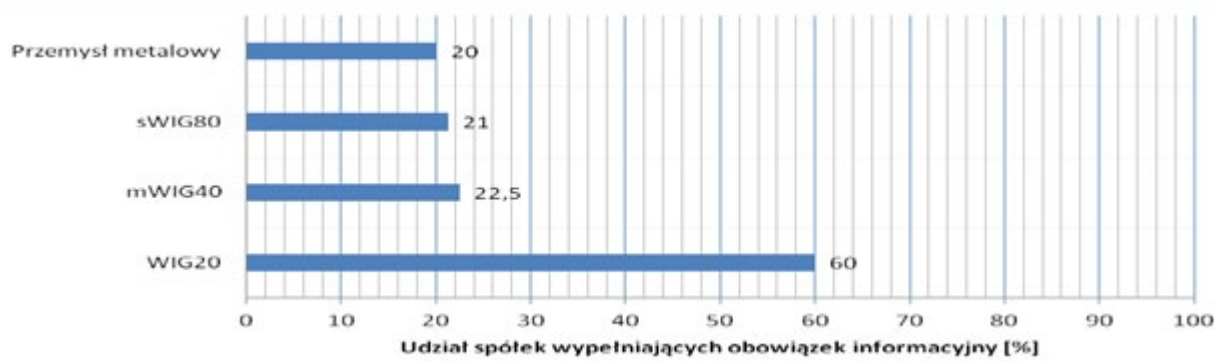
Wyk. 4. Prowadzenie strony internetowej w języku angielskim (oprac. własne).

W kontekście budowania dobrych relacji z inwestorami kluczowym zagadnieniem jest zapewnienie odpowiedniej z nimi komunikacji. W badaniu poddano analizie trzy podstawowe metody elektronicznego usprawniania kontaktów między akcjonariuszami a spółką. Dwie z nich – newsletter oraz RSS – można zaliczyć do metod pośredniego komunikowania. Polegają one na udostępnieniu zainteresowanym podmiotom najnowszych informacji płynących z otoczenia spółki, które podmiot ten będzie mógł otrzymywać na swój adres e-mail. W tym przypadku widoczna tendencja malejąca podkreśla zależność pomiędzy wykonywaniem obowiązku a przynależnością spółki do danego indeksu giełdowego. Nowa metoda RSS, polegająca na przysyłaniu nagłówków wiadomości i nowości na wybranych przez użytkownika RSS stronach, w zasadzie jest stosowana jedynie przez spółki z największego indeksu. Spora część emitentów udostępnia natomiast bezpośredni kontakt, czy to poprzez e-mail, czy specjalnie do tego wydzielone pole do zadawania pytań. Wynik w tym obszarze jest dalece satysfakcjonujący³⁹.

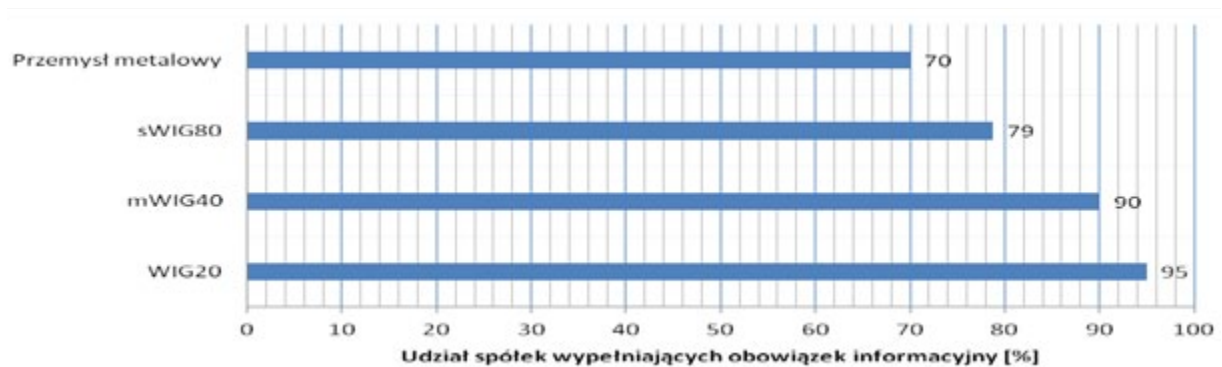


Wyk. 5. Udostępnienie newslettera (oprac. własne).

³⁹ Choć w badaniu nie uwzględniono, czy spółka w rzeczywistości odpowiada na przesyłane przez inwestorów zapytania.

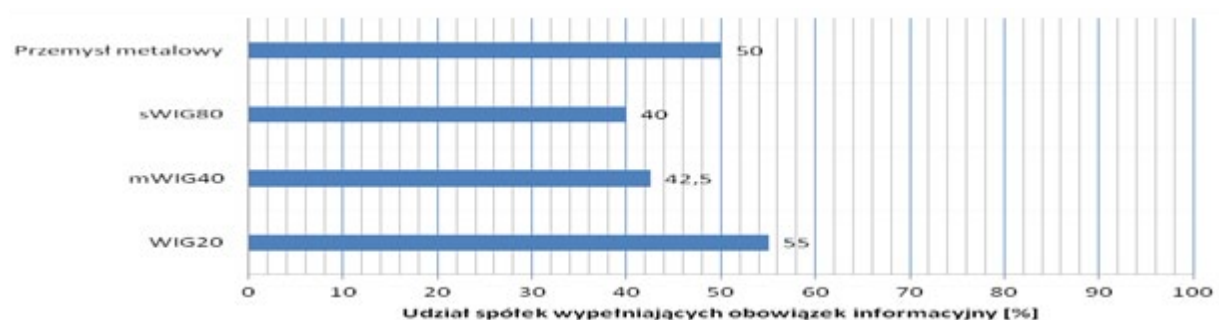


Wyk. 6. Udobstępnienie kanału komunikacji RSS (oprac. własne).



Wyk. 7. Udobstępnienie komunikacji elektronicznej: e-maila, okna do zadawania pytań (oprac. własne).

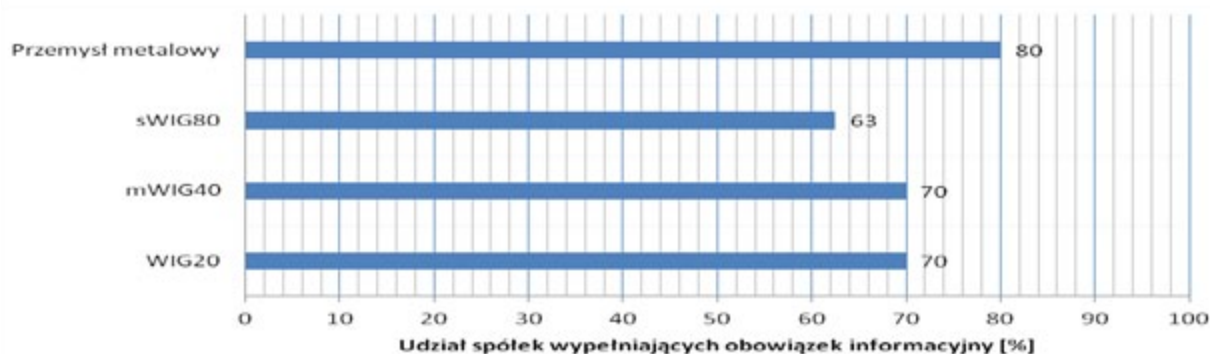
Szczególnie słaby wynik zanotowano natomiast w odniesieniu do publikowania sprawozdania z działalności rady nadzorczej – jest to najrzadziej wykonywany obowiązek spośród poddanych badaniu. Średnio tylko 47% spośród wszystkich poddanych badaniu spółek dokonało podsumowania pracy swojego organu nadzoru.



Wyk. 8. Publikacja rocznego sprawozdania z działalności rady nadzorczej (oprac. własne).

Najbardziej natomiast nieprzewidywalnym wynikiem przeprowadzonych badań jest niski procent spółek sporządzających sprawozdanie z przestrzegania zasad ładu korporacyjnego.

Spośród wszystkich 154 spółek, tylko 104 (68%) zamieściły oświadczenie na stronie www. Nawet w przypadku spółek z WIG20 – które zanotowały wynik na poziomie 70% – nie wydaje się on być wystarczającym. Dziewięć lat obowiązywania Dobrych Praktyk (kolejno Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych oraz Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW) nie jest najwyraźniej wystarczające do zmiany świadomości emitentów w zakresie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce i wypracowania odpowiednio wysokiej kultury korporacyjnej.



Wyk. 9. Publikacja oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego (oprac. własne).

6. Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu postawiono sobie za cel zasygnalizowanie najważniejszych problemów związanych z prowadzeniem korporacyjnych stron internetowych. W związku z tym porównane zostały regulacje k.s.h. i Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW odnoszące się do omawianego zagadnienia. W kontekście obowiązków informacyjnych spółek publicznych szczególnie warto podkreślić jest to, iż kwestie nieuregulowane w aktach prawa powszechnie obowiązującego, a mające istotne znaczenie z punktu widzenia prawidłowych relacji inwestorskich, powinny znaleźć swoje miejsce w regulacji Dobrych Praktyk.

Przeprowadzone i zaprezentowane badania empiryczne pokazały, że większość spółek z największych indeksów (ale nie tylko – *vide* badania odnośnie spółek z sektora przemysłu metalowego) realizuje założenia Dobrych Praktyk. Wyniki odnotowane w zakresie podstawowych informacji przekazywanych rynkowi, takich historia spółki, informacja o członach zarządu i rady nadzorczej wraz z życiorysami wydają się być zadowalające. Nie mniej istotne są rezultaty badania odnoszące się do udostępniania inwestorom narzędzi komunikacji elektronicznej. Oprócz typowego, internetowego środka porozumiewania się na odległość, jakim jest e-mail oraz okno do zadawania pytań, coraz więcej emitentów umożliwia śledzenie działalności spółek poprzez newslettery oraz kanały RSS. Cenną obserwacją jest fakt, iż stopień komunikacji z inwestorami, przekłada się na płynność spółki – najlepsze wyniki

zanotowano w indeksie WIG20⁴⁰. Kluczowe dla poprawnych relacji inwestorskich, zwłaszcza w stosunku do inwestorów zagranicznych, jest prowadzenie strony www w języku angielskim, co również jest podejmowane przez zdecydowaną większość emitentów. Z punktu widzenia *corporate governance* nie znalazło odzwierciedlenia w praktyce korporacyjnej zamieszczanie oświadczeń o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego. Odsetek spółek, które publikują sprawozdanie na stronach internetowych, wydaje się być ciągle zbyt niski.

⁴⁰ Pozostaje jednak wątpliwość, czy realizacja zasad Dobrych Praktyk jest przyczyną, czy skutkiem obecności spółki w indeksie WIG20.